

Problemi

L'EFFETTO DEL CONTROLLO FAMILIARE SULLA PERFORMANCE DELLE IMPRESE: UNA SINTESI DELL'EVIDENZA EMPIRICA INTERNAZIONALE

Roberto Barontini Lorenzo Caprio***

Introduzione

L'effetto della struttura proprietaria delle imprese sulla performance e la crescita del sistema economico è oggi al centro di un intenso dibattito.

Nell'ambito delle imprese di maggiore dimensione, il modello proprietario ad azionariato diffuso, che caratterizza i mercati finanziari di tipo anglosassone, viene spesso considerato il paradigma in grado di indirizzare più efficacemente le imprese verso obiettivi di creazione del valore. Attraverso una gestione manageriale, non condizionata dai vincoli imposti dall'azionista di controllo, alcuni ritengono infatti che le public company siano in grado di allocare le risorse in modo efficiente, selezionando progetti in grado di incrementare il valore dell'impresa (Fama e Jensen, 1983).

Recenti analisi empiriche hanno tuttavia evidenziato che le società quotate a controllo familiare, normalmente caratterizzate da una forte concentrazione dell'azionariato nelle mani di uno o più membri di una dinastia imprenditoriale, sono estremamente diffuse nel mondo (Faccio e Lang, 2002; Claessens *et al.*, 2000); ciò mette in dubbio l'esistenza di una chiara superiorità del sistema di governance tipico delle public company e sollecita un ampio dibattito sull'efficacia del capitalismo familiare.

Ogni sistema di governo delle imprese è in effetti caratterizzato da conflitti e possibili fonti di inefficienza, che non permettono di identificare a priori il modello ottimale; alcuni ritengono inoltre che l'efficacia della scelta di una specifica struttura proprietaria sia condizionata dalle caratteristiche del sistema

* Scuola Superiore Sant'Anna, P.zza Martiri della Libertà 33, 56127 Pisa. Tel ++39 050 883.305, e-mail r.barontini@sssup.it

** Università Cattolica del Sacro Cuore, Largo Gemelli 1, 20123 Milano. Tel ++39 02 7234.2768, e-mail lorenzo.caprio@unicatt.it

legale, dato che nei sistemi che forniscono una scarsa protezione agli azionisti di minoranza può essere preferibile la presenza di un "azionista forte" (La Porta *et al.*, 1999; Burkart *et al.*, 2002).

Bisogna comunque rilevare che anche negli Stati Uniti è in corso una interessante riflessione sull'effetto della concentrazione proprietaria e, in particolare, sulla performance delle imprese familiari. Il presente lavoro intende quindi fornire una breve rassegna della letteratura empirica recentemente proposta sul tema, cercando di confrontare i risultati emersi sul mercato statunitense con alcune evidenze empiriche disponibili a livello europeo.

Il tema, al di là del suo interesse accademico, ha rilevanti implicazioni in termini di *policy*: si è ipotizzato, ad esempio, che alcuni meccanismi volti al mantenimento del controllo – tipicamente utilizzati dalle imprese familiari – dovrebbero essere limitati o addirittura vietati dalla regolamentazione dei mercati finanziari europei (cfr. l' "High Level Group of Company Law Experts" report, anche noto come *Winter report*, HLG, 2002^{a,b}). Anche in quest'ottica è quindi importante analizzare mediante analisi empiriche se la tipologia di controllo e le modalità con le quali esso viene esercitato determinano un effetto significativo sulla performance dell'impresa.

I potenziali costi e benefici del controllo di tipo familiare

La presenza di un azionista "forte", in grado di esercitare stabilmente un controllo sull'impresa, può determinare un effetto distorsivo sulle decisioni aziendali: rispetto all'ottica degli investitori finanziari, orientati a massimizzare la creazione di flussi di cassa di competenza degli azionisti, una famiglia può essere indotta a perseguire anche altri obiettivi, legati ad esempio alla sopravvivenza dell'impresa e alla crescita dimensionale. Se l'impresa è lo strumento di riconoscimento del potere nell'ambito del tessuto sociale, da conservare e possibilmente tramandare agli eredi, è evidente che il mantenimento del controllo può diventare un obiettivo in sé, anche se talvolta configgente con quello di massimizzare il valore dell'impresa. Ciò potrebbe quindi ostacolare i meccanismi di riallocazione del controllo ai soggetti dotati di migliori capacità gestionali e potrebbe indurre la famiglia a mantenere ruoli manageriali, anche in mancanza di adeguate competenze¹.

Il grande potere dell'azionista di controllo potrebbe inoltre agevolare alcune operazioni volte ad estrarre valore dall'impresa, ad esempio riconoscendo ai membri della famiglia una remunerazione eccessiva per il lavoro prestato o realizzando con imprese controllate integralmente dalla famiglia transazioni a prezzi superiori a quelli di mercato.

1. In particolare, in situazioni di crisi è possibile che la presenza di un azionista forte renda più difficile la sostituzione di manager inefficienti, almeno nel caso in cui i membri della famiglia ricoprano incarichi di tipo esecutivo. La minaccia di *takeover*, che costituisce una tra le più efficaci forme di controllo dei manager delle *public companies*, è infatti sostanzialmente inefficace in presenza di un azionariato molto concentrato.

Rispetto ad una *public company*, un'impresa familiare potrebbe dunque risentire negativamente dell'esistenza di un conflitto tra gli obiettivi dell'azionista di controllo e quello della massimizzazione del valore dell'impresa; ciò potrebbe determinare una minore performance delle *family firms* e quindi penalizzare gli azionisti di minoranza.

Bisogna però subito evidenziare che l'esistenza di un azionista forte può determinare anche significativi benefici, che potrebbero ribaltare la conclusione appena ipotizzata. In particolare, la proprietà di gran parte dei flussi di cassa dell'impresa da parte dell'azionista di controllo porta ad un naturale allineamento degli incentivi con gli azionisti di minoranza: dato che gran parte della ricchezza della famiglia è investita nell'impresa, è evidente l'interesse ad esercitare un forte controllo sulle decisioni dei manager, certamente maggiore di quanto potrebbero effettuare gli azionisti di una *public company*. Inoltre, la focalizzazione su obiettivi di lungo periodo potrebbe contrastare efficacemente la tendenza dei manager ad essere condizionati dalla performance di breve periodo (*short termism*) e potrebbe favorire la creazione di una buona reputazione nei confronti di finanziatori e partner commerciali.

In sintesi, non sembra possibile identificare a priori se una particolare struttura proprietaria sia in grado di determinare un effetto positivo sulla performance dell'impresa, anche perché il coinvolgimento della famiglia nell'ambito della gestione può essere molto diverso. Da un lato, la famiglia può scegliere direttamente l'Amministratore Delegato (CEO – Chief Executive Officer) tra i suoi membri, oppure limitarsi a svolgere incarichi di controllo come membri non esecutivi del consiglio di amministrazione; da un altro lato, può invece essere importante distinguere la figura del fondatore dell'impresa da quella dei suoi discendenti.

In linea di principio, si può affermare che i membri della famiglia dovrebbero ricoprire incarichi esecutivi nell'impresa quando possiedono particolari capacità manageriali; nel caso opposto, sarebbe opportuno limitare il loro ruolo a finalità di controllo, ricorrendo invece per le massime cariche gestionali ai migliori manager disponibili sul mercato. Anche in questo caso, tuttavia, non è possibile esprimere a priori alcuna forte aspettativa sull'impatto del ruolo della famiglia sulla performance dell'impresa, che può essere verificato solo attraverso una approfondita analisi empirica.

Nelle pagine seguenti verranno quindi esaminati i risultati ottenuti da quattro studi, che hanno recentemente esaminato l'effetto per le società quotate in borsa del controllo di tipo familiare in due diversi contesti istituzionali: gli Stati Uniti e i paesi dell'Europa Continentale.

L'evidenza empirica relativa agli Stati Uniti

Nell'ambito della vasta letteratura relativa al mercato finanziario statunitense, l'attenzione sarà concentrata in modo particolare sugli studi proposti da Anderson e Reeb (2003) e da Villalonga e Amit (2004). Le due ricerche fornir-

scono infatti una robusta analisi empirica sull'effetto del controllo di tipo familiare negli Stati Uniti e costituiscono il punto di riferimento degli studi più recenti proposti sul tema a livello internazionale.

Anderson e Reeb hanno concentrato l'attenzione su imprese industriali di grande dimensione, incluse nell'indice di borsa S&P 500 nel periodo 1992-1999. In questo studio le imprese familiari sono identificate sulla base della percentuale di proprietà delle azioni da parte della famiglia fondatrice, oppure a seguito dell'individuazione di almeno un membro della famiglia nel consiglio d'amministrazione.

Ben il 35% delle imprese statunitensi sono classificate come familiari, un risultato che può apparire sorprendente: nel sistema finanziario anglosassone si ritiene infatti che la struttura proprietaria, almeno nelle imprese di grande dimensione, sia estremamente frazionata². Tra le imprese familiari, nel 45% dei casi il Ceo è diretta espressione della famiglia (nel 15% dei casi si tratta del fondatore stesso, nel 30% dei suoi discendenti); ciò testimonia dunque l'esercizio di un ruolo gestionale di primo piano nel governo dell'impresa, mentre appaiono meno intensi i meccanismi esterni di controllo³. Complessivamente, traspare quindi l'idea di un forte coinvolgimento nella gestione, grazie al quale le famiglie hanno la possibilità sia di creare valore, sia di estrarre "benefici privati" ai danni degli azionisti di minoranza.

L'analisi econometrica proposta da Anderson e Reeb viene effettuata su un panel di dati, composto da 403 società per 7 anni, con l'obiettivo di verificare se la performance delle imprese familiari – a parità di altre condizioni – è significativamente superiore a quella delle società non familiari. I risultati ottenuti evidenziano chiaramente che negli Stati Uniti le imprese familiari sono caratterizzate da una performance contabile e da una valutazione di mercato significativamente superiore; sembra quindi possibile evidenziare che i benefici legati al coinvolgimento della famiglia nelle sorti dell'impresa siano maggiori rispetto ai possibili conflitti con gli altri *stakeholders*.

Considerando inoltre l'età dell'impresa o le caratteristiche del Chief Executive Officer, emerge chiaramente che il beneficio per le *family firms* è più forte se l'impresa è relativamente giovane (è stata fondata da meno di 50 anni) o se il Ceo è il fondatore dell'impresa. Entrambi i risultati mettono in luce il ruolo positivo esercitato dalla presenza del fondatore, che – sulla base di questi risultati – sembra in grado di fornire competenze essenziali per lo sviluppo e la crescita; è comunque interessante rilevare che la performance rimane positiva (e spesso statisticamente significativa) anche per le altre tipologie di impresa familiare.

2. Bisogna comunque rilevare che la definizione adottata in questo studio è relativamente estesa, non essendo richiesto un livello di proprietà minimo da parte della famiglia fondatrice, ma solo il mantenimento di un ruolo nella gestione, sia come proprietari, sia per l'espressione di membri del consiglio di amministrazione.

3. Le imprese familiari sono infatti caratterizzate da una minore presenza sia di *outside directors*, sia di azionisti con una partecipazione rilevante non legati all'azionista di controllo (i cosiddetti *independent blockholders*).

Lo studio proposto da Villalonga e Amit (2004) approfondisce i risultati ottenuti da Anderson e Reeb, analizzando dettagliatamente l'effetto di tre caratteri fondamentali del controllo di tipo familiare: l'entità della proprietà sui *cash flow*, il potere determinato dall'esercizio dei diritti di voto e lo svolgimento di specifici incarichi manageriali da parte dei membri della famiglia⁴.

Non sempre i diritti di proprietà sui *cash flow* prodotti dall'impresa coincidono con la percentuale dei diritti di voto detenuti dal primo azionista: queste due variabili assumono infatti valori diversi quando esistono categorie di azioni che attribuiscono un diritto di voto differenziato⁵; in presenza di gruppi di imprese, inoltre, la quota di proprietà dei *cash flow* detenuta dal soggetto che detiene il controllo (il cosiddetto *ultimate owner*)⁶ risente dell'effetto della leva societaria. Ad esempio, se la famiglia A detiene il 30% dei diritti di proprietà sul risultato della società B, che a sua volta detiene il 40% del *cash flow* di C, la quota dei diritti di proprietà della famiglia A sul risultato di C è pari a $30\% \cdot 40\% = 12\%$. Il potere determinato dall'esercizio dei diritti di voto da parte dell'*ultimate owner* viene invece identificato con la percentuale dei diritti di voto che caratterizza l'anello più debole della catena del controllo (nell'esempio precedente, è pari al 30% se non sono presenti azioni senza diritto di voto)⁷. Si presume infatti che il potere esercitato dall'*ultimate owner* possa essere messo in discussione quando la sua influenza è debole anche solo su una società che fa parte della catena del controllo.

Alcuni studi hanno messo in evidenza che la performance dell'impresa è positivamente legata alla dimensione dei *cash flow* di proprietà dell'azionista di controllo (per l'effetto di incentivo esaminato in precedenza), mentre appare negativamente correlata alla differenza tra diritti di voto e di proprietà, dato che i meccanismi che proteggono il controllo rendono meno efficace il monitoraggio da parte del mercato (cfr. Claessens *et al.*; 2002; Lins, 2003; Gompers *et al.*, 2004).

4. Anche in questo caso le imprese considerate sono di grande dimensione, essendo state selezionate le società incluse in Fortune 500 nel periodo 1994-2000. Si osserva inoltre che in questo lavoro vengono utilizzate diverse definizioni di impresa familiare, da quella relativamente ampia proposta da Anderson e Reeb a definizioni più restrittive (ad esempio, essere il maggiore azionista o esercitare un controllo pari ad almeno il 20% dei diritti di voto). È interessante, in effetti, verificare l'impatto del controllo familiare non solo in presenza di una famiglia, ma anche nei casi in cui tale forma di controllo è forte e può quindi più facilmente manifestare i suoi effetti sulla performance.

5. Ciò avviene normalmente quando sono presenti azioni ordinarie e azioni senza diritto di voto. Ci sono però alcuni casi particolari: in Francia, ad esempio, i soggetti che intervengono stabilmente in assemblea possono esercitare due voti per ogni azione posseduta.

6. L'*ultimate owner* viene identificato risalendo la catena del controllo sino al punto in cui non è possibile individuare un soggetto che detiene almeno un certo livello minimo dei diritti di voto (normalmente il 10% o il 20%).

7. La percentuale che identifica il controllo può essere maggiore se sono state emesse azioni senza diritto di voto. Si ipotizzi ad esempio la società B abbia un capitale sociale composto al 50% da azioni ordinarie e al 50% da azioni di risparmio: la famiglia A detiene il 30% dei diritti di proprietà sul risultato della società B ma queste azioni, se sono ordinarie, costituiscono il 60% del totale dei diritti di voto.

Sulla base dei dati proposti da Villalonga e Amit è interessante rilevare, innanzitutto, che anche negli Stati Uniti circa la metà delle imprese familiari utilizza meccanismi volti ad enfatizzare il controllo, che permettono cioè alla famiglia di gestire una frazione di diritti di voto maggiore della quota di possesso dei cash flow prodotti dall'impresa. La presenza di azioni senza diritto di voto, gruppi piramidali e partecipazioni incrociate è in effetti molto maggiore che nelle imprese non familiari⁸, e porta ad un incremento significativo del controllo (in media, del 17% superiore rispetto al diritto di proprietà dei cash flow).

I risultati ottenuti confermano che il controllo di tipo familiare è associato ad una migliore performance, ma evidenziano che l'utilizzo di meccanismi volti ad enfatizzare il controllo porta ad una significativa riduzione del valore⁹. Anche in un sistema finanziariamente evoluto come quello statunitense pare quindi che il mercato, in presenza di un disallineamento tra proprietà e controllo, sconti l'esistenza di un maggiore incentivo ad estrarre benefici privati da parte della famiglia (La Porta *et al.*, 1999).

La scomposizione dell'effetto del controllo familiare in base alla presenza del fondatore o dei suoi discendenti fornisce risultati molto netti e in parte diversi da quelli ottenuti da Anderson e Reeb. Si conferma innanzitutto la ottima performance delle imprese familiari nelle quali il fondatore è Ceo o anche presidente non esecutivo, mentre quando i discendenti assumono incarichi gestionali si rileva una notevole riduzione di valore, che rende queste imprese familiari peggiori delle imprese non familiari¹⁰. Tali risultati sembrano tra l'altro in linea con quanto rilevato da Perez-Gonzalez (2001) il quale, studiando le successioni nei vertici manageriali delle società americane quotate a controllo familiare, evidenzia che nel caso in cui le successioni portino alla selezione un top manager membro della famiglia si determina un deterioramento della performance dell'impresa, che non si manifesta invece quando viene selezionato un manager non legato alla famiglia controllante. Complessivamente, dai risultati ottenuti emerge però con sufficiente chiarezza l'ipotesi che negli Stati Uniti la presenza di un controllo familiare sia in grado di incrementare la performance dell'impresa, almeno sino a che è presente il fondatore¹¹. In

8. Nelle imprese non familiari questi meccanismi incidono solo per il 13%.

9. In particolare, la presenza di un membro della famiglia nel ruolo di Ceo determina un significativo miglioramento della performance solo in assenza di strumenti volti a enfatizzare il controllo.

10. Secondo Anderson e Reeb, la performance contabile delle imprese con un Ceo discendente è positiva e statisticamente significativa, mentre la valutazione di borsa, pur risultando inferiore a quella delle imprese familiari gestite da un Ceo esterno alla famiglia, è comunque in linea con quella delle imprese non familiari. Secondo Villalonga e Amit, viceversa, quando i discendenti svolgono incarichi esecutivi la performance è significativamente inferiore rispetto alle imprese non familiari (ciò accade anche se non vengono utilizzati strumenti che permettono di separare la proprietà e il controllo).

11. Ottengono risultati compatibili con questa conclusione anche McConnaughy *et al.* (1998), Palia e Ravid (2002), Adams *et al.* (2003) e Falenbrach (2003).

questo caso, infatti, il conflitto tra manager e azionisti che caratterizza le public company sembra più intenso che nelle imprese familiari¹².

Secondo Anderson e Reeb, questa conclusione è solo apparentemente in contrasto con quella ottenuta da Faccio *et al.* (2001), che dimostrano come in Asia i rilevanti conflitti tra la famiglia e gli altri *stakeholders* portino ad una minore performance: negli Stati Uniti, l'esistenza di un mercato sufficientemente trasparente e ben regolamentato permette di contenere i costi di agenzia, mettendo più chiaramente in luce i possibili benefici derivanti da un controllo di tipo familiare. Anche in questa prospettiva è quindi particolarmente interessante valutare i risultati che emergono nel mercato Europeo, nel quale la presenza delle famiglie è molto intensa e, inoltre, è frequente l'utilizzo di sistemi volti ad agevolare il mantenimento del controllo, come i gruppi piramidali e le azioni con diverso diritto di voto.

L'effetto della proprietà familiare in Europa

Il modello proprietario tipico dell'Europa Continentale è caratterizzato da una forte concentrazione dell'azionariato e da una notevole presenza delle famiglie alla guida delle società quotate. Nonostante ciò, l'evidenza empirica sull'effetto del controllo familiare sulla performance delle imprese europee è ancora limitata e principalmente riferita a singoli paesi¹³. Ci sia consentito dunque prendere in esame i principali risultati emersi in un nostro recente lavoro (Barontini e Caprio, 2006), che per primo approfondisce l'effetto del controllo familiare e le conseguenze determinate dalla presenza di fondatori ed eredi su un campione di grandi società quotate nei principali paesi dell'Europa Continentale. In seguito, sarà esaminato lo studio proposto da Sraer e Thesmar (2006), che pur concentrando l'attenzione solo sulle imprese francesi, fornisce interessanti ipotesi per spiegare la performance ottenuta dalle imprese familiari.

Il campione preso in esame da Barontini e Caprio (2006) comprende 675 grandi imprese quotate in 11 paesi europei, operanti nei settori non finanziari e non regolamentati¹⁴. Prima di analizzare l'effetto del controllo familiare sulla

12. È solo il caso di ricordare che nelle public company possono sorgere significativi conflitti, determinati dal disallineamento tra gli incentivi di manager e azionisti. I manager possono avere interesse ad incrementare il loro potere, aumentando eccessivamente la dimensione dell'impresa e non distribuendo il cash flow agli azionisti, ed anche a dissipare risorse per finalità di tipo personale. Su quest'ultimo punto si segnala il recente lavoro di Yermack (2006), nel quale si rileva che quando i manager utilizzano jet dell'impresa a fini privati la performance è inferiore del 4% alla media, un risultato ben peggiore di quanto il consumo di risorse può spiegare: questo comportamento potrebbe in effetti determinare una reazione avversa dei dipendenti, inducendo scarso impegno o comportamenti contrari all'etica.

13. Si ricordano in particolare gli studi di Gorton e Schmid (2000), Volpin (2002), Cronqvist e Nilsson (2003), Hillier e McColgan (2004) e Ehrhardt *et al.* (2004).

14. L'attenzione è stata concentrata sulle imprese di maggiore dimensione, caratterizzate da un valore complessivo del capitale investito superiore, nel 1999, a 300 milioni di Euro

performance dell'impresa, è opportuno presentare alcuni dati di tipo descrittivo, relativi alla concentrazione dei diritti di voto, alla separazione tra proprietà e controllo e alla frequenza delle tipologie di controllo di tipo familiare in Europa¹⁵.

Compatibilmente con quanto evidenziato in altri studi (Barca e Becht, 2001; Faccio e Lang, 2002), le imprese europee evidenziano una elevata concentrazione dell'azionariato: nonostante il fatto che siano state prese in esame solo le società di maggiore dimensione, oltre il 50% delle imprese hanno un'azionista di controllo che può esercitare più del 37% dei diritti di voto. Considerando i dati dei singoli paesi, emerge tuttavia un quadro relativamente differenziato, che vede ai suoi estremi l'Olanda (14%) e l'Italia (52%), che risulta il paese con la struttura proprietaria maggiormente concentrata. Anche la differenza tra diritti di voto e la quota di proprietà dei cash flow del soggetto che esercita il controllo – determinata dalla presenza di gruppi piramidali e di azioni con diversi diritti di voto – è rilevante e pari all'8,5% (dati mediani); in alcuni paesi la sua incidenza è sostanzialmente trascurabile (ancora, nel caso dell'Olanda), mentre assume un peso particolarmente elevato in Francia, Norvegia e Svezia, soprattutto grazie all'esistenza di categorie di azioni con voto plurimo.

Passando ora ad esaminare la frequenza delle diverse tipologie di soggetti che esercitano il controllo dell'impresa, si osserva che le famiglie costituiscono la categoria decisamente più numerosa (52.3%), seguita dalle imprese ad azionariato diffuso¹⁶ (16.9%), dalle imprese finanziarie (15%) e dallo Stato (8%). Anche in questo caso è interessante osservare che l'Italia si colloca al livello più elevato per incidenza del controllo di tipo familiare (77%), mentre sono del tutto assenti le imprese con azionariato diffuso (definite in questo caso come le società nelle quali nessun azionista detiene più del 10% dei diritti di voto).

(per tutte le variabili considerate le informazioni sono state raccolte per gli anni 1999, 2000 e 2001). I paesi presi in esame sono Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Italia, Olanda, Norvegia, Spagna, Svezia, Svizzera; l'Irlanda e il Regno Unito sono stati eliminati dato che le imprese quotate in questi mercati sono normalmente caratterizzate da un diverso stile di gestione, maggiormente orientato alla creazione di valore per gli azionisti. Tra gli altri paesi dell'Europa continentale non sono stati considerati l'Austria, il Lussemburgo e il Portogallo, in quanto la loro considerazione avrebbe determinato un effetto marginale sulla dimensione del campione. Si è deciso inoltre di escludere le imprese quotate in Grecia, originariamente incluse nel campione esaminato, in quanto durante il periodo preso in esame si è verificato un cambiamento del sistema contabile che avrebbe potuto influire negativamente sulla comparabilità dei dati rispetto alle imprese operanti negli altri paesi europei.

15. Anche in questo caso il soggetto che esercita il controllo dell'impresa e le misure della proprietà e del controllo sono state identificate sulla base della metodologia proposta da La Porta *et al.* (1999) e in seguito utilizzata in numerosi studi (ad esempio, Faccio e Lang, 2002 e Claessens *et al.*, 2002).

16. In questo gruppo sono incluse anche le società controllate da un'impresa ad azionariato diffuso.

Per identificare in modo più chiaro l'effetto del controllo di tipo familiare, l'analisi empirica proposta in Barontini e Caprio (2006) si basa su una definizione più restrittiva rispetto a quanto proposto negli studi commentati in precedenza. Si richiede infatti:

- 1) che l'ultimate owner, identificato stabilendo la soglia minima dei diritti di voto pari al 10%, sia una famiglia;
- 2) che la famiglia abbia un controllo assoluto dell'impresa (almeno il 51% dei diritti di voto) oppure che detenga più del doppio dei diritti di voto del secondo azionista.

Per rilevare l'effetto determinato dal controllo familiare, infatti, si è ritenuto utile concentrare l'attenzione sulle imprese nelle quali le famiglie non sono inserite in coalizioni formate da due o più "azionisti forti", ma possono esercitare un dominio sostanzialmente incontrastato sull'impresa.

Le imprese familiari europee sono caratterizzate da un ampio utilizzo di strumenti che permettono di separare la proprietà e il controllo: in media essi determinano un incremento della percentuale dei diritti di voto, rispetto alla quota di proprietà dei cash flow dell'impresa, di oltre il 10%. È inoltre rilevante il coinvolgimento della famiglia nella *governance* dell'impresa: nel 35% circa dei casi l'amministratore delegato (Ceo) è un membro della famiglia, mentre in quasi il 50% dei casi il Ceo non è appartenente alla famiglia, ma almeno un suo membro siede nel consiglio di amministrazione¹⁷. Solo nel 15% dei casi la famiglia non ricopre direttamente alcun ruolo nel consiglio di amministrazione.

Quando nelle imprese familiari opera il fondatore¹⁸, egli tende a ricoprire l'incarico di amministratore delegato (in oltre il 50% dei casi); quando il controllo passa ai discendenti, invece, solo nel 25% dei casi il Ceo è scelto tra i membri della famiglia, che più frequentemente si limitano ad assumere posizioni non esecutive nell'ambito del consiglio di amministrazione¹⁹.

17. Spesso egli assume l'incarico di presidente non esecutivo: ciò accade nel 49% delle imprese in cui il Ceo non è membro della famiglia ma almeno un familiare siede nel consiglio di amministrazione).

18. A tal fine, si considera controllata dal fondatore non solo l'impresa nella quale il fondatore originario esercita il suo diritto di voto in assemblea, ma anche le imprese controllate da un'impresa familiare nella quale opera il suo fondatore; viene infine inclusa in questa categoria un'impresa familiare gestita dalla persona che non la ha fondata, ma ne ha acquisito il controllo da un soggetto da lui indipendente. In quest'ultimo caso è come se nascesse una nuova dinastia familiare, dalla quale possono poi originarsi imprese familiari controllate da discendenti a seguito dell'uscita di scena del "nuovo fondatore" (un esempio è il caso di Arnault, che è divenuto l'azionista di controllo del gruppo Dior-LVMH senza appartenere alla originaria famiglia fondatrice).

19. Si rileva inoltre, compatibilmente con le attese, che le imprese controllate dai discendenti sono caratterizzate da un azionariato meno concentrato e una da maggiore separazione tra proprietà e controllo. Queste imprese hanno infatti un'età maggiore, dimensione più elevata e sono più frequentemente inserite in un gruppo piramidale.

La metodologia utilizzata per stimare l'effetto della tipologia di controllo familiare sulla performance contabile e la valutazione di mercato è sostanzialmente in linea con gli studi commentati precedentemente. Al di là di alcune specificità tecniche²⁰, l'analisi proposta si caratterizza però per l'utilizzo di due diverse tipologie di regressioni, volte a identificare sia l'effetto complessivo del controllo familiare, sia l'impatto della presenza della famiglia "a parità di strategie" volte al mantenimento del controllo²¹.

Complessivamente i risultati mettono in evidenza che il controllo di tipo familiare è associato ad una maggiore valutazione e ad una superiore redditività operativa, dato che in tutte le regressioni la variabile che identifica la presenza di una famiglia presenta un coefficiente positivo e statisticamente significativo.

In particolare, quando l'effetto del controllo familiare viene stimato separatamente da quelli della concentrazione della proprietà e della separazione tra proprietà e controllo, l'effetto è nettamente positivo: a parità di altre condizioni, le *family firms* appaiono nettamente migliori delle imprese non familiari.

Si è osservato in precedenza, comunque, che le imprese familiari ricorrono con una certa frequenza a meccanismi volti ad enfatizzare il controllo, che sono in effetti considerati negativamente dal mercato: compatibilmente con gli studi relativi agli Stati Uniti e ai paesi asiatici, la valutazione di Borsa e la performance contabile appaiono inversamente correlate all'utilizzo di tali stru-

20. La performance contabile è misurata dal ROA, definito come il rapporto tra reddito operativo e capitale investito, mentre la valutazione di mercato è identificata dalla Q di Tobin. Nella regressione, oltre alle normali variabili di controllo legate al settore di appartenenza o alle caratteristiche dell'impresa, è stata inserita una serie di variabili dummy relative all'appartenenza dell'impresa ad una specifica nazione, in modo da isolare eventuali specificità determinate dalla localizzazione geografica. Inoltre, l'analisi preliminare delle caratteristiche dei dati ha evidenziato la presenza di alcuni valori particolarmente elevati nelle variabili dipendenti (in particolare per la Q di Tobin), determinati dal particolare andamento dei mercati azionari negli anni 1999-2001. Al fine di limitare l'impatto dell'asimmetria della distribuzione verso valori particolarmente elevati dell'indicatore, si è deciso di utilizzare il logaritmo naturale della Q di Tobin e, inoltre, standardizzare i valori estremi posti oltre il quinto e novantacinquesimo percentile.

21. Nella prima non sono inserite le variabili relative all'entità dei cash flow detenuti da chi esercita il controllo, né l'entità della separazione tra proprietà e controllo; in questa specificazione, che possiamo definire "al lordo" delle strategie volte ad ottenere il controllo, il possibile effetto esercitato dalla tipologia di controllo (familiare o non familiare) sulla performance dell'impresa è esaminato congiuntamente all'effetto dell'entità dei diritti di proprietà e della separazione tra proprietà e controllo. Un coefficiente significativamente diverso da zero per la *dummy* "famiglia" evidenzia quindi una performance complessivamente diversa rispetto alle imprese non familiari, senza distinguere se ciò derivi dall'effetto della concentrazione dei diritti di proprietà, dalla separazione tra proprietà e controllo o piuttosto dalle specificità del controllo di tipo familiare.

Nella seconda tipologia di regressioni sono invece incluse anche le variabili quantitative relative alla proprietà e alla separazione tra proprietà e controllo. In questo caso, la variabile dummy che identifica le imprese familiari coglie l'effetto della tipologia di controllo, "al netto" dell'influenza esercitata dalle strategie perseguite in termini di concentrazione della proprietà e di utilizzo di strumenti volti a potenziare il controllo sull'impresa.

menti²². Se, dunque, la struttura proprietaria scelta dalle imprese familiari è meno efficiente in termini di valutazione e di performance operativa, è logico attendersi che l'effetto complessivo del controllo familiare risulti almeno parzialmente ridotto; esso, tuttavia, rimane complessivamente ancora positivo e statisticamente significativo.

È interessante verificare, inoltre, se al variare del ruolo ricoperto dalla famiglia nella gestione dell'impresa si rileva un diverso impatto sulla performance: come si è visto in precedenza, dall'evidenza empirica relativa agli Stati Uniti emerge che le imprese gestite dai fondatori ottengono una performance superiore alla media, che però si riduce sensibilmente con il passaggio dell'impresa nelle mani degli eredi.

Relativamente invece all'assunzione di incarichi esecutivi, si potrebbe ipotizzare che la nomina di manager esterni, non legati alla famiglia, sia in grado di apportare competenze che i discendenti e talvolta anche i fondatori potrebbero non avere. In questo caso, l'assunzione del ruolo di Ceo da parte di un membro della famiglia potrebbe essere associato ad una minore performance, in particolare per le imprese gestite dai discendenti²³.

Per cogliere le due dimensioni del coinvolgimento della famiglia – la presenza di eredi o fondatori, da un lato, e l'assunzione di incarichi nel consiglio di amministrazione (Ceo, consigliere, o non presente nel board), dall'altro lato – si sono utilizzate sei variabili dummy, in grado di evidenziare la differenza di performance rispetto alle imprese non familiari.

Il risultato più netto che emerge dai risultati ottenuti consiste, ancora una volta, nell'effetto positivo associato alla presenza del fondatore. Questo risultato non è solo statisticamente significativo, ma anche economicamente forte: considerando ad esempio le regressioni al lordo della strategia di mantenimento del controllo, cioè senza le variabili relative ai cash flow e al Wedge, la presenza di un fondatore che assume il ruolo di Ceo implica in media una Q di Tobin (un Roa) superiore del 12,6% (20,6%) rispetto alle imprese non familiari.

Bisogna comunque rilevare che anche dopo l'uscita di scena del fondatore le imprese familiari continuano a mantenere una performance normalmente superiore rispetto alle imprese non familiari, in particolare quando gli eredi non assumono incarichi esecutivi (in questo caso i coefficienti sono statisticamente significativi, anche se di dimensione inferiore rispetto a quelli stimati per i fondatori). Sembra quindi possibile escludere l'ipotesi che le imprese familiari di seconda e terza generazione siano meno efficienti delle imprese non familiari, un risultato in parte diverso rispetto all'evidenza internazionale proposta sinora.

22. In questo studio non si rileva tuttavia un chiaro effetto positivo derivante da una maggiore concentrazione della proprietà.

23. Mentre è possibile ipotizzare che il fondatore dell'impresa che ha avuto successo nel far crescere l'azienda e quotarla in Borsa abbia particolari capacità manageriali, a priori non è probabile che i discendenti presentino anch'essi una superiore competenza gestionale. In questo caso, la decisione di nominare Ceo un membro della famiglia avrebbe l'effetto di impedire la selezione dei migliori candidati, al fine di conseguire i benefici privati derivanti dal mantenimento di questo ruolo sotto l'influenza diretta della famiglia.

Se si concentra ora l'attenzione sul ruolo esercitato dai membri della famiglia nella gestione dell'impresa, è interessante rilevare che sia per i fondatori che per i discendenti la performance è sempre superiore quando il ruolo di Ceo è ricoperto da un soggetto esterno alla famiglia: se per i discendenti questo risultato era atteso²⁴, non era scontato che anche per i fondatori la performance fosse positivamente influenzata dalla decisione di assegnare la massima responsabilità gestionale ad un soggetto esterno alla famiglia²⁵.

La situazione più critica riguarda invece i due casi nei quali la famiglia non mantiene un ruolo attivo nella governance dell'impresa. Anche se la performance non è mai significativamente inferiore a quella ottenuta dalle imprese non familiari, i risultati ottenuti per questa tipologia di imprese suggerisce che la totale assenza dei membri della famiglia da ruoli attivi di gestione o di monitoraggio rappresenta la forma più critica di controllo di tipo familiare.

Non è facile individuare le motivazioni economiche alla base dei risultati ottenuti. Le caratteristiche dei sistemi legali, ad esempio, sembrano in qualche modo legate al ruolo ricoperto dalla famiglia²⁶, ma non paiono in grado di spiegare perché le famiglie ottengono una migliore performance, che peraltro appare con notevole regolarità nell'ambito dei diversi paesi europei²⁷.

Uno studio che tenta di fornire una prima evidenza empirica sulle cause alla base dell'extraperformance ottenuta dalle imprese familiari è stato recentemente proposto da Sraer e Thesmar (2006). Questo lavoro si concentra esclusivamente sulla Francia, per la quale si confermano i principali risultati appena proposti per l'Europa nel suo complesso (in particolare per quanto riguarda la buona performance delle imprese familiari controllate dai discendenti²⁸); dall'analisi

24. Le imprese familiari nelle quali i discendenti assumono il ruolo di Ceo non risultano statisticamente diverse dalle imprese non familiari, anche se il coefficiente stimato è comunque positivo. Non sembra comunque confermata l'evidenza internazionale che assegna a questa tipologia di imprese una performance inferiore rispetto alle imprese non familiari.

25. L'effetto economico positivo pare ancora maggiore rispetto a quanto rilevato per il fondatore-Ceo, dato che queste imprese ottengono in media una Q di Tobin (un ROA) superiore del 17,3% (36,8%) rispetto alle imprese non familiari.

26. Separando i paesi con un sistema legale "francese" (Belgio, Francia, Italia, Olanda), dai quelli tedeschi (Germania e Svizzera) e scandinavi (Danimarca, Finlandia, Norvegia e Svezia), si è rilevato che la frequenza delle imprese nelle quali il Ceo è un membro della famiglia è particolarmente elevata nei sistemi legali di origine francese. In particolare, i casi nei quali il Ceo è un discendente sono concentrati in Francia e Italia, che presentano ben 35 casi su un totale di 55 inclusi nel campione.

27. È solo il caso di osservare che proprio Italia evidenzia un comportamento particolare nell'ambito dei paesi considerati: da un lato, la presenza del fondatore conferma un effetto positivo, soprattutto se egli si limita a incarichi non esecutivi; dall'altro lato, tuttavia, la presenza di discendenti è associata ad una performance particolarmente negativa. Simili risultati sono stati ottenuti da Volpin (2002).

28. Si osserva tuttavia che la valutazione di mercato è significativamente più elevata solo per le imprese familiari nelle quali è presente il fondatore, mentre per quelle nelle quali sono presenti gli eredi (sia in veste di Ceo, sia di semplice controllore di un Ceo esterno) la valutazione è in linea con le imprese non familiari.

si emergono tuttavia alcune interessanti indicazioni, che potrebbero essere estese in successivi lavori ad un campione più ampio di imprese.

In primo luogo, le imprese familiari gestite direttamente dai discendenti sembrano caratterizzate da un utilizzo più efficiente della forza lavoro, in particolare attraverso il sostenimento di un minor costo (a parità di specializzazione ed età). Questo risultato positivo viene interpretato dagli autori come il possibile effetto dell'impegno, da parte dei membri della famiglia, verso una politica di lungo periodo, volta al mantenimento dell'occupazione. In altre parole, si ipotizza che il forte coinvolgimento della famiglia nella gestione dell'impresa fornisca al mercato del lavoro un segnale credibile relativo al rispetto di un contratto implicito, con il quale si promette il mantenimento dei livelli occupazionali anche in situazioni di difficoltà finanziaria (un'ipotesi avanzata originariamente da Shleifer e Summers, 1988). Alcuni risultati ottenuti dagli autori sembrano compatibili con questa ipotesi²⁹.

In secondo luogo, quando i discendenti nominano un Ceo esterno alla famiglia si rilevano politiche più conservative, che riducono il fabbisogno di nuovo capitale: viene spesso utilizzata mano d'opera meno qualificata e con minore costo, viene pagato un minore costo sull'indebitamento finanziario³⁰ e vengono acquisite imprese con una maggiore redditività³¹. Sembra quindi che nelle imprese familiari gestite da manager "professionali" si manifesti una migliore (o almeno, più prudente) strategia finanziaria, forse anche per l'effetto di monitoraggio da parte dei membri della famiglia.

Considerazioni conclusive

Sintetizzando la letteratura presentata in questo articolo, si può affermare che le società quotate a controllo familiare – nonostante i potenziali punti di debolezza – in mercati finanziari sviluppati come quello americano e quelli europei sembrano complessivamente caratterizzate da una migliore performance reddituale e da una più elevata valutazione di mercato. Più precisamente, tale affermazione emerge con grande chiarezza per le imprese in cui il fondatore è

29. La sensibilità dell'utilizzo della forza lavoro in presenza di shock nel livello di vendite a livello settoriale sembra in effetti inferiore nelle imprese familiari gestite dai discendenti. Sulla base dei risultati ottenuti pare inoltre che la causa di questa minor sensibilità possa essere identificata nella selezione di investimenti meno rischiosi, mentre non sembra confermata l'ipotesi alternativa che le imprese familiari tendano ad operare in nicchie di mercato, meno esposte alla competizione.

30. Questo risultato è compatibile con l'evidenza fornita da Anderson, Mansi e Reeb (2003), che evidenziano un minor costo delle emissioni obbligazionarie per le imprese familiari.

31. I dati raccolti dagli autori evidenziano che per questa tipologia di imprese familiari, la performance successiva all'acquisizione è migliore della media, sia delle imprese non familiari (+5%), sia della altre tipologie di imprese familiari, nelle quali il fondatore o un erede assume la posizione di Ceo (rispettivamente, +15% e +20%).

alla guida della società, sia con incarichi operativi che semplicemente con la presenza nel consiglio di amministrazione. In tutti i paesi, in questo caso, si constata un divario positivo di performance alquanto netto e statisticamente significativo. Positiva sembra essere anche la situazione delle società familiari quotate di seconda o ulteriore generazione: in questo caso, a seconda del mercato di riferimento, si rileva una performance migliore (Europa) o non peggiore (Stati Uniti) di quella mediamente ottenuta da imprese non familiari con caratteristiche simili.

Solo per le imprese familiari di seconda o ulteriore generazione al cui vertice operativo (amministratore delegato, Ceo) si colloca un erede del fondatore la performance appare in alcuni casi peggiore; più precisamente, si rileva una peggiore performance negli Stati Uniti e in Italia, mentre si osserva una performance simile alle imprese non familiari nel complesso dei paesi europei, e addirittura una performance migliore nel caso francese. Anche se l'evidenza empirica non è univoca, questo particolare tipo di società quotata a controllo familiare sembra comunque quello in cui i punti di debolezza prevalgono sui punti di forza. Non è probabile, in effetti, che la maggiore capacità manageriale del fondatore sia "trasmessa" agli eredi e in alcuni casi l'intento di mantenere nell'ambito della famiglia i massimi incarichi operativi può quindi privare l'impresa delle migliori risorse manageriali presenti sul mercato.

Il tema su cui probabilmente in futuro si indirizzerà la ricerca è quello riguardante le cause di tali risultati. Ciò che potrebbe essere il maggior punto di forza delle imprese familiari è il positivo effetto per gli stakeholder derivante dall'orientamento al lungo periodo connesso al controllo familiare, come viene suggerito dalle prime evidenze empiriche provenienti dall'analisi delle società quotate francesi.

Bibliografia

- Adams R., Almeida H. e Ferreira R., 2003, *Understanding the relationship between founder-Ceos and firm performance*, SSRN Working Paper.
- Anderson R., Mansi S. e Reeb D., 2003, "Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt", *Journal of Financial Economics*, vol. 68, pp. 263-285.
- Anderson R.C. e Reeb D.M., 2003, "Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, n. 58, pp. 1301-1328.
- Barca F. e Becht M. (a cura di), 2001, *The control of corporate Europe*, Oxford University Press.
- Barontini R. e Caprio L., 2006, "The effect of family control on firm value and performance: Evidence from Continental Europe", *European Financial Management*, forthcoming.
- Burkart M., Panunzi F. e Shleifer A., 2003, "Family firms", *Journal of Finance*, n. 58, pp. 2167-2202.
- Claessens S., Djankov S., Fan J.P.H. e Lang L.H.P., 2002, "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings", *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 2741-2771.

- Claessens S., Djankov S. e Lang L.H.P., 2000, "The separation of ownership and control in East Asian corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 81-112.
- Cronqvist H. e Nilsson M., 2003, "Agency costs of controlling minority shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, pp. 695-719.
- Denis D.J. e Denis D.K., 1994, "Majority owner-managers and organizational efficiency", *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, pp. 91-118.
- Ehrhardt O., Nowak E. e Weber F., 2004, "Running in the Family – The Evolution of Ownership, Control, and Performance in German Family-owned Firms 1903-2003", Working Paper.
- Faccio M. e Lang L.H.P., 2002, "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 65, pp. 365-395.
- Faccio M., Lang L. e Young L., 2001, "Dividends and expropriation", *American Economic Review*, n. 91, 54-78.
- Fama E., e Jensen M., 1985, "Organizational forms and investment decisions", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 101-119.
- Gompers P., Ishii J. e Metrick A., 2004, "Incentives vs. control: An analysis of U.S. dual-class companies", NBER Working Paper n. 10240.
- Gorton G. e Schmid F.A., 2000, "Universal banking and the performance of German firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 29-79.
- Hillier D.J. e McColgan P.M.L., 2004, *Firm Performance, Entrenchment and Managerial Succession in Family Firms*, Working Paper.
- HLG (High Level Group of Company Law Experts), 2002 a, *Report on issues related to takeover bids*, available at <http://europa.eu.int>.
- HLG (High Level Group of Company Law Experts), 2002 b, *Report on a modern regulatory framework for company law in Europe*, available at <http://europa.eu.int>
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. e Shleifer A., 1999, "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, vol. 54, pp. 471-518.
- Lins K.V., 2003, "Equity ownership and firm value in emerging markets", *Journal of financial and quantitative analysis*, vol. 38, pp. 159-184.
- Maury B., 2006, "Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations", *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, pp. 321-341.
- McConaughy D., Walker M., Henderson G. e Chandra M., 1998, "Founding family controlled firms: Efficiency and value", *Review of Financial Economics*, vol. 7, pp. 1-19.
- Morck R., Shleifer A. e Vishny R., 1989, "Alternative mechanisms for corporate control", *American Economic Review*, vol. 79, pp. 842-852.
- Morck R., Strangeland D. e Yeung B., 2000, "Inherited wealth, corporate control, and economic growth", in Morck R., eds.: *Concentrated corporate ownership*, University of Chicago Press.
- Palia D. e Ravid S.A., 2002, *The role of founders in large companies: entrenchment or valuable human capital?*, Rutgers University Working Paper.
- Pérez-González F., 2001, "Does inherited control hurt firm performance?", Working paper, Columbia University.
- Shleifer A. e Summers L., 1988, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in Auerbach A. (a cura di), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Shleifer A. e Vishny R., 1986, "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, vol. 94, pp. 461-489.

- Sraer D. e Thesmar D., 2006, "*Performance and behaviour of family firms: Evidence from the French stock market*", Working paper.
- Villalonga B. e Amit R., 2004, "*How do family ownership, management and control affect firm value?*", Working Paper.
- Volpin P., 2002, "Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy", *Journal of Financial Economics*, vol. 64, pp. 61-90.
- Yermack D., 2006, "Flights of fancy: Corporate jets, Ceo perquisites, and inferior shareholder returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 80, pp. 211-242.