

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

di Sandro Trento

I. 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 invece 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 ecc.).

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 loro 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’idealtipo 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 cinquanta delle principali aziende britanniche tra il 1930 e il 1948 sarebbe rientrata nella lista delle duecento 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 hanno 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 ecc.). 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 come 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 "generalisti" 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 nelle 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 manager 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 6 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% delle imprese può essere catalogato come a proprietà diffusa; il 30% è costituito da imprese famigliari; il 18% da imprese a controllo statale e il restante 15% 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 anglosassoni 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% dei casi analizzati da La Porta, Lopez de Silanes e Shleifer, inoltre, nelle imprese a controllo famigliare i proprietari hanno direttamente anche funzioni manageriali.

Le imprese famigliari in realtà sono diffuse in tutto il mondo. Basta considerare che sono imprese famigliari 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 Germania¹. Nel 71% delle imprese a controllo famigliare, 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 famigliare è il modello più diffuso in Europa (44,29% dei casi), seguito dal modello a proprietà diffusa (36,93%). L'impresa famigliare è molto più diffusa nell'Europa continentale, mentre il modello della proprietà diffusa è più presente nel Regno Unito (63,08%) e in Ir-

1. Per una interessante ricostruzione storica comparata delle vicende di varie imprese famigliari si veda Landes (2007).

landa (62,32%). La percentuale più bassa di imprese a proprietà diffusa si riscontra in Germania (10,37%), in Austria (11,11%) e in Italia (12,98%). Sono imprese familiari il 64,82% delle imprese in Francia, il 64,62% in Germania, il 60,34% in Portogallo, il 59,61% in Italia contro il 23,68% nel Regno Unito e il 24,63% 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 anglosassoni si registra un'ampia diffusione delle quote proprietarie delle imprese, soprattutto di quelle più grandi, e una notevole autonomia dei manager 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 management e azionisti. I manager, 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 manager. La sorveglianza attiva infatti è costosa, si tratta di reperire informazioni sulle scelte di chi gestisce l'impresa (sui manager), sul posizionamento competitivo dell'impresa e così via. Ognuno delle 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 manager), che possono condurre al fallimento dell'azienda e alla perdita completa del capitale investito. I manager 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 (*mar-*

ket for corporate control), molto sviluppato nei paesi anglosassoni, rappresenta un meccanismo che si aggiunge alla tutela giudiziaria quale strumento per assicurare la sanzione del comportamento inefficiente dei manager. 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 capitalistico (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 anglosassone (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 manager, tra manager e finanziatori, tra manager e lavoratori e così via) quelle che incidono sul governo delle imprese.

In generale, se nella grande impresa anglosassone 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 vincoli 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 (ma-

nager o azionisti di riferimento) si impossessino in misura eccessiva di “benefici privati”² 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. La recente terribile crisi finanziaria che ha investito il mercato statunitense è prova del fatto che il capitalismo anglosassone non è immune da difetti. In generale, 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 anglosassoni sia in quelli a proprietà concentra-

2. I benefici privati del controllo sono, da un lato, i cosiddetti *perks*, cioè i privilegi di cui gode chi governa l'impresa: costosi aerei per uso personale o l'utilizzo libero della carta di credito aziendale. Ma i veri “benefici” fanno riferimento 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.

ta. 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 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, consentendo per questa via forme di elusione fiscale. La complessità e l'opacità delle strutture piramidali può agevolare le transazioni in conflitto di interesse (*self dealing*); i sogget-

ti 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% 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 (*entrechment*) e riducono le opportunità di ricambio della proprietà anche in caso di cattiva gestione dell'azienda stessa.

4. 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 della proprietà 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, 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 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 ad 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 di 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 peculiare 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, 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 (famigliari) inefficienti.

5. Legami famigliari e imprese: l'altra faccia della medaglia

La proprietà famigliare 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 famigliari possono, in questo caso, interferire con il perseguimento dell'efficienza nella gestione dell'azienda. Il proprietario-imprenditore di un'impresa famigliare 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, 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 e obiettivi 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 ecc.) che, magari, fino ad allora non erano necessarie e la rete familiare 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 familiari 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.

Nei sistemi nei quali la proprietà è concentrata e l'interazione tra imprese, Stato, banche, sindacato è caratterizzata da relazioni durature, spesso collusive, il fatto di controllare un'impresa (soprattutto se medio-grande) fa sì che si entri nell'*establishment* del paese. Chi controlla un'impresa in paesi di capitalismo relazionale gode del beneficio privato di "incontrare" i politici, di poter scambiare favori con il potere politico, anche solo assumendo qualcuno raccomandato da un ministro o da un deputato. Un altro beneficio è la possibilità di costruire relazioni dirette con le banche per avere credito a condizioni più favorevoli. È un beneficio privato anche l'accesso ai mass media.

Alti benefici privati del controllo rappresentano un forte incentivo a non aprire il capitale dell'impresa, soprattutto a non cedere il controllo anche se ciò è nell'interesse dell'azienda. Questo può essere il caso di varie imprese familiari in paesi di capitalismo relazionale nei quali, tra l'altro, spesso le imprese sono più protette dalla concorrenza e ciò accresce la possibilità per la famiglia-controllante di seguire propri obiettivi privati anche a costo di inefficienze gestionali scaricate sull'impresa.

6. 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% delle imprese in Italia (in termi-

ni assoluti si tratta di 3.991.336 imprese) aveva tra 1 e 9 addetti; questa stessa categoria di imprese occupava il 47,8% 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%. 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% del capitale, lievemente in calo rispetto al 66% di dieci anni prima. Anche per quanto riguarda i gruppi quotati alla Borsa di Milano la proprietà risulta concentrata benché il calo rispetto a dieci anni prima sia più marcato: la quota media del primo azionista è passata dal 67% del 1993 al 52,7% del 2003. Questa minore concentrazione è stata favorita dai processi di privatizzazione delle imprese ex pubbliche avvenuti a partire dal 1993-94.

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% (Bianchi *et al.*, 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%; seguivano le imprese non finanziarie con l'8% e le imprese estere con il 5%.

Modalità di esercizio del controllo. I risultati dell'indagine della Banca d'Italia (ivi, pp. 93-5) confermano il fatto che la tipologia di soggetto controllante di gran lunga 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%), imprese non finanziarie (7%) e soggetti esteri (4%; cfr. Tavola 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%) 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% del totale delle imprese; cfr. Tavola 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%), quando cioè una singola persona fisica detiene la maggioranza del capitale. Il controllo mediante gruppi è la terza tipologia (17%), seguita dal controllo di coalizione (13%), 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-familiare degli assetti di controllo delle imprese italiane non quotate. Il 96% 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 *et al.*, 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% delle società non finanziarie quotate in Italia risultava appartenere a gruppi (ivi, pp. 127-8). Quest'ampia diffusione dei gruppi piramidali associata alla forte concentrazione della proprietà conferma la netta differenza tra il capitalismo italiano e quello prevalente nei paesi anglosassoni, 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 ha corrisposto la diffusione di modelli di controllo coalizionali, fondati su meccanismi formali o informali (come i patti di sindacato) di coordinamento tra azionisti rilevanti.

7. 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 manager) 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% dei casi i trasferimenti di controllo avvengono all'interno della famiglia, mentre il restante 40% è costituito da cessioni di controllo a favore di persone esterne alla famiglia, che possono essere definiti come trasferimenti di mercato (Bianchi *et al.*, 2005, pp. 103-4). 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% 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% (Banca d'Italia, 2007, p. 103). Gli imprenditori sembrano sensibili al problema e infatti nel 2003, nel 61% delle imprese, si riscontravano forme di programmazione della successione mediante, ad esempio, la cessione di quote di proprietà ai figli (Giacomelli, 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.

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

Alcuni studiosi ritengono che le imprese familiari siano meno efficienti delle imprese non familiari (Burkart, Panunzi, 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 che 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

maggior 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 cinquecento più grandi imprese statunitensi dell'indice Standard & Poor's analizzate dal 1992 al 1999, Anderson e Reeb (2003) osservano che le imprese famigliari rappresentano il 35% del totale. Le imprese famigliari del campione mostrano una *performance* migliore rispetto a quelle non famigliari. 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 famigliari. Questo risultato vale sia per le imprese famigliari "giovani" (meno di cinquanta anni di vita) sia per quelle più "vecchie" (oltre cinquanta anni di vita). Risultati diversi vengono riscontrati a seconda di chi ricopre le cariche operative: nelle imprese famigliari la profittabilità è migliore rispetto alle imprese non famigliari 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 famigliari statunitensi, anche da Villalonga e Amit (2006).

Invece Miller *et al.* (2007), analizzando le prime mille imprese per dimensione della graduatoria di "Fortune" nel periodo 1996-2000, ottengono risultati diversi. Le imprese famigliari che hanno risultati migliori rispetto alle imprese non famigliari sono solo quelle con proprietari individuali senza parenti associati. È 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 famigliari quando si tratta di aziende controllate da un singolo individuo in assenza di coinvolgimento di suoi parenti.

Con riferimento a un campione di milleseicentosettantadue imprese non finanziarie europee Maury (2006) accerta che le imprese a proprietà famigliare hanno una profittabilità più elevata rispetto a imprese non famigliari. Questo beneficio è associato con quote di proprietà non superiori al 50%. 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 *et al.* (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: 1. 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; 2. se

prevede meccanismi di “punizione” dei soggetti (manager o proprietari-manager) che gestiscono l’impresa in maniera inefficiente; 3. 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: 2 e 3. 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 fa-

migliari 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 "famigliare" 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 *et al.*, 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 da-

gli 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.

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

Dimensione della prima quota proprietaria	1993	2003
Da 0 a 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 *et al.*, 2005.

Tavola 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 *et al.*, 2005.

Tavola 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 *et al.*, 2005.

Riferimenti bibliografici

- ALMEIDA H., WOLFENZON D. (2006), *A theory of pyramidal ownership and family business groups*, in "The Journal of Finance", 61, 6, pp. 2637-79.
- ANDERSON R., REEB D. M. (2003), *Founding-Family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500*, in "The Journal of Finance", 58, 3, pp. 1301-27.
- BANCA D'ITALIA (2007), *Relazione annuale sul 2006*, Roma.
- BARCA F. (1997), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Donzelli, Roma.
- BARONTINI R., CAPRIO L. (2005), *The effect of family control on firm value and performance. Evidence from Continental Europe*, ECGI Finance Working Paper n. 88, June.
- BENNETSDEN M. *et al.* (2007), *Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance*, in "Quarterly Journal of Economics", May, pp. 647-91.
- BERLE A., MEANS G. (1932), *The modern corporation and private property*, Mac-Millan, New York.
- BERTRAND M., SCHOAR A. (2006), *The role of family in family firms*, in "Journal of Economic Perspectives", 20, 2, pp. 73-96.
- BIANCHI M. *et al.* (2005), *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, il Mulino, Bologna.
- BURKART M., PANUNZI F., SHLEIFER A. (2003), *Family firms*, in "The Journal of Finance", 58, 5, pp. 2167-201.
- CASELLI F., GENNAIOLI N. (2003), *Dynastic management*, in CEPR Discussion Paper n. 3767.
- CHANDLER A. D. (1977), *The visible hand: The managerial revolution in American business*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge (MA).
- ID. (1990), *Scale and scope. The dynamics of industrial capitalism*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge (MA).
- CIOCCA P. (2007), *Ricchi per sempre? Una storia economica d'Italia (1796-2005)*, Bollati Boringhieri, Torino.
- DYCK A., ZINGALES L. (2004), *Private benefits of control: An international comparison*, in "The Journal of Finance", 59, 2, pp. 537-600.
- FACCIO M. (2006), *Politically connected firms*, in "American Economic Review", March, 96, 1, pp. 369-86.
- FACCIO M., LANG L. H. P. (2002), *The ultimate ownership of Western European Corporations*, in "Journal of Financial Economics", 65, pp. 365-95.
- FAVERO C. A. *et al.* (2006), *The performance of Italian family firms*, CEPR Discussion Paper n. 5786.
- GIACOMELLI S., TRENTO S. (2005), *Proprietà, controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?*, Banca d'Italia, "Temi di Discussione", 550, Roma.
- LANDES D. S. (2007), *Dinastie. Fortune e sfortune delle grandi aziende familiari*, Garzanti, Milano.

- LA PORTA R. *et al.* (1997), *Legal determinants of external finance*, in “The Journal of Finance”, 52, 3, pp. 1131-50.
- LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., SHLEIFER A. (1999), *Corporate ownership around the world*, in “The Journal of Finance”, 54, 2, pp. 471-517.
- MAURY B. (2006), *Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European Corporations*, in “Journal of Corporate Finance”, 12, pp. 321-41.
- MILLER D. *et al.* (2007), *Are family firms really superior performers?*, in “Journal of Corporate Finance”, 13, pp. 829-58.
- MILLER D., LE BRETON-MILLER I. (2005), *Mantenere il successo. Lezioni di vantaggio competitivo dalle grandi imprese familiari*, ETAS, Milano.
- MORCK R. K., STANGELAND D. A., YEUNG B. (2000), *Inherited wealth, corporate control, and economic growth*, in R. K. Morck (ed.), *Concentrated corporate ownership*, NBER conference volume, Chicago University Press, Chicago.
- NENOVA T. (2003), *The value of corporate votes and control benefits: A cross-country analysis*, in “Journal of Financial Economics”, 68, pp. 325-51.
- SRAER D., THESMAR D. (2004), *Performance and behaviour of family firms: Evidence from the French stock market*, mimeo, ENSAE, CREST, Paris.
- VILLALONGA B., AMIT R. (2006), *Benefits and costs of control-enhancing mechanism in US 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.