



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di laurea magistrale in  
Amministrazione, Finanza e Controllo

**Governance familiare e attrattività per gli investitori:  
analisi del mercato azionario italiano.**

**Relatore**

Prof. Ugo Rigoni

**Laureando**

Mattia Costacurta 879793

**Anno Accademico**

2025 / 2026

## Indice

|                                                                                                                |            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| Abstract .....                                                                                                 | 4          |
| <b>Introduzione.....</b>                                                                                       | <b>5</b>   |
| <b>Capitolo 1 – Imprese familiari e corporate governance .....</b>                                             | <b>8</b>   |
| 1.1 Definizione di impresa familiare e governance familiare .....                                              | 8          |
| 1.2 Imprese familiari nel mondo e in Italia .....                                                              | 10         |
| 1.3 Caratteristiche distintive e inquadramento teorico .....                                                   | 12         |
| 1.4 Problemi di governance tipici delle imprese familiari .....                                                | 177        |
| 1.5 Strumenti di governance, una struttura necessaria per la tutela dei soci .....                             | 211        |
| 1.6 Il patto di famiglia e i patti parasociali: strumenti per la continuità e il controllo ....                | 277        |
| <b>Capitolo 2 – Il nesso tra governance, performance finanziaria e attrattività d’impresa.....</b>             | <b>30</b>  |
| 2.1 Considerazioni contabili sulle imprese familiari italiane.....                                             | 30         |
| 2.2 Dal <i>family discount</i> al premio di governance.....                                                    | 322        |
| 2.3 Il ruolo chiave degli amministratori indipendenti e CEO esterni.....                                       | 355        |
| 2.3.1 Dal board familiare al board indipendente.....                                                           | 355        |
| 2.3.2 Il valore segnaletico degli amministratori indipendenti .....                                            | 377        |
| 2.3.3 CEO interno o esterno .....                                                                              | 388        |
| 2.4 Trasparenza e <i>disclosure</i> : la teoria dei segnali e la riduzione dell'asimmetria<br>informativa..... | 40         |
| 2.5 Valori comuni tra ESG e imprese familiari .....                                                            | 444        |
| <b>Capitolo 3 – Analisi dei multipli di borsa nel mercato italiano .....</b>                                   | <b>499</b> |
| 3.1 Metodologia della ricerca e costruzione del campione .....                                                 | 499        |
| 3.2 Definizione delle variabili: multipli e performance azionarie .....                                        | 577        |
| 3.2.1 Misurare l'attrattività d'impresa attraverso i multipli di borsa .....                                   | 577        |
| 3.2.2 Le variabili dipendenti e quelle di controllo .....                                                      | 588        |
| 3.2.3 Il trattamento dei valori estremi e il quadro riepilogativo .....                                        | 611        |
| 3.3 Analisi descrittiva e confronti preliminari.....                                                           | 633        |
| 3.3.1 Le caratteristiche delle imprese nei tre gruppi .....                                                    | 633        |
| 3.3.2 I confronti bivariati e la correlazione tra variabili.....                                               | 677        |
| 3.4 Il modello di regressione multipla.....                                                                    | 711        |
| 3.5 I risultati e la verifica delle ipotesi .....                                                              | 744        |
| 3.5.1 La <i>serie A</i> e la verifica di H1.....                                                               | 744        |
| 3.5.2 La <i>serie B</i> e la verifica di H2 .....                                                              | 777        |
| 3.5.3 La <i>serie B</i> e la verifica di H3 .....                                                              | 788        |
| 3.5.4 Il quadro di sintesi e i controlli di robustezza .....                                                   | 799        |
| 3.6 I limiti della ricerca.....                                                                                | 877        |
| <b>Conclusioni .....</b>                                                                                       | <b>900</b> |
| <b>Bibliografia .....</b>                                                                                      | <b>922</b> |

## **Dichiarazione del ricorso a strumenti di Intelligenza Artificiale (IA)**

Il sottoscritto Mattia Costacurta, matricola numero 879793, iscritto presso Ca' Foscari al corso di Laurea magistrale in Amministrazione, Finanza e Controllo, autore dell'elaborato finale intitolato "Governance familiare e attrattività per gli investitori: analisi del mercato azionario italiano.", relatore Ugo Rigoni, consapevole delle sanzioni previste dall'art. 76 del Testo unico, D.P.R. 28/12/2000 n.445, e della decadenza dei benefici prevista dall'art. 75 del medesimo Testo unico in caso di dichiarazioni false o mendaci, sotto la propria personale responsabilità ai sensi degli artt. 46 e 47 del D.P.R. 28/12/2000 n. 445,

### **DICHIARA**

Di aver fatto ricorso a tecnologie di intelligenza artificiale generativa per supportare vari aspetti della ricerca e della scrittura del suo elaborato finale, in particolare:

- *Modello Claude Opus 5;*
- *Supporto alla scrittura del codice python per le analisi numeriche presenti nel Capitolo 3;*
- *Il codice e l'output dello stesso sono stati verificati manualmente dal sottoscritto.*

### **DICHIARA INOLTRE**

che tutto il materiale generato dall'IA è stato attentamente verificato, rivisto e rielaborato dall'autore, che si assume la piena responsabilità per la qualità, l'accuratezza e l'integrità scientifica del lavoro.

## Abstract

Il presente elaborato esamina il legame tra la presenza familiare nelle imprese italiane e le valutazioni di mercato con lo scopo di verificare l'esistenza di un differenziale di valore e se quest'ultimo è riconducibile alla presenza familiare nella sola proprietà oppure al coinvolgimento della famiglia negli organi di governo. L'analisi empirica si basa su un dataset panel di 4.604 osservazioni impresa-anno relative a 536 società quotate presso Borsa Italiana nel periodo 2007-2024.

La base dati è stata costruita integrando i dati di mercato di FactSet con i dati contabili di Orbis e una classificazione manuale degli assetti proprietari (familiare/non familiare e governance familiare/non familiare). L'attrattività dell'impresa viene misurata attraverso cinque multipli di borsa (P/B, P/EBT, P/S, EV/EBITDA e Tobin's q), analizzati mediante due serie parallele di regressioni multiple con effetti fissi di anno e settore, ed errori standard raggruppati a livello di impresa.

Nessuna delle tre ipotesi formulate trova conferma. Il differenziale positivo sui multipli patrimoniali derivante dai confronti grezzi si annulla una volta tenute costanti dimensione, età, redditività e settore di appartenenza, rivelandosi riconducibile alle caratteristiche strutturali delle imprese anziché al loro assetto di governo. Contrariamente alle ipotesi iniziali, su due multipli reddituali (P/S ed EV/EBITDA) emerge uno sconto statisticamente significativo, mentre il coinvolgimento gestionale della famiglia non produce differenze rilevabili rispetto alla sola proprietà. I controlli di robustezza circoscrivono la portata di entrambi i risultati significativi, e nessuno dei due supera il modello completo.

Parole chiave: imprese familiari, governance familiare, multipli di borsa, Borsa Italiana, valutazione di mercato.

## Introduzione

Le imprese familiari sono oggi una realtà sempre più studiata data la loro rilevanza nel panorama globale e visto il crescente interesse degli investitori e ricercatori nel comprendere come queste contribuiscono allo sviluppo economico, sociale e tecnologico. Spesso definite come la “spina dorsale” delle economie moderne, queste organizzazioni non costituiscono un fenomeno residuale o legato esclusivamente a piccole realtà locali, ma rappresentano la forma di controllo societario più diffusa al mondo. Infatti, dai distretti produttivi europei ai grandi conglomerati asiatici, la struttura familiare dimostra una capacità di adattamento e una longevità che spesso supera quella delle imprese pubbliche ad azionariato diffuso, e in Italia, questo legame tra famiglia e impresa assume connotati storici, culturali e sociali ancor più profondi.

Tuttavia, il successo di queste imprese non è privo di sfide strutturali e la letteratura accademica documenta come la sovrapposizione tra il “sistema famiglia” e il “sistema impresa” possa generare attriti, risultando così in una crescita più lenta, minori investimenti, minore attrattività verso l'esterno e una perdita di efficienza nella gestione d'impresa.

Come sottolineato nel lavoro di Chua, Chrisman e Sharma (1999), ciò che distingue davvero l'impresa familiare non è solo la quota di possesso azionario, ma l'intenzione strategica di mantenere il controllo attraverso le generazioni e l'influenza del capitale umano e sociale della famiglia sui processi decisionali. In particolare, nel contesto delle imprese quotate, il mercato non guarda solo ai risultati di bilancio, ma cerca di interpretare la qualità e la sostenibilità dei business con una prospettiva di lungo periodo, prestando attenzione al rischio di eventuale opacità informativa o al fatto che la famiglia proprietaria possa perseguire obiettivi privati. Con riferimento a quest'ultimo punto, Gomez-Mejia et al. (2007) evidenziano come le famiglie proprietarie siano talvolta disposte ad accettare performance finanziarie inferiori o rischi di business superiori affinché venga mantenuto il controllo nella gestione d'impresa e venga tutelata la reputazione del nome della famiglia. In quest'ultimo punto si inserisce il ruolo fondamentale della governance, ossia dell'insieme di meccanismi, organi e regole che hanno il compito di professionalizzare l'azienda, garantendo che la stabilità familiare diventi un asset e uno strumento di attrattività verso l'esterno.

L'obiettivo primario di questa ricerca è dunque verificare l'esistenza di un nesso tra proprietà e governance familiare e attrattività per gli investitori, valutando se nei multipli

di mercato viene individuato un premio rispetto alle imprese non familiari oppure se le prime siano soggette al cosiddetto *family discount*.

Da tale obiettivo discendono tre ipotesi di ricerca, sottoposte a verifica nel terzo Capitolo su un campione di società quotate alla Borsa Italiana nel periodo 2007–2024. Nello specifico, la prima ipotesi presuppone che le imprese familiari scambino a multipli di borsa superiori rispetto alle omologhe non familiari; la seconda ipotizza un premio per le imprese familiari nelle quali la famiglia partecipa attivamente alla gestione; la terza e ultima ipotesi sostiene che le imprese familiari nelle quali la famiglia partecipa attivamente alla gestione scambino a multipli di borsa superiori rispetto alle imprese familiari solo proprietarie.

Le tre ipotesi sono direzionali, poiché postulano una valutazione superiore e non una semplice differenza; infatti, un coefficiente di segno opposto non ne costituisce una conferma parziale, bensì le smentisce.

Dal punto di vista metodologico, la tesi adotta un approccio quantitativo ed empirico focalizzato sul mercato azionario italiano andando ad analizzare i corsi azionari di 536 imprese quotate dal 2007 al 2024. Valutare l'attrattività d'impresa non è solo un tema di finanza aziendale, ma vista la sfida del passaggio generazionale sempre più attuale (Cucculelli & Micucci, 2008), analizzare come la governance possa incrementare l'attrattività verso l'esterno rappresenta un elemento essenziale nel sistema imprenditoriale familiare del Paese.

Attraverso l'integrazione dei dati estratti dai database FactSet e Orbis, il presente elaborato utilizza cinque multipli di borsa (P/B, P/EBT, P/S, EV/EBITDA e Tobin's q) per mettere a confronto imprese a proprietà e governance familiare con quelle non familiari, tenendo costanti le variabili di controllo, settore, dimensione e anni di riferimento. Inoltre, viene fatta una distinzione tra imprese a sola proprietà familiare rispetto a quelle in cui la famiglia siede all'interno del Consiglio di Amministrazione o in posizioni apicali all'interno della società (imprese familiari a governance attiva).

L'adozione di una doppia prospettiva consente di distinguere la semplice associazione empirica dall'effetto causale netto attribuibile alla proprietà. Laddove i confronti bivariati evidenziano le differenze grezze tra i gruppi di imprese, la regressione multipla permette di neutralizzare l'effetto congiunto delle caratteristiche aziendali comuni, quali la dimensione, l'anzianità operativa, i livelli di redditività e le specificità settoriali.

L'elaborato si articola in tre capitoli. Il Capitolo 1 costruisce le basi teoriche necessarie a inquadrare le imprese familiari. Dopo aver discusso le diverse definizioni, viene illustrata la rilevanza economica in Italia e nel mondo, ripercorse le principali teorie interpretative e analizzati i problemi di governance tipici. Il Capitolo 2 approfondisce la relazione tra gestione, proprietà e performance, e partendo dall'evidenza contabile sulle imprese familiari italiane, viene sviluppato il concetto di *investment readiness* e del *family discount* per poi passare al ruolo degli amministratori indipendenti, dei CEO esterni, della funzione della disclosure e della comunicazione finanziaria come leva di attrattività; fino ad arrivare ai criteri ESG come ultimo elemento in grado di influenzare l'interesse degli investitori. Infine, il Capitolo 3 presenta l'analisi empirica descrivendo la costruzione del campione e dei multipli, confrontando i gruppi mediante test bivariati e regressione multipla e, una volta interpretati i risultati, vengono discusse le implicazioni pratiche per le famiglie imprenditrici.

# **Capitolo 1 – Imprese familiari e corporate governance**

## **1.1 Definizione di impresa familiare e governance familiare**

Le imprese familiari si distinguono da ogni altra forma di organizzazione per un elemento tanto semplice quanto cruciale, ossia l'intreccio tra la sfera familiare e quella aziendale. Nonostante la loro ampia presenza nel tessuto economico globale, non esiste ancora una definizione universalmente accettata di cosa costituisca un'impresa familiare (Passeri & Mazzi, 2012), tuttavia gli esperti fanno riferimento ad elementi quali la percentuale di proprietà familiare, la presenza o meno all'interno degli organi apicali della società, il grado di controllo esercitato, il coinvolgimento multigenerazionale e l'intenzione di mantenere l'impresa nell'orbita familiare nel tempo come elementi chiave per essere definite tali (Astrachan & Shanker, 2003).

La letteratura accademica contemporanea sottolinea come la ricerca di una unica definizione di “impresa familiare” rappresenti una sfida di estrema complessità, sia a causa della intrinseca differenza tra le stesse imprese, sia a causa dei diversi quadri normativi tra Paesi e le diverse considerazioni effettuate dagli esperti.

In ambito europeo, un punto di svolta è rappresentato dall'attività del gruppo di esperti istituito presso la Commissione Europea, che ha proposto una definizione incentrata sui concetti di controllo e governance. Tale approccio stabilisce che un'impresa possa essere considerata familiare qualora la maggioranza dei voti appartenga ai fondatori o ai loro eredi; nello specifico delle società quotate, si fissa una soglia minima del 25% dei diritti di voto detenuti dalla famiglia, a condizione che almeno un membro della stessa sia attivamente coinvolto nella gestione o nell'amministrazione della società (Mandl, 2008).

A questa prospettiva si aggiunge quella suggerita da Faccio e Lang (2002) dove la soglia per esercitare il controllo viene fissata al 20%, rilevando come in contesti di azionariato diffuso tale percentuale sia sufficiente per influenzare la governance societaria, anche per mezzo di strutture proprietarie piramidali, partecipazioni circolari e azioni a voto multiplo.

Tuttavia, è opportuno osservare che tale perimetrazione normativa, pur necessaria per finalità statistiche e di policy, non esaurisce la complessità dell'attività in esame, infatti la dottrina distingue tra definizioni di carattere “strutturale”, basate su parametri quantitativi di proprietà e governance, e definizioni di “processo”, che si focalizzano invece

sull'influenza della famiglia nel modellare la visione strategica e sull'intenzione esplicita di garantire la continuità transgenerazionale dell'attività (World Economic Forum, 2024). Un contributo fondamentale alla concettualizzazione dell'impresa familiare è offerto dal cosiddetto modello dei tre cerchi, originariamente proposto da Tagiuri e Davis (1996) e ampiamente ripreso dalla letteratura successiva. Tale modello rappresenta l'impresa familiare come l'intersezione di tre sistemi distinti ma interdipendenti: la famiglia, la proprietà e il management. I partecipanti al sistema possono collocarsi in uno dei tre cerchi oppure nelle loro intersezioni, dando vita a sette posizioni differenti con interessi, motivazioni e aspettative non sempre allineati (Tagiuri & Davis, 1996).

Quando i tre sistemi operano in modo sinergico, si crea uno scenario virtuoso in cui il coinvolgimento familiare diventa una risorsa strategica intangibile, rara e difficilmente imitabile dai concorrenti, una sinergia virtuosa che la letteratura descrive come *familiness* (Habbershon & Williams, 1999). In tale contesto, l'identificazione emotiva della famiglia con il nome e la reputazione dell'azienda genera forti incentivi verso comportamenti orientati al lungo periodo, risultando così in una maggiore attenzione alla qualità dei prodotti e dei servizi, investimenti nella soddisfazione dei clienti, cura delle relazioni con i dipendenti, fornitori, banche e comunità locali. Questa logica viene racchiusa all'interno della cosiddetta *stewardship theory* (Donaldson & Davis, 1991), secondo la quale i manager-familiari non agiscono esclusivamente per massimizzare la propria utilità personale, ma si comportano da custodi (*steward*), guidati da un legame emotivo profondo e da una visione di lungo periodo che favorisce lo sviluppo dell'impresa nel corso delle generazioni.

Tuttavia, la medesima sovrapposizione può degenerare in uno scenario vizioso, caratterizzato da conflitti disfunzionali che minacciano la continuità aziendale e allontanano gli investitori esterni. Infatti, vedremo in seguito come questo equilibrio all'apparenza perfetto possa dar vita al "lato oscuro" delle dinamiche familiari, a favore di fenomeni quali il nepotismo, il *free-riding* e il cosiddetto *entrenchment*. Quest'ultimo si verifica quando gli azionisti di maggioranza familiari estraggono benefici privati a discapito dei soci di minoranza (Villalonga et al., 2015).

## **1.2 Imprese familiari nel mondo e in Italia**

L'impresa familiare è una realtà tutt'altro che marginale, infatti questa costituisce la struttura proprietaria dominante nelle economie dei Paesi sviluppati e di quelli in via di sviluppo (Passeri & Mazzi, 2012). Infatti, le public company caratterizzate da una proprietà diffusa e da un controllo manageriale rappresentano, al di fuori delle grandi realtà anglosassoni, l'eccezione piuttosto che la regola. Come sottolineano Passeri e Mazzi (2012), l'analisi teorica e l'evidenza empirica dimostrano che nella maggior parte dei casi la proprietà delle imprese, anche di quelle quotate, è concentrata nelle mani di un numero molto ristretto di soggetti, spesso legati tra loro da vincoli di parentela.

I dati disponibili sulla diffusione delle imprese familiari nelle economie avanzate confermano in modo inequivocabile questa affermazione. Nel continente europeo le imprese a controllo familiare caratterizzano la maggior parte del tessuto imprenditoriale: circa il 60% in Inghilterra e Olanda, il 70% in Belgio e Portogallo, il 79% in Germania e Svezia, con valori superiori all'80% in Francia, Spagna, Grecia e Finlandia. Nel contesto italiano, tra le imprese con un fatturato maggiore di 50 milioni di euro, quelle familiari raggiungono il 55,5% e, qualora non si consideri l'aspetto dimensionale, si attesta su valori superiori al 90% (Osservatorio AUB, 2010 e FBN International Monitor, 2007). Per quanto riguarda lo scenario nord-americano, le percentuali sopra elencate rimangono comunque valide. Villalonga e Amit (2006) documentano che le famiglie fondatrici sono presenti in circa un terzo delle Fortune 500 corporations durante il periodo 1994-2000. Allargando l'analisi alle imprese di minori dimensioni, la quota supera il 55% delle società quotate e raggiunge circa il 90% dell'intero universo imprenditoriale statunitense (Villalonga et al., 2015). Nelle economie emergenti e in via di sviluppo la prospettiva è la stessa: Claessens, Djankov e Lang (2000) rilevano che oltre due terzi delle 2.980 società quotate in nove Paesi dell'Asia orientale sono controllate da famiglie o individui.

L'ampia diffusione del modello familiare sul piano geografico e dimensionale indica con chiarezza che esso rappresenta il veicolo di attività economica che precede la maggior parte delle strutture di mercato moderne ed ha dimostrato di essere capace di adattarsi e prosperare attraverso secoli di profondi mutamenti istituzionali, tecnologici e culturali (Craig et al., 2009).

Per quanto riguarda il contributo delle imprese familiari alla creazione di ricchezza, la questione è stata al centro di un intenso dibattito nella letteratura accademica, che, come approfondito nel Capitolo successivo, non ha ad oggi portato ad una unica chiave

interpretativa. Infatti, come suggerito da Passeri e Mazzi (2012), l'utilizzo di metriche finanziarie tradizionali per misurare il valore prodotto da questo genere di imprese fornisce una rappresentazione parziale e potenzialmente distorta dell'effettivo valore generato dalle imprese familiari.

Quest'ultime, per la loro stessa natura, operano nell'ambito di un sistema complesso di obiettivi non riducibili alla sola massimizzazione del profitto, ma anche di natura non economica, come la preservazione del patrimonio familiare e reputazionale, la coesione della famiglia proprietaria, la tutela dell'occupazione dei lavoratori e il mantenimento di legami stabili con le comunità locali di riferimento (Gómez-Mejía et al., 2007). Questo insieme di obiettivi, che la letteratura più recente ha formalizzato nel termine *socio-emotional wealth* (SEW), orienta le scelte strategiche e finanziarie delle imprese familiari in direzioni che non sempre permettono di massimizzare la ricchezza economica, ma che generano forme di valore non misurabili dai tradizionali strumenti contabili o finanziari. Proprio questa consapevolezza ha condotto Passeri e Mazzi (2012) a proporre una revisione del paradigma tradizionale legato alla massimizzazione della ricchezza per gli azionisti, e viene proposto un concetto più articolato e multidimensionale di creazione del valore che include sia la componente economico-finanziaria che quella socio-emotiva.

Considerando proprio questa prospettiva, ma adottando parametri di riferimento più tangibili e concreti, quali il PIL e l'occupazione, l'importanza delle imprese familiari emerge anche in ragione della loro capillare diffusione territoriale; infatti, ad esse è riconducibile la quota dominante dell'occupazione privata nei principali sistemi economici europei e mondiali. Sul piano comportamentale, le imprese familiari tendono ad adottare strategie più conservative rispetto a quelle non familiari, rispondendo con maggiore solidarietà alle fasi di difficoltà e preservando il capitale umano anche nei periodi di crisi (Miller & Le Breton-Miller, 2006). Tale orientamento discende direttamente dal profilo *stewardship-oriented* del management familiare: come evidenziato da Miller e Le Breton-Miller (2006), la *stewardship* si manifesta attraverso il consolidamento del legame con i collaboratori, la creazione di un ambiente lavorativo stabile e il mantenimento di relazioni fiduciarie durature con le controparti esterne.

Un ulteriore elemento di rilievo economico è rappresentato dalla loro longevità; infatti, le imprese familiari tendono a perseguire orizzonti temporali più lunghi rispetto alle non familiari, il che si traduce in una maggiore capacità di generare occupazione stabile nel medio-lungo periodo, di investire nella formazione del personale e di costruire relazioni

consolidate con clienti, fornitori e comunità locali. In Italia, tale caratteristica assume un significato peculiare, poiché le imprese familiari di piccole e medie dimensioni costituiscono un elemento strutturale del sistema produttivo nazionale, capace di coniugare l'orientamento all'esportazione con un profondo radicamento territoriale (Corbetta, 2008).

Il quadro delineato fino ad ora suggerisce che valutare l'impatto delle imprese familiari sull'economia globale richiede un approccio pluridimensionale e la crescente produzione scientifica sul tema, che Craig et al. (2009) individuano come il raggiungimento di un *tipping point* nella legittimazione accademica, converge verso una conclusione condivisa: le imprese familiari offrono un contesto ricco e unico che può dare spunti ulteriori di ricerca a molte altre discipline aziendali come finanza, sociologia, marketing, etc.

In questa prospettiva, il presente lavoro si propone di analizzare come le imprese a proprietà e governance familiare vengano valutate dal mercato, con l'obiettivo di misurarne l'attrattività nei confronti degli investitori esterni.

### **1.3 Caratteristiche distintive e inquadramento teorico**

La comprensione del comportamento delle imprese familiari ha impegnato molti studiosi nel tentativo di identificare le teorie più adatte per inquadrare questa realtà organizzativa. Tuttavia, il dibattito ha favorito un consenso crescente intorno ad un punto: nessuna singola teoria è in grado di descrivere in modo esaustivo le determinanti delle scelte e dei risultati delle imprese familiari, ma tutte contribuiscono in modo complementare alla loro interpretazione.

Come scritto da Passeri e Mazzi (2012), le tre teorie più note sono: la teoria dell'agenzia (*Agency Theory*), la teoria della *stewardship* (*Stewardship Theory*) e la teoria basata sulle risorse (*Resource-Based View, RBV*).

Partendo dalla prima, la teoria dell'agenzia costituisce il paradigma dominante nella ricerca sulla corporate governance delle imprese familiari (Villalonga et al., 2015). Nella sua formulazione classica, Jensen e Meckling (1976) definiscono il rapporto di agenzia come un contratto mediante il quale uno o più individui (il/i principale/i) incaricano un altro soggetto (l'agente) di svolgere un'attività per loro conto, delegandogli un certo grado di autorità decisionale. Il problema fondamentale emerge quando i due soggetti hanno funzioni di utilità divergenti: l'agente tenderà a perseguire i propri interessi piuttosto che

quelli del principale, generando i cosiddetti costi di agenzia, che includono le spese di monitoraggio sostenute dal principale, i costi di garanzia sostenuti dall'agente e la perdita residuale derivante dall'impossibilità di raggiungere una perfetta sincronizzazione degli obiettivi (Jensen & Meckling, 1976).

Il problema dell'agenzia deriva storicamente dalla separazione tra proprietà e controllo descritta da Berle e Means (1932), i quali individuano nelle grandi public company con azionariato diffuso l'assenza di quote rilevanti nel capitale detenute da parte del management responsabile della gestione dell'impresa, dando vita ad una divergenza strutturale di interessi. In tale contesto, il manager-agente è portato a estrarre benefici privati, promuovendo una visione di breve termine e disinteressandosi del valore per gli azionisti.

L'applicazione della teoria dell'agenzia alle imprese familiari rivela un passaggio significativamente più articolato rispetto a quello della tradizionale impresa non familiare. Villalonga et al. (2015) identificano quattro problemi di agenzia che caratterizzano le imprese familiari, ciascuno con proprie cause, manifestazioni e meccanismi di mitigazione. Il Problema di Agenzia I, nonché il conflitto tra proprietari e manager, è quello classicamente descritto da Jensen e Meckling (1976). Nelle imprese familiari esso assume una connotazione peculiare, dove la concentrazione della proprietà nelle mani di una famiglia, e il frequente coincidere tra proprietà e management, tendono a ridurre la gravità di questo conflitto rispetto alle public company non familiari; infatti, la famiglia proprietaria ha forti incentivi a monitorare il management, poiché la propria ricchezza è direttamente in gioco. Risultati simili sono quelli proposti da Leland e Pyle (1977) che dimostrano come le imprese possono superare il problema dell'asimmetria informativa nei mercati finanziari attraverso la detenzione da parte dell'imprenditore di una quota significativa di capitale proprio. Infatti, accettando di non diversificare il proprio patrimonio, l'imprenditore lancia un messaggio inequivocabile di fiducia, che spinge il mercato a valutare positivamente il valore del progetto.

Inoltre, quando è il fondatore a guidare operativamente l'impresa, il conflitto può addirittura scomparire completamente grazie ad un perfetto allineamento degli incentivi. Ciò spiega il cosiddetto "premio al fondatore" (*founder-CEO premium*), nonché la maggiore attrattività di imprese guidate dal loro fondatore che scambiano a multipli più alti rispetto a tutte le altre indipendentemente dal fatto che queste siano familiari o meno (Morck, Shleifer & Vishny, 1988; Villalonga & Amit, 2006).

Il Problema di Agenzia II, ossia il conflitto tra azionisti controllanti familiari e azionisti di minoranza, è invece amplificato rispetto al modello dell'impresa non familiare e costituisce un elemento di criticità considerevole. Quando la famiglia detiene una quota di controllo, questa ha sia la capacità sia l'incentivo ad estrarre i cosiddetti benefici privati del controllo a spese degli azionisti di minoranza (Grossman & Hart, 1980). Tale estrazione può assumere forme legali (stipendi eccessivi, transazioni con parti correlate a condizioni favorevoli) o illegali (es. il fenomeno del *tunneling*, ovvero il trasferimento di attività e profitti verso entità controllate dalla famiglia). Il problema è aggravato dall'utilizzo di meccanismi di separazione tra diritti di proprietà e diritti di voto, quali azioni a voto multiplo e patti parasociali, che consentono alla famiglia di esercitare un controllo sproporzionato rispetto all'effettivo apporto di capitale. Come evidenziato da Faccio e Lang (2002), in Europa occidentale la quota media di diritti di voto dei maggiori azionisti familiari supera la quota di capitale detenuta, e questa differenza vale 10 e 12 punti percentuale rispettivamente per Paesi come l'Italia (48,26% contro 38,33%) e la Svizzera (46,68% contro 34,66%).

Il Problema di Agenzia III caratterizza il conflitto tra azionisti e creditori, e presenta caratteristiche favorevoli nelle imprese familiari. Le famiglie, per la loro preoccupazione verso la sopravvivenza di lungo periodo dell'impresa e la preservazione del patrimonio familiare, tendono ad essere più avverse al rischio rispetto agli azionisti di una impresa non family e ad assumere comportamenti più conservativi. Anderson, Mansi e Reeb (2003) sostengono che la proprietà familiare è associata a costi del debito significativamente più bassi, a conferma che i creditori percepiscono le imprese familiari come controparti meno rischiose.

Il problema di Agenzia IV vede coinvolti azionisti familiari e la famiglia allargata. Villalonga et al. (2015) definiscono la famiglia allargata come il *superprincipal* in una struttura di agenzia a più livelli: così come gli azionisti delegano l'operatività ai manager, è la famiglia nel suo insieme (inclusi i membri che non detengono quote azionarie o incarichi gestionali) a designare alcuni membri della stessa come rappresentanti nell'impresa. Gli obiettivi della famiglia allargata (es. la preservazione del patrimonio, il mantenimento dell'unità familiare, i valori reputazionali, etc.) possono divergere da quelli degli azionisti familiari individuali, generando tensioni che possono minacciare la coesione familiare e, in ultima analisi, la stessa continuità aziendale.

Una seconda teoria che permette di inquadrare i comportamenti delle imprese familiari è la *stewardship theory*, sviluppata da Donaldson e Davis (1991) e da Davis, Schoorman e Donaldson (1997).

Questa propone una visione alternativa e complementare rispetto alla teoria dell'agenzia andando ad identificare una categoria diversa di manager, nonché il cosiddetto *steward* (custode) che non persegue la massimizzazione della propria utilità individuale, ma si comporta in modo altruistico, orientando le proprie scelte al bene collettivo dell'organizzazione e dei suoi stakeholder.

Lo steward non è un individuo che ignora il benessere individuale, ma è un soggetto la cui struttura motivazionale fa sì che le scelte aziendali siano intrinsecamente allineate ad un numero maggiore di stakeholder. Le sue motivazioni derivano dai valori come il senso del dovere, l'identità familiare, la responsabilità verso i dipendenti e le comunità locali, la volontà di tramandare l'eredità familiare. La conseguenza pratica è che i costi del controllo necessari per allineare il comportamento del custode agli obiettivi del principale sono trascurabili o nulli, di conseguenza la governance diventa un problema di *empowerment* anziché di controllo (Donaldson & Davis, 1991).

La *stewardship theory* trova nella realtà dell'impresa familiare uno dei suoi contesti applicativi più adatti; infatti, il legame emotivo profondo tra famiglia e impresa configura un profilo motivazionale tipicamente *stewardship-oriented* (Passeri & Mazzi, 2012). Come osservano Corbetta e Salvato (2004), questa attitudine è particolarmente pronunciata nelle imprese familiari, dove il legame emotivo tra famiglia e attività d'impresa non deriva solo dalle scelte presenti, ma anche quelle future come, ad esempio, quelle relative alla successione imprenditoriale.

Miller e Le Breton-Miller (2006) hanno identificato tre fenomeni di manifestazioni della *stewardship* nelle imprese familiari: in primo luogo, la longevità e l'orientamento di lungo periodo, che si traduce in investimenti strategici e una minore sensibilità alle pressioni di breve termine; in secondo luogo, il legame con i collaboratori e la creazione di un ambiente di lavoro stabile; in terzo luogo, le relazioni consolidate con fornitori, clienti, banche e comunità locali.

Questi comportamenti generano vantaggi concreti e misurabili. Sul fronte del debito, Anderson, Mansi e Reeb (2003) evidenziano come la proprietà familiare sia associata a costi del debito più bassi, poiché i finanziatori percepiscono la famiglia come una controparte meno rischiosa. Sul fronte delle relazioni con i dipendenti, Sraer e Thesmar

(2007) affermano che offrendo una sicurezza occupazionale implicita ai lavoratori in cambio di stipendi più bassi, permetta alle imprese di sviluppare competenze superiori e aumentare la produttività del lavoro. Sul fronte della remunerazione, le famiglie imprenditoriali sono disposte a sacrificare rendimento finanziario pur di preservare il valore socio-emotivo come la reputazione, il legame affettivo, l'influenza sociale e la continuità dinastica a favore di una politica dei dividendi moderata e scelte finanziarie conservative (Gomez-Mejia et al., 2007).

La terza e ultima teoria individuata viene detta “basata sulle risorse”, o *Resource-Based View* (RBV), originariamente elaborata da Penrose (1959) e successivamente sviluppata da Wernerfelt (1984), Barney (1991) e Prahalad e Hamel (1990), e si propone di spiegare le differenze di performance tra imprese non in funzione del settore di appartenenza o delle condizioni di mercato, ma delle risorse e competenze che esse detengono.

Secondo questo framework, il vantaggio competitivo sostenibile deriva dalla disponibilità di risorse che siano simultaneamente preziose (generano valore per il cliente), rare (non largamente disponibili tra i concorrenti), inimitabili (difficilmente replicabili per via della loro natura tacita, storicamente complessa o socialmente radicata) e non sostituibili (non rimpiazzabili da risorse alternative).

Tra le risorse distintive dell'impresa familiare, Sirmon e Hitt (2003) individuano nel capitale “sociale” la componente più strategicamente rilevante (da non confondere con il capitale sociale rappresentato dalla somma dei conferimenti effettuati dai soci al momento della costituzione di una società). La famiglia, infatti, permette di creare relazioni di fiducia tra individui e organizzazione difficilmente replicabili, e la creazione di norme condivise associate a reciprocità e coordinamento informale, permette di ridurre i costi di transazione interni ed esterni (Nahapiet & Ghoshal, 1998).

Sul piano esterno, il capitale “sociale” dell'impresa familiare si manifesta nelle relazioni privilegiate con banche, fornitori, clienti e istituzioni locali, costruite nel corso di decenni di relazioni commerciali e personali. Sul piano interno, si traduce nella capacità di coordinare il lavoro in modo informale, riducendo la necessità di meccanismi formali di controllo e accelerando i processi decisionali. In entrambi i casi, si tratta di risorse intangibili che soddisfano pienamente i criteri della RBV.

Un ulteriore vantaggio competitivo analizzabile attraverso la lente della RBV è il ruolo della conoscenza tacita. Introdotta da Polanyi (1966), la conoscenza tacita valorizzata dalla letteratura manageriale a partire da Nonaka e Takeuchi (1995) è quella forma di

sapere non codificabile né trasmissibile attraverso manuali o procedure formali, ma interiorizzata attraverso l'esperienza diretta e la pratica condivisa. Nelle imprese familiari, essa si accumula attraverso generazioni di coinvolgimento diretto nel processo produttivo, nelle relazioni con i clienti e nella gestione delle risorse umane, costituendo un patrimonio cognitivo difficilmente imitabile.

Il trasferimento intergenerazionale di questa conoscenza tacita è uno dei processi più complessi e critici nella vita di un'impresa familiare, e considerata la grande quantità di tempo per trasmetterla, il tutto avviene in modo graduale, attraverso la partecipazione delle generazioni più giovani alla vita aziendale e l'affiancamento progressivo ai ruoli decisionali. Quando questo funziona efficacemente, l'impresa può preservare e accumulare nel tempo un patrimonio di competenze che un'impresa non familiare difficilmente riuscirebbe a replicare.

La rassegna di queste tre principali teorie mette in luce che nessuna di esse, se presa singolarmente, sia sufficiente a spiegare la complessità del modello familiare. Come sottolineano Passeri e Mazzi (2012), la teoria dell'agenzia, la teoria della *stewardship* e la teoria basata sulle risorse appaiono in apparente contraddizione quando applicate separatamente, ma si rivelano complementari non appena si adotta una visione di insieme. Le tre prospettive descrivono tre aspetti coesistenti della medesima realtà, ossia l'impresa familiare è simultaneamente esposta a rischi di agenzia specifici, potenzialmente governata da manager-custodi orientati al bene collettivo, e fonte di risorse intangibili difficilmente imitabili dall'esterno. Quale di questi aspetti prevalga in una specifica impresa dipende dalla qualità delle strutture di governance adottate, dalla composizione e coesione della famiglia, e dal contesto istituzionale di riferimento, questioni che verranno trattate nei paragrafi seguenti.

#### **1.4 Problemi di governance tipici delle imprese familiari**

I paragrafi precedenti hanno delineato il profilo teorico delle imprese familiari, mettendone in luce tanto le potenzialità quanto le vulnerabilità strutturali. Il presente paragrafo si concentra sulle disfunzioni di governance che emergono quando il confine tra sistema-famiglia e sistema-impresa non è adeguatamente presidiato, traducendosi in comportamenti patologici che minacciano la continuità aziendale e allontanano gli investitori esterni.

Il problema fondamentale emerge quando le priorità familiari, diverse da quelle di altri stakeholders (azionisti di minoranza, creditori, dipendenti, investitori potenziali, etc.) sfociano in decisioni sfavorevoli per questi ultimi, minando così l'attrattiva verso investitori esterni e mettendo a rischio la continuità aziendale.

La prima categoria di disfunzioni di governance nelle imprese familiari deriva paradossalmente da una delle sue virtù più celebrate, nonché il legame affettivo profondo che unisce i familiari all'impresa. Quando questo legame si traduce in altruismo parentale, ovvero nella tendenza del fondatore o del leader familiare a favorire i propri parenti nelle posizioni apicali indipendentemente dalle loro competenze, si genera il fenomeno del nepotismo, con conseguenze dirette sulle performance e sulla qualità della governance aziendale.

Daspit et al. (2018) sottolineano come l'altruismo nelle imprese familiari sia un meccanismo a doppio taglio; infatti, se presente in misura moderata, esso favorisce la coesione familiare e riduce i costi di transazione interni; al contrario, quando non è bilanciato da criteri meritocratici chiari, esso degenera in distorsioni comportamentali. Questi ultimi, definiti *holdup problem* da Schulze e Zellweger (2016), consistono nella tendenza di manager-proprietari di monopolizzare il processo decisionale e attuare strategie idiosincratiche come, ad esempio, limitare la capacità produttiva o privilegiare processi produttivi unici rispetto ad altri ampiamente noti e collaudati.

Per ultimo va nominato anche il fenomeno del *free-riding*, che si manifesta tipicamente nelle generazioni successive a quella del fondatore, in particolare quando la compagine azionaria si è ampliata (seppure all'interno della stessa famiglia). I soci che non partecipano attivamente alla gestione possono essere tentati di estrarre rendite dalla propria posizione senza contribuire alla creazione del valore, e Mandl (2008) documenta come questa dinamica sia una delle cause principali del deterioramento delle performance nelle imprese familiari a partire dalla seconda/terza generazione.

Il conflitto tra azionisti controllanti familiari e azionisti di minoranza costituisce oggi, e in misura crescente nei prossimi anni, il problema di governance più visibile e documentato nelle imprese familiari, in particolar modo in quelle quotate o che hanno venduto parte delle proprie quote ad investitori esterni. Come illustrato nel paragrafo 1.3, Villalonga et al. (2015) lo definiscono Problema di Agenzia II, ossia l'azionista familiare, forte della propria posizione di controllo, può estrarre benefici privati a danno dei soci di minoranza, attraverso una varietà di meccanismi più o meno trasparenti.

Shleifer e Vishny (1997) hanno formalizzato questo problema argomentando come uno dei principali rischi da affrontare per gli investitori di minoranza sia la propensione del “primo” azionista ad utilizzare gli strumenti di controllo a sua disposizione per indirizzare risorse aziendali verso i propri interessi e verso quelli della famiglia. Le manifestazioni più comuni di questo fenomeno includono: l'esecuzione di transazioni con parti correlate a condizioni non concorrenziali (ad esempio la tendenza ad acquistare da fornitori vicini o di proprietà della famiglia a prezzi superiori), la remunerazione eccessiva dei familiari impiegati nell'impresa, e nei casi più gravi il cosiddetto *tunneling*, ovvero il trasferimento diretto di risorse dall'impresa verso entità collegate al controllo della famiglia.

Gómez-Mejía, Larraza-Kintana e Makri (2001) hanno documentato empiricamente come nelle imprese familiari quotate la remunerazione degli executive familiari segua logiche diverse rispetto a quella degli executive non familiari. Tuttavia, non va dimenticato che questa apparente differenza viene compensata da condizioni di accesso al capitale dell'impresa non disponibili a manager esterni e azionisti di minoranza, risultando così in una remunerazione complessiva favorevole ai membri della famiglia.

Una terza categoria di disfunzioni di governance deriva dalla natura emotiva e soggettiva del legame familiare che tende ad influenzare i processi decisionali anche nei momenti in cui essi richiederebbero un approccio rigorosamente analitico. L'impresa familiare non è solo un sistema economico, ma è anche un sistema affettivo, e le decisioni strategiche fondamentali sono inevitabilmente condizionate da considerazioni di carattere emotivo, relazionale e identitario.

Gómez-Mejía et al. (2007) hanno dimostrato empiricamente che le famiglie imprenditoriali mostrano una avversione al rischio superiore rispetto alle imprese non familiari qualora si tratti di prendere decisioni puramente aziendali, mentre sono più propense ad assumere rischi elevati quando il controllo dell'impresa è messo in discussione. Questo comportamento porta a scelte strategiche subottimali, come il rifiuto di fusioni o acquisizioni potenzialmente valide che richiederebbero la diluizione del controllo familiare, o l'accettazione di condizioni di finanziamento sfavorevoli pur di evitare l'ingresso di investitori esterni.

Per ultimi, Dasgupt et al. (2018) evidenziano come la condivisione di una visione tra i membri della famiglia sia al tempo stesso un fattore di forza e una fonte di rischio; infatti, quando la visione è condivisa e orientata al bene comune, essa può costituire un potente meccanismo di allineamento degli obiettivi determinando una riduzione dei costi di

agenzia, mentre quando la visione è imposta autoritariamente dal fondatore, essa diventa un'ideologia che soffoca il dissenso interno e inibisce l'innovazione, allontanando i familiari che non riconoscono le scelte prese ai vertici aziendali.

Tra tutti i problemi di governance delle imprese familiari appena citati, la pianificazione e la gestione della successione è riconosciuta dalla letteratura come il momento più critico e il più frequentemente gestito in modo inadeguato. Mandl (2008) documenta come in molti Paesi europei, in particolar modo quelli dell'Europa centro-orientale che si affacciano per la prima volta alla sfida del passaggio generazionale, la mancanza di una pianificazione tempestiva e strutturata della successione sia la principale causa di fallimento delle imprese familiari (fallimento in senso ampio, non d'impresa).

Le ragioni della difficoltà sono molteplici. In primo luogo, molti fondatori faticano a pianificare la propria uscita dall'impresa, poiché essa coincide simbolicamente con una perdita di identità e di status difficile da accettare. Con riferimento a quest'ultimo punto, Mandl (2008) riporta che più di un decimo dei leader di imprese familiari dichiarano di non volersi ritirare mai, e un ulteriore quarto accetta solo un ritiro parziale. In secondo luogo, la scelta del successore è intrinsecamente conflittuale, e talvolta i criteri meritocratici sono in conflitto con logiche puramente familiari (fenomeno del nepotismo menzionato nel paragrafo 1.4).

Schulze e Zellweger (2016) analizzano il problema della successione attraverso la lente del cosiddetto *holdup problem*: il successore, una volta nominato, anche nel caso di performance deludenti, risulta difficile da sostituire per il timore di innescare un conflitto familiare, e questo meccanismo spiega perché nella maggior parte dei casi, la seconda e terza generazione produce risultati di gran lunga inferiori rispetto a quella del fondatore (Villalonga & Amit, 2006).

L'insieme delle disfunzioni di governance riprese da Bennedsen M. et al. (2007) e descritte nei periodi precedenti produce conseguenze negative cumulative sull'attrattività dell'impresa familiare verso gli stakeholder esterni, in particolare verso gli investitori istituzionali e i mercati dei capitali.

Il primo effetto è il cosiddetto *family discount*, nonché la sistematica penalizzazione della valutazione di mercato delle imprese familiari rispetto alle omologhe non familiari. Sebbene Villalonga e Amit (2006) abbiano dimostrato che questo sconto non è universale, esso emerge nelle imprese guidate dalle generazioni successive alla prima, in altre parole,

il mercato è capace di distinguere tra le diverse configurazioni di governance familiare e di conseguenza queste vengono prezzate in maniera differente.

Il secondo effetto riguarda il costo del capitale, dove le imprese familiari beneficiano generalmente di un minor costo del debito (Anderson, Mansi e Reeb (2003). Tuttavia, come argomentato da Shleifer e Vishny (1997), questo vale per imprese dotate di una governance ben strutturata e trasparente, e in ragione delle istituzioni presenti in un Paese, non grazie alla sola presenza della componente familiare.

Il terzo effetto è la difficoltà nell'attrarre management esterno di qualità. Le imprese familiari in cui le posizioni dirigenziali di rilievo sono sistematicamente riservate ai familiari, indipendentemente dalle competenze, offrono ai manager professionali orizzonti di carriera limitati e incentivi strutturalmente inferiori a quelli delle imprese non familiari. Tale evidenza appare inoltre in linea con le dinamiche retributive delle aziende a controllo familiare, solitamente meno elevate. La scelta di contenere i costi per i dirigenti appartenenti alla famiglia finisce, tuttavia, per limitare l'attrattività d'impresa, rendendola meno competitiva nel reperire e trattenere figure professionali di alto profilo provenienti dall'esterno. (Gómez-Mejía et al., 2001).

In definitiva, i problemi di governance delle imprese familiari non sono fenomeni residuali, ma sono la manifestazione strutturale delle tensioni intrinseche ad un modello organizzativo in cui la sfera familiare e quella aziendale si sovrappongono senza meccanismi adeguati a presidiarne i confini. La comprensione di queste disfunzioni è un presupposto necessario per valutare, nei paragrafi successivi, quali strumenti di governance adottare e in che misura questi permettono di influenzare le valutazioni di mercato.

## **1.5 Strumenti di governance, una struttura necessaria per la tutela dei soci**

Man mano che l'impresa cresce, la famiglia si allarga e la complessità organizzativa aumenta, di conseguenza la gestione informale e la governance implicita diventano progressivamente insufficienti. La necessità di dotarsi di strutture di governo formali e trasparenti, oltre ad essere una necessità per così dire "burocratica", rappresenta una condizione essenziale per la sopravvivenza e lo sviluppo sostenibile dell'organizzazione nel tempo. Infatti, un noto proverbio italiano, ampiamente condiviso tra i vari Paesi del

mondo, sostiene che “La prima generazione costruisce, la seconda mantiene, la terza distrugge”, e lo stesso sostiene un proverbio cinese che letteralmente recita “la *ricchezza non supera le tre generazioni*.”

Burak, Erdil e Altındağ (2016) sottolineano come l'adozione di principi di corporate governance abbia un impatto diretto e misurabile sulle performance aziendali, non soltanto in termini di protezione degli investitori di minoranza ma anche di miglioramento dei processi decisionali, riduzione dell'incertezza operativa e incremento della fiducia da parte degli stakeholder esterni. In questo senso, la governance non è un semplice vincolo normativo imposto dall'esterno, ma uno strumento strategico al servizio degli obiettivi di lungo periodo dell'impresa e della famiglia.

Il problema della sovrapposizione dei ruoli non è l'incompatibilità assoluta tra le diverse funzioni, infatti un fondatore-manager è un fenomeno normale e spesso virtuoso, ma la mancanza di meccanismi formali che regolino i confini tra le sfere d'azione e assicurino che le decisioni vengano assunte nel ruolo appropriato e con la prospettiva corretta.

Ang, Cole e Lin (2000) hanno documentato empiricamente come i costi di agenzia, misurati attraverso il rapporto tra ricavi e attività totali, e il tasso di rotazione degli asset, siano significativamente inferiori nelle imprese in cui proprietà e management coincidono rispetto a quelle con management esterno, ma aumentano all'aumentare del numero di azionisti esterni. Questo risultato suggerisce che la sovrapposizione tra proprietà e gestione riduce i costi di monitoraggio nella fase iniziale, ma che il progressivo aumento della compagine azionaria genera pressioni crescenti verso strutture di governance più formali e trasparenti. In particolare, questo fenomeno è frequente quando sorge la necessità di effettuare il passaggio generazionale.

Stewart e Hitt (2012) hanno esaminato come il passaggio da una governance basata sulla fiducia personale e sulle relazioni familiari ad una fondata su procedure, ruoli e responsabilità, rappresenti un percorso non lineare, soggetto a resistenze e ricadute, in cui le famiglie devono confrontarsi con la perdita parziale del controllo diretto e facilitare l'accesso ad attori esterni. La sfida non è semplicemente di natura tecnico-organizzativa, ma profondamente culturale e richiede che la famiglia accetti di separare la propria identità emotiva dall'impresa affinché quest'ultima possa essere governata secondo criteri formali.

Partendo dal primo e più specifico degli organi di governance di cui le imprese familiari dovrebbero dotarsi, troviamo il Consiglio di Famiglia (*Family Council*). Come illustrato da

Villalonga et al. (2015), il Consiglio di Famiglia è l'organo che rappresenta il punto di contatto tra famiglia, consiglio di amministrazione e azionisti. Esso è un organo deliberativo ristretto che organizza l'azione collettiva della famiglia, ne sintetizza gli interessi e interagisce con gli organi aziendali.

Le funzioni del Consiglio di Famiglia sono molteplici e si estendono ben oltre il semplice coordinamento delle riunioni familiari. Esso si configura come un canale privilegiato per una comunicazione efficace e tempestiva tra i vari membri della famiglia e la sua funzione primaria è quella di colmare il divario informativo tra i manager, azionisti, familiari attivi e non attraverso incontri e riunioni in cui i membri non attivi nel business possono essere costantemente aggiornati sull'andamento dei risultati finanziari, sulle scelte del management, sulle direttrici strategiche e sulle sfide competitive poste dal mercato. Inoltre, il Consiglio si occupa di definire le condizioni di ingresso e uscita dalla compagine societaria, i criteri per la successione nella leadership e le modalità di trasferimento delle quote societarie.

In ultima istanza, esso costituisce il principale meccanismo di gestione istituzionale del Problema di Agenzia IV, che Villalonga et al. (2015) identificano come la criticità più specifica e peculiare delle imprese familiari, assente nelle omologhe non familiari.

Analizzando specificamente la governance nelle imprese familiari tedesche, Klein (2008) sottolinea come la presenza di organi formali di governance familiare riduca significativamente la probabilità di conflitti in momenti critici come ad esempio i passaggi generazionali, le decisioni di apertura del capitale o le crisi aziendali. Infatti, proprio perché viene riconosciuto un luogo istituzionale predefinito in cui tali conflitti possono essere affrontati, vengono evitate soluzioni improvvisate che possono sfociare in una rottura della compagine familiare o peggio con conseguenze legali. In assenza di questi meccanismi, i conflitti tra soci nelle imprese familiari tendono a maturare in silenzio, alimentati da rancori non espressi, fino a deflagrare in crisi che mettono a rischio la continuità aziendale.

Un secondo organo che le imprese familiari di seconda e successiva generazione hanno progressivamente istituito è il *family office*, una struttura dedicata alla gestione del patrimonio familiare. Come osserva Wessel et al. (2014), il *family office* si configura, in termini teorici, come un meccanismo di governance che si sovrappone e integra le strutture formali dell'impresa, operando al confine tra il sistema-famiglia e il sistema-patrimonio; infatti, esso non governa direttamente l'impresa, ma disciplina la relazione

tra la famiglia e le proprie risorse finanziarie, riducendo i costi di agenzia derivanti dalla dispersione del patrimonio.

Le funzioni del *family office* spaziano dagli investimenti collettivi della famiglia alla pianificazione fiscale e legale dei singoli soci, dall'attività filantropica alla gestione di *private equity*, fino all'organizzazione delle assemblee familiari e all'educazione finanziaria degli azionisti. Come struttura, il *family office* si articola in due modelli principali; da un lato il *single family office* (SFO) dedicato ad un'unica famiglia, dall'altro il *multi-family office* (MFO) che aggrega più famiglie condividendo costi e infrastrutture. Secondo i dati dell'EY Family Office Guide (2016) si contano oggi oltre 10.000 SFO a livello globale, a testimonianza di una forte crescita che riflette l'espansione del patrimonio delle famiglie imprenditoriali e la progressiva complessità delle esigenze di gestione.

Dal punto di vista della teoria dell'agenzia, il *family office* svolge una funzione analoga a quella dei meccanismi di monitoraggio e incentivazione descritti da Jensen e Meckling (1976), ossia rendere più disciplinata e trasparente la relazione tra la famiglia in quanto collettivo proprietario e il patrimonio che essa detiene, riducendo i rischi di comportamenti opportunistici, di libero accavallarsi delle decisioni individuali e di conflitti in generale. In questo senso, esso non sostituisce il Consiglio di Famiglia né il Consiglio di Amministrazione, ma opera come raccordo operativo tra i due; quindi, esegue le decisioni strategiche del Consiglio di Famiglia in materia patrimoniale e fornisce al Consiglio di Amministrazione dell'impresa familiare informazioni sulla situazione finanziaria complessiva, contribuendo a ridurre l'asimmetria informativa tra famiglia e management.

Un ulteriore organo di governance che tendenzialmente viene adottato da parte di imprese familiari di grandi dimensioni è l'Assemblea di Famiglia (*Family Assembly*). Operando in stretta sinergia con il Consiglio di Famiglia ma con una funzione distinta, esso rappresenta il veicolo attraverso cui tutti i membri della famiglia, inclusi coloro che non ricoprono alcun ruolo attivo nell'impresa, possono partecipare alla vita del sistema familiare almeno una volta all'anno. Il Consiglio di Famiglia opera in rappresentanza dell'assemblea nel corso dell'anno e riferisce periodicamente alla platea allargata sui progressi compiuti, sulle decisioni assunte e sulle questioni strategiche aperte, consultando la famiglia su orientamenti e preferenze. Detto questo, le attività che vengono svolte da parte di questa istituzione possono essere integrate all'interno dello stesso

Consiglio di Famiglia, in particolare quando l'impresa e la compagine familiare sono di dimensioni ridotte.

Tra gli strumenti di governance familiare di più alto profilo troviamo la Costituzione di Famiglia, denominata anche *family protocol* nella tradizione iberica o *family constitution/code of conduct* nella letteratura anglosassone (Suess, 2014). Come illustra Poza (come citato in Credit Suisse, 2017), essa è il documento attraverso cui le famiglie imprenditoriali multigenerazionali rendono esplicite le politiche, le linee guida e i principi che regoleranno i rapporti tra i soci familiari, i manager e gli altri stakeholder dell'impresa. Pur non avendo, nella generalità dei casi, forza legale vincolante rispetto alle materie che disciplina, essa esercita un'influenza determinante sui documenti giuridici formali dell'impresa (es. statuto societario, patti parasociali, etc.) orientando l'interpretazione e la redazione in coerenza con la volontà e i valori della famiglia.

Suess (2014), richiamando Berent-Braun e Uhlaner (2012) nonché Neubauer e Lank (1998), riporta come questo accordo normativo prenda forma a partire dalla mission e vision della famiglia, e finisca poi per disciplinare i meccanismi di trasferimento delle quote, la politica dei dividendi, la composizione e le funzioni del Consiglio di Amministrazione. Il tutto definendo delle regole generali, e non delineando delle strategie operative. In quanto accordo volontario e partecipato, la Costituzione di Famiglia assolve una funzione preventiva rispetto ai conflitti, andando a trasformare aspettative implicite in regole esplicite, riducendo lo spazio per interpretazioni e per tensioni latenti che, in assenza di un quadro condiviso, tendono a verificarsi in momenti di instabilità dei rapporti familiari o di stress finanziario (Suess, 2014; Poza, come citato in Credit Suisse, 2017).

Uno degli sviluppi più rilevanti nella governance delle imprese familiari, in particolar modo per quelle quotate o che aspirano ad accedere ai mercati dei capitali, è il crescente riconoscimento del valore strategico dell'inserimento di consiglieri indipendenti nel board. La presenza di amministratori privi di legami familiari o di conflitti di interesse con la famiglia controllante svolge una duplice funzione: una funzione interna di monitoraggio, e una funzione esterna di segnalazione della qualità della governance a investitori esterni e al mercato.

Sul piano interno, i consiglieri indipendenti portano nel board competenze settoriali acquisite nel tempo che la famiglia non sempre possiede al proprio interno, e questo contribuisce a ridurre l'eccessiva autoreferenzialità del board a composizione esclusivamente familiare. Tali figure inoltre svolgono una funzione di monitoraggio sul

vertice familiare, e sottopongono le decisioni strategiche ad una valutazione indipendente e neutra rispetto alle dinamiche affettive familiari, garantendo un maggiore allineamento con gli obiettivi della pluralità dei soci.

Sul piano esterno, il *signal effect* è di primaria importanza nell'accesso al mercato dei capitali. Burak et al. (2016) evidenziano come una composizione bilanciata del board (membri della famiglia e soggetti esterni) migliori la percezione dell'impresa da parte degli investitori istituzionali, riducendo il cosiddetto *family discount*. Gli investitori istituzionali, vincolati da mandati fiduciari stringenti, tendono a richiedere governance robuste come preconditione per investire in imprese familiari, particolarmente nelle fasi di apertura del capitale, di collocamento in borsa o di emissione di strumenti di debito sul mercato obbligazionario.

Anderson e Reeb (2004) trovano una relazione positiva tra indipendenza del board e performance nelle imprese familiari americane; infatti, il board si configura come un meccanismo capace di attenuare i Problemi di Agenzia I e II simultaneamente proteggendo gli azionisti dagli abusi del management da un lato, e proteggendo gli azionisti di minoranza dall'estrazione di benefici privati dall'altro.

Ad arricchire la letteratura circa la composizione del board è Klein (2008) che evidenzia come quest'ultima non sia un fattore esogeno, ma il risultato di una scelta strategica della famiglia. Infatti, le famiglie che decidono volontariamente di nominare membri indipendenti inviano un segnale credibile di impegno verso una gestione professionale e trasparente dell'impresa.

La prospettiva che emerge dalla rassegna della letteratura e dall'esistenza di diversi organi di governance è quella di un sistema di governance integrato, in cui i diversi organi e strumenti non operano in *silos*, ma si intrecciano affinché venga mantenuto un equilibrio nella gestione familiare-aziendale.

In definitiva, investire nella strutturazione degli organi di governance è un atto di coscienza strategica e significa riconoscere che la famiglia non può essere al tempo stesso giocatore, arbitro e spettatore nella medesima partita.

## **1.6 Il patto di famiglia e i patti parasociali: strumenti per la continuità e il controllo**

Gli strumenti e gli organi di governance precedentemente illustrati creano la struttura istituzionale all'interno della quale l'impresa può crescere e, di conseguenza, migliorare anche le proprie relazioni con i soggetti esterni. Nonostante ciò, per affrontare le crescenti sfide quotidiane le imprese familiari hanno a disposizione due ulteriori strumenti giuridici: il Patto di Famiglia, introdotto nell'ordinamento italiano dalla Legge n. 55 del 14 febbraio 2006, e i patti parasociali, che trovano la propria collocazione normativa nell'art. 122 del T.U.F. (D.Lgs. 58/1998) e nell'art. 2341-bis del codice civile (Moro Visconti, 2018). Il Patto di Famiglia, disciplinato dagli artt. 768-bis e seguenti del Codice civile, è un contratto con cui l'imprenditore trasferisce, in tutto o in parte, la propria azienda a uno o più discendenti, con il contestuale coinvolgimento del coniuge e degli altri legittimari (Moro Visconti, 2018). L'obiettivo fondamentale dell'istituto è consentire il trasferimento anticipato dell'impresa di famiglia al successore prescelto, neutralizzando in via preventiva i potenziali conflitti successori che altrimenti si sarebbero manifestati soltanto al momento del decesso dell'imprenditore.

Le imprese familiari che adottano e periodicamente aggiornano questo strumento, rispetto a quelle che lo ignorano, affrontano i momenti di transizione con maggiore consapevolezza e con un'assegnazione di ruoli, diritti e doveri frutto di decisioni formalizzate, oltre alle reazioni emotive che emergono nei momenti di crisi (Moro Visconti, 2018).

Sul piano contenutistico, il Patto di Famiglia va tuttavia distinto dallo strumento citato al paragrafo 1.5, ossia la cosiddetta *Family Constitution*. Quest'ultima, infatti, non è un contratto in senso tecnico-giuridico, ma un patto di natura prevalentemente morale, etica, e organizzativa, che stabilisce i principi fondamentali della governance del gruppo familiare.

Il contenuto tipico di un patto di famiglia nel senso lato si articola attorno a tre nuclei tematici principali che corrispondono alle dimensioni fondamentali dell'interazione tra famiglia e impresa: la governance del gruppo, la proprietà e la politica di remunerazione. A livello di governance, il patto stabilisce la struttura degli organi di raccordo tra famiglia e impresa (Assemblea e Consiglio di Famiglia) e degli organi istituzionali (Consigli di Amministrazione della holding e delle operative). Il Consiglio di Famiglia, come descritto

da Moro Visconti (2018), garantisce l'unità familiare, monitora l'andamento del gruppo, risolve i conflitti di governance, nomina il CdA della holding e orienta le decisioni strategiche (apertura capitale, dismissioni). Il CdA della holding collega la proprietà al gruppo, sovrintende la direzione strategica e assicura un rapporto obiettivo con i revisori esterni. Cruciale è la composizione del CdA, dove la presenza di almeno un membro esterno, professionale e indipendente, permette di dare un *segnale* positivo ad azionisti e investitori (Burak et al., 2016; Villalonga et al., 2015).

Sul piano della proprietà, il patto regola il trasferimento delle partecipazioni per mantenere il controllo in famiglia ed evitare l'ingresso di terzi. Gli strumenti chiave sono: diritto di prelazione (priorità di offerta agli altri soci), clausole di gradimento (approvazione per nuovi soci) e previsioni per successione/donazione (esenzione dalla prelazione per coniuge/figli, ma gradimento per esterni). Rilevante è anche il diritto di seguito (*go-along option*), che permette ai soci di minoranza di vendere alle stesse condizioni negoziate dalla maggioranza, tutelandoli da espropriazioni.

Sul piano della remunerazione, il patto definisce la politica dei dividendi bilanciando le aspettative dei soci con le esigenze di sviluppo, stabilisce la remunerazione dei familiari impiegati in azienda, e spesso istituisce una riserva di liquidità per facilitare l'uscita dei soci che intendono vendere la partecipazione (Moro Visconti, 2018).

Il secondo strumento giuridico a sostegno della governance di un'impresa familiare sono i patti parasociali. Essi sono accordi tra soci che regolano l'esercizio dei diritti sociali, in particolare del diritto di voto, al di fuori dello statuto societario e con effetti vincolanti esclusivamente tra i sottoscrittori, non nei confronti della società o dei terzi (Moro Visconti, 2018). Essi costituiscono lo strumento privilegiato per garantire la stabilità del controllo familiare, specialmente in presenza di una compagine azionaria frammentata tra più rami familiari, ciascuno dei quali potrebbe individualmente detenere una quota insufficiente a esercitare un'influenza determinante sulle decisioni aziendali.

I patti parasociali si articolano tradizionalmente in due tipologie principali: i sindacati di voto (*voting trusts*) impegnano i soci aderenti a esercitare il diritto di voto in modo concertato e preventivamente concordato, seguendo le indicazioni del Consiglio di Famiglia o di un organo designato dal patto (questo meccanismo è particolarmente prezioso nelle fasi di passaggio generazionale), mentre i patti di *lock-up* (sindacati di blocco) vietano ai soci aderenti di cedere le proprie partecipazioni per un determinato

periodo di tempo senza il consenso degli altri firmatari, preservando la stabilità della compagine azionaria (Moro Visconti, 2018).

Come sostenuto da Moro Visconti (2018), in presenza di apertura del capitale a soci terzi esterni alla famiglia, i soci familiari predisporranno appositi patti parasociali che salvaguardino il controllo della holding attraverso il ricorso a sindacati di voto e di blocco. Questa logica è coerente con gran parte della letteratura sulla struttura proprietaria delle imprese familiari quotate (Faccio & Lang, 2002; Villalonga & Amit, 2006) che documenta come le famiglie proprietarie ricorrano sistematicamente a meccanismi di amplificazione del controllo (azioni a voto multiplo, strutture piramidali, patti parasociali) per mantenere un'influenza decisiva anche con quote capitale inferiori alla maggioranza.

In definitiva, i patti di famiglia e i patti parasociali non sono semplici strumenti tecnico-giuridici, ma sono il riflesso tangibile di una scelta strategica fondamentale: dare un segnale di affidabilità verso l'esterno. Questi strumenti, capaci di normare le relazioni economico-familiari tipiche delle imprese familiari, costituiscono la premessa per il capitolo successivo. In esso, verrà analizzato il concetto di *Investment Readiness*, l'influenza di una governance trasparente, e altri aspetti che impattano positivamente sulla valutazione d'impresa.

## **Capitolo 2 – Il nesso tra governance, performance finanziaria e attrattività d'impresa**

### **2.1 Considerazioni contabili sulle imprese familiari italiane**

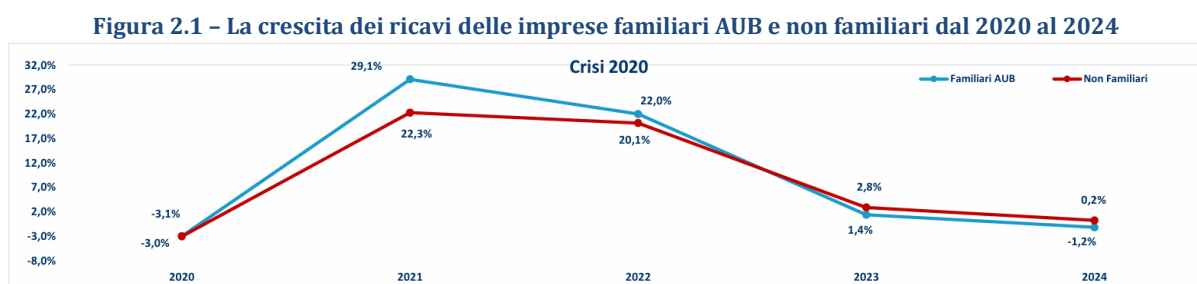
Il primo capitolo ha delineato le fondamenta teoriche dell'impresa familiare illustrandone le definizioni, le teorie interpretative e le tensioni di governance che emergono dall'intreccio famiglia-management-impresa. Questo capitolo si propone di compiere un passaggio logico necessario, ossia tradurre l'inquadramento teorico sul piano della valutazione di mercato, individuando se e in che misura le caratteristiche peculiari delle imprese familiari si riflettono nei prezzi che gli investitori sono disposti a pagare per acquisirne una quota di capitale.

La domanda di fondo è apparentemente semplice; ossia, come valuta il mercato le imprese familiari? L'evidenza empirica rivela che la risposta non è univoca, ma dipende in larga parte dalla configurazione specifica di governance adottata, da chi occupa i vertici dell'impresa e dalla qualità dei meccanismi attraverso cui l'impresa comunica con i propri investitori.

Prima di entrare nel merito dei meccanismi di valutazione, è utile inquadrare le performance contabili raggiunte delle imprese familiari italiane sulla base dei dati più aggiornati. L'Osservatorio AUB, promosso da AIDAF, UniCredit e dalla Cattedra AIDAF-EY di Strategia delle Aziende Familiari dell'Università Bocconi, monitora tutte le aziende familiari italiane che hanno superato la soglia di fatturato di 20 milioni di euro. Nella sua XVII edizione, l'Osservatorio ha incluso tutte le aziende che hanno superato tale soglia al 31 dicembre 2023, per un totale di 23.578 unità, di cui 15.568 a controllo familiare, pari al 66,0% della popolazione complessiva. Questo dato conferma quanto già osservato nel primo Capitolo in merito alla pervasività della struttura familiare nel tessuto produttivo nazionale, e fornisce la cornice demografica entro cui collocare le evidenze di performance che seguono.

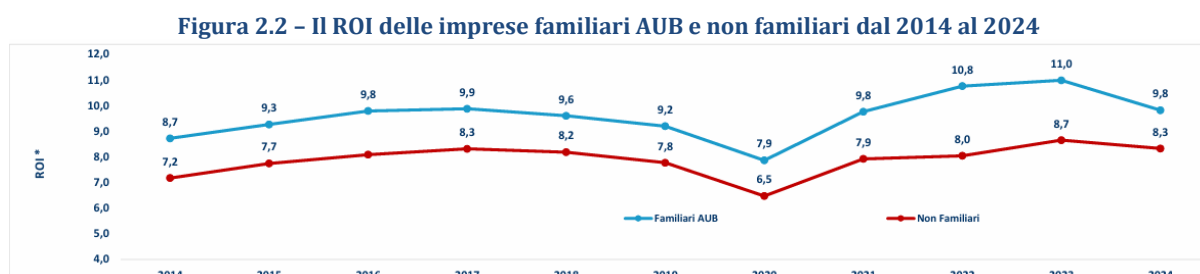
Sul piano della crescita dei ricavi, le evidenze della XVII edizione dell'Osservatorio AUB mostrano come, dopo il forte rimbalzo registrato nel biennio immediatamente successivo alla crisi pandemica, la crescita delle aziende familiari italiane abbia intrapreso una fase di normalizzazione. La recente dinamica dei ricavi delle imprese familiari appare simile a quella del periodo post-2009, caratterizzata da una rapida ripresa iniziale seguita da un progressivo rallentamento. Detto questo, nel 2023 e 2024 il tasso di crescita dei ricavi

delle aziende familiari era inferiore a quello delle aziende non familiari (dell'1,4% in entrambi gli anni - Figura 2.1).



Fonte: Quarato, F., & Salvato, C. (2026). XVII Osservatorio AUB: Le performance delle aziende familiari italiane. Cattedra AIDAF-EY di Strategia delle Aziende Familiari, Università Bocconi.

Ancor più rilevante, anche ai fini della presente analisi, è la dimensione della redditività operativa. Nel 2024, la redditività operativa (ROI) delle aziende familiari registrò una lieve flessione rispetto all'anno precedente (9,8% rispetto all'11,0%), rappresentando la prima flessione dal 2020 dopo tre anni consecutivi di crescita. Detto questo, la redditività operativa rimase su livelli superiori a quelli pre-Covid (9,2%), evidenziando una sostanziale capacità di tenuta dei margini operativi in un contesto di crescente incertezza economica. Tale tenuta assume un significato particolare se confrontata con l'andamento delle aziende non familiari; infatti, queste ultime hanno registrato nell'ultimo decennio tassi di redditività operativa inferiori in tutti gli anni (Figura 2.2).

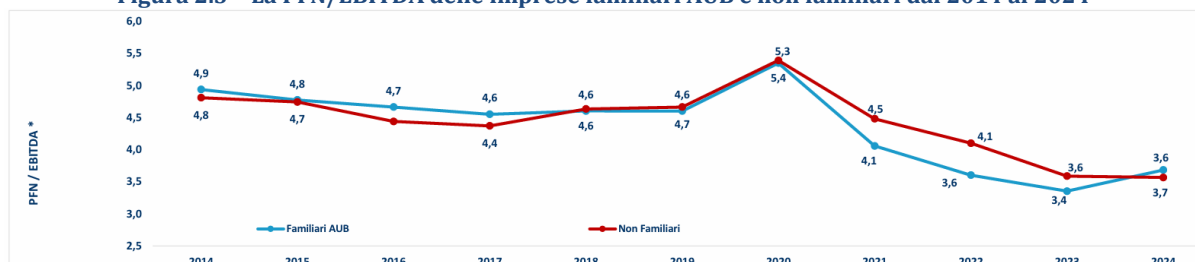


Fonte: Quarato, F., & Salvato, C. (2026). XVII Osservatorio AUB: Le performance delle aziende familiari italiane. Cattedra AIDAF-EY di Strategia delle Aziende Familiari, Università Bocconi.

Sul piano della solidità patrimoniale, i dati più recenti confermano un quadro complessivamente positivo nel periodo post-Covid mostrando un rapporto di indebitamento (totale attivo/patrimonio netto) in continua riduzione. Tuttavia, un segnale di prudenza emerge sul fronte della capacità di rimborso del debito: dopo aver raggiunto i minimi storici nel 2023, nel 2024 il rapporto PFN/EBITDA delle aziende

familiari era in lieve risalita, interrompendo la tendenza discendente osservata negli anni precedenti e superando i valori registrati dalle imprese non familiari (Figura 2.3).

**Figura 2.3 – La PFN/EBITDA delle imprese familiari AUB e non familiari dal 2014 al 2024**



Fonte: Quarato, F., & Salvato, C. (2026). *XVII Osservatorio AUB: Le performance delle aziende familiari italiane*. Cattedra AIDAF-EY di Strategia delle Aziende Familiari, Università Bocconi.

Il quadro appena delineato suggerisce che le imprese familiari italiane abbiano attraversato la fase post-pandemica con una struttura finanziaria più robusta rispetto al periodo pre-Covid, e che continuino ad esprimere livelli di redditività operativa sistematicamente superiori rispetto alle aziende non familiari. Eppure, come si documenta nei paragrafi seguenti, questa superiorità operativa non si traduce automaticamente in una valutazione di mercato più elevata; infatti, il mercato non si limita a guardare ai numeri di bilancio correnti, ma sconta anche una serie di variabili qualitative (la struttura del controllo, la qualità della governance, le prospettive future, etc.) che determinano se l'impresa familiare venga percepita come un'opportunità o un rischio.

## 2.2 Dal *family discount* al premio di governance

L'investitore istituzionale che valuta l'opportunità di investire in un'impresa familiare si trova di fronte ad un *trade-off* che ripercorre tutti gli elementi documentati nel primo Capitolo.

Dal punto di vista dei benefici, Anderson e Reeb (2003) mostrano, su un campione di 403 imprese dell'S&P 500 nel periodo 1992-1999, che le imprese a controllo familiare offrono performance contabili e di mercato significativamente superiori rispetto alle omologhe non familiari. Questo risultato, controintuitivo rispetto alla ipotesi dello stesso studio, spiega come attraverso i meccanismi di allineamento degli incentivi, la concentrazione del patrimonio familiare nell'impresa, l'orizzonte temporale multigenerazionale e la reputazione della famiglia permettono di mirare alla massimizzazione del valore di lungo periodo. Le famiglie fondatrici, in particolare, detengono in media il 69% della propria

ricchezza nell'impresa di famiglia, il che le rende particolarmente motivate verso una gestione professionale (Anderson & Reeb, 2003).

Dal punto di vista dei rischi, tuttavia, gli stessi elementi che permettono di creare dei benefici costituiscono anche la principale fonte di preoccupazione per l'investitore di minoranza e in ultima istanza per i nuovi entranti. Villalonga e Amit (2006), analizzando le imprese Fortune 500 nel periodo 1994-2000, mostrano che quando i discendenti prendono le redini dell'impresa familiare, il valore d'impresa diminuisce a causa degli effetti combinati di nepotismo e minor competenza manageriale rispetto alle generazioni precedenti.

Dunque, il quadro che emerge per l'investitore istituzionale è quello di una asset class intrinsecamente eterogenea, in cui l'identità del leader, la qualità della governance e la struttura di controllo determinano in modo preponderante se l'impresa familiare rappresenti un'opportunità di creazione di valore o un rischio di espropriazione.

Passando ora al concetto di *family discount*, quest'ultimo rappresenta la sistematica penalizzazione della valutazione di mercato delle imprese familiari rispetto alle omologhe non familiari comparabili per settore, dimensione e profilo finanziario. Esso rappresenta il prezzo che il mercato associa all'incertezza derivante dal mix tra interessi familiari e obiettivi aziendali, dal rischio di espropriazione delle minoranze e dalla opacità informativa.

Granata e Chirico (2010), attraverso lo studio delle operazioni di acquisizione nel settore Food & Drink avvenute in Europa tra il 2000 e il 2008, e confrontando i multipli EV/EBIT ed EV/EBITDA di imprese familiari e non familiari, hanno rilevato che le imprese familiari vengono acquisite con un *discount* medio del 16% (mediana del 5%) rispetto alle omologhe non familiari e questo risultato è particolarmente rilevante perché il campione è composto da imprese con margini EBITDA e EBIT simili: questo significa che la penalizzazione azionaria non riflette una performance operativa/contabile inferiore, ma esclusivamente la percezione negativa del mercato nei confronti della struttura proprietaria (Granata & Chirico, 2010).

Un ulteriore contributo relativamente alla valutazione delle imprese familiari deriva da Villalonga e Amit (2006). Questi ultimi hanno individuato come nel contesto delle imprese quotate, le imprese familiari guidate dal fondatore-CEO scambiano ad un Tobin's q (rapporto tra il valore di mercato dell'impresa e il valore di sostituzione dei suoi asset) significativamente superiore rispetto alle non familiari (fenomeno del *founder premium*),

mentre quando a guidare l'impresa sono gli eredi il valore scende sistematicamente, dando forma al cosiddetto *family discount*. Inoltre, Gama e Galvão (2012), confermando quanto già evidenziato da Villalonga e Amit (2006), documentano come le imprese familiari che adottano meccanismi di controllo amplificato (azioni a doppio voto, strutture piramidali) soffrano di valutazioni inferiori rispetto a quelle che non ne fanno uso, a conferma che il mercato prezza i rischi di espropriazione connessi alla separazione tra diritti di proprietà e diritti di voto (Problema di Agenzia II).

Un contesto straordinario per osservare il fenomeno del *family discount* è quello dell'offerta pubblica iniziale (IPO), in cui la famiglia si posiziona per la prima volta nel mercato pubblico per raccogliere capitale. Leitterstorf e Rau (2014), su un campione di 153 IPO tedesche tra il 2004 e il 2011, documentano come le imprese familiari mostrino un livello di *underpricing*, ovvero la differenza tra il prezzo di offerta e il prezzo di chiusura del primo giorno di contrattazioni, mediamente 10 punti percentuali superiore rispetto alle non familiari. I risultati non sono necessariamente da interpretare in maniera negativa; infatti, l'interpretazione proposta dagli autori è che le famiglie accettino deliberatamente un prezzo di offerta inferiore al valore stimato delle proprie azioni al fine di evitare contenziosi legali post-IPO, minimizzare la probabilità di un'offerta fallita ed evitare il rischio di cedere il controllo a grandi investitori istituzionali potenzialmente attivisti (Leitterstorf & Rau, 2014). In questa prospettiva, l'*underpricing* all'IPO rappresenta il costo tangibile della preservazione della utilità non economica (SEW) in cui le famiglie sacrificano mediamente il 10% del valore delle azioni emesse pur di mantenere un controllo maggiore e tutelare la reputazione familiare. Questo risultato è rilevante per l'investitore istituzionale per due ragioni distinte. Innanzitutto, esso conferma che le famiglie operano con una funzione di utilità che non è unilateralmente riducibile alla sola massimizzazione della ricchezza; dopodiché, l'*underpricing* che caratterizza le imprese familiari rappresenta, per chi sottoscrive le azioni in fase di offerta, un'opportunità di rendimento superiore alle omologhe non familiari, a condizione che la governance sia ben strutturata anche negli anni seguenti.

La prospettiva che emerge dalla rassegna dell'evidenza empirica è chiara: il *family discount* non è un dato immutabile legato all'esistenza stessa della famiglia come azionista di controllo, ma una funzione della qualità della governance e della capacità dell'impresa di gestire i conflitti di agenzia in modo trasparente ed efficace. Sempre Anderson e Reeb (2003) dimostrano come una governance dotata di board indipendenti, Consiglio di

Famiglia, politiche formali di remunerazione e successione rappresentino il meccanismo attraverso cui le imprese familiari possono gestire la relazione famiglia-impresa-investitori, preservando i benefici della concentrazione familiare senza incorrere nelle sue patologie.

Gama e Galvão (2012), analizzando la letteratura, evidenziano due scenari distinti individuando da un lato una struttura in cui il controllo familiare del fondatore affiancato da un management esterno permette di ottenere migliori risultati aziendali e un aumento del valore d'impresa; dall'altro, come le strutture proprietarie che utilizzano meccanismi di amplificazione del voto e affidano la gestione agli eredi tendono a registrare una valutazione di mercato inferiore. Il punto di equilibrio ottimale corrisponde quindi al modello di governance che la letteratura sulla *stewardship theory* e sulla *Resource-Based View* avevano identificato, nonché quello capace di massimizzare le caratteristiche intrinseche delle famiglie minimizzando gli effetti negativi tipici della Teoria dell'Agenzia.

## **2.3 Il ruolo chiave degli amministratori indipendenti e CEO esterni**

### **2.3.1 Dal board familiare al board indipendente**

Il passaggio da un consiglio di amministrazione a composizione esclusivamente familiare a uno caratterizzato dalla presenza di consiglieri indipendenti rappresenta uno degli sviluppi più significativi nella storia della governance delle imprese familiari degli ultimi decenni. Come documentato da Gordon (2006) nel contesto statunitense, tra il 1950 e il 2005 la composizione dei board delle grandi società quotate ha subito una trasformazione radicale, in quanto la quota di amministratori indipendenti è cresciuta da circa il 20% al 75% del totale, un cambiamento definito dallo stesso autore come uno dei più rilevanti sviluppi nella governance delle imprese quotate dal secondo dopoguerra. Questa tendenza non è priva di significato per le imprese familiari; infatti, il mercato ha gradualmente apprezzato la presenza di figure indipendenti come segnale di qualità della governance, trasformando quella che era una scelta di etica professionale in un requisito reputazionale e, in molti ordinamenti, di carattere normativo.

Nelle imprese familiari, il board nasce tradizionalmente come un'estensione del sistema-famiglia, dove i fondatori siedono insieme ai propri figli, ai soci storici e ai professionisti di fiducia. Questo assetto, funzionale nella fase iniziale in cui la conoscenza tacita e la fiducia personale sostituiscono i meccanismi formali, diviene progressivamente

inadeguato con la crescita dimensionale e la complessità organizzativa. Come sottolineano Bammens, Voordeckers e Van Gils (2011) nella loro rassegna della letteratura sui board delle imprese familiari, la ricerca empirica distingue chiaramente tra la funzione di servizio del board e la funzione di controllo, che richiede una capacità critica e una indipendenza di giudizio difficilmente esercitabile da chi intrattiene legami familiari, affettivi o economici con il management.

Il processo di professionalizzazione del board non avviene però in modo lineare. Stewart e Hitt (2012) identificano nelle imprese familiari una resistenza culturale alla delega di autorità verso soggetti esterni, radicata nella percezione che l'apertura del board a figure non familiari rappresenti una perdita di controllo piuttosto che un'opportunità di creazione di valore. Questa resistenza è comprensibile dall'esterno, infatti includere nel consiglio di amministrazione individui non legati alla famiglia significa accettare uno sguardo critico esterno sulle proprie decisioni, ridurre lo spazio per le logiche emotive e identitarie che caratterizzano il processo decisionale familiare, e segnalare implicitamente che la famiglia da sola non è sufficiente a governare l'impresa. Tuttavia, è proprio questa apertura a consentire il salto qualitativo che separa le imprese familiari in grado di attrarre capitale esterno da quelle che restano confinate all'autofinanziamento.

Come illustrato nel primo Capitolo facendo riferimento a Villalonga et al. (2015) e a Shleifer e Vishny (1997), il Problema di Agenzia II non è un'eventualità remota, ma una dinamica intrinseca alla struttura proprietaria concentrata in cui la famiglia che detiene la quota di controllo dispone sia della capacità sia degli incentivi per estrarre benefici privati attraverso transazioni con parti correlate a condizioni non di mercato, remunerazioni eccessive, o politiche di dividendo che privilegiano le esigenze di liquidità della famiglia rispetto alle opportunità di reinvestimento.

In questo contesto, il consigliere indipendente svolge una funzione analoga a quella che Gordon (2006) attribuisce agli *outside directors* nelle grandi public company, nonché quella di un contrappeso istituzionale al potere del management, capace di valutare le decisioni con una prospettiva indipendente ed evitare che si materializzino conflitti di interesse.

Anderson e Reeb (2004) forniscono una delle evidenze empiriche più citate a supporto di questa tesi. Analizzando un campione di imprese familiari incluse nell'S&P 500 tra il 1992 e il 1999 inclusi, gli autori trovano una relazione positiva e statisticamente significativa tra la quota di amministratori indipendenti nel board e la performance dell'impresa

misurata attraverso il Tobin's q. Questo risultato, rilevante sia per la sua specificità che per il contesto di riferimento, suggerisce che gli indipendenti svolgono una funzione di tutela delle minoranze preziosa proprio laddove il rischio di espropriazione è strutturalmente più elevato, ovvero nelle imprese a controllo familiare. La presenza di un board bilanciato, composto da familiari e da consiglieri indipendenti, si configura dunque come il meccanismo attraverso cui le imprese familiari possono simultaneamente preservare i benefici della concentrazione proprietaria e limitare le patologie del Problema di Agenzia II, aumentando così la propria attrattività verso potenziali nuovi investitori.

Khosa (2017) estende questa analisi al contesto dei gruppi societari, evidenziando come la presenza di amministratori indipendenti sia associata a valutazioni di mercato più elevate. Il risultato è coerente con quanto visto fino ad ora; infatti, gli amministratori indipendenti non operano soltanto come supervisori del management, ma svolgono anche una funzione di *signaling* nei confronti del mercato, segnalando un impegno credibile della famiglia verso la tutela degli azionisti di minoranza, riducendo il premio al rischio richiesto dagli investitori e, di conseguenza, il costo del capitale dell'impresa.

### **2.3.2 Il valore segnaletico degli amministratori indipendenti**

Uno degli aspetti più rilevanti per il presente elaborato è il modo in cui il mercato sconta la qualità della governance nella valutazione dell'impresa. La letteratura converge su un risultato ben definito, ossia la presenza di amministratori indipendenti è percepita dagli investitori come un segnale positivo, e questa percezione si traduce in multipli di borsa più elevati.

Jenwittayaroje e Jiraporn (2019) esaminano questa relazione in un contesto storico particolare, ossia la Recessione del 2008-2009. Utilizzando questo periodo come “esperimento naturale” (così definito nello studio), gli autori rilevano che le imprese con una quota più elevata di amministratori indipendenti registrano performance significativamente migliori durante i periodi di crisi, sia in termini di rendimenti azionari sia in termini di performance operative e contabili. Il risultato è interpretato come una conferma del fatto che gli indipendenti contribuiscono ad una migliore qualità delle decisioni strategiche proprio nei momenti in cui la pressione e l'incertezza sono più elevate, riducendo il rischio di scelte opportunistiche.

Un altro aspetto della letteratura sui board indipendenti che merita una riflessione specifica è il loro ruolo nella riduzione dell'incertezza decisionale. Aluchna, Mahadeo e Kamiński (2020), in un'analisi condotta su mercati emergenti, individuano come la presenza di amministratori indipendenti sia associata a valutazioni più elevate anche in contesti istituzionali meno sviluppati, confermando che la diversità di prospettive che gli indipendenti introducono nel board riduce la probabilità di errori sistematici nel processo decisionale e aumenta la capacità del board di riconoscere e valorizzare segnali di mercato che un board omogeneo tenderebbe a sottovalutare o ignorare.

Un ulteriore contributo rilevante è offerto da Bertoni, Meoli e Vismara (2014), che analizzano la relazione tra indipendenza del board e valutazione delle IPO nel contesto dell'Europa continentale. Gli autori individuano come le imprese con una quota più elevata di amministratori indipendenti al momento della quotazione ottengano valutazioni significativamente più alte nel pricing dell'IPO, suggerendo che gli investitori istituzionali incorporano la composizione del board come segnale di qualità della governance già nella fase di accesso al mercato dei capitali. Per le imprese familiari italiane che aspirano alla quotazione, o che hanno già effettuato l'IPO e vogliono migliorare le proprie condizioni di accesso al capitale, questo risultato indica che l'investimento nella professionalizzazione del board produce benefici tangibili e misurabili in termini di valutazione di mercato.

### **2.3.3 CEO interno o esterno**

Strettamente connessa al tema della composizione del board è la questione relativa al CEO, che nelle imprese familiari assume una valenza particolare in ragione delle interazioni con l'intera struttura di governance. Le tre configurazioni generalmente individuate dalla letteratura sono quella del fondatore-CEO, del discendente/erede-CEO e del manager esterno, ciascuna delle quali presenta un profilo distinto di rischi e opportunità.

Il fondatore-CEO rappresenta la configurazione che la letteratura associa a performance più elevate; infatti, come documentato da Morck, Shleifer e Vishny (1988) e successivamente confermato da Villalonga e Amit (2006), le imprese guidate dal fondatore mostrano in media valutazioni di mercato significativamente superiori rispetto alle non familiari. Questo risultato è spiegato in parte dal fatto che il fondatore sia il soggetto che ha concepito e sviluppato il progetto imprenditoriale e di conseguenza dispone di una conoscenza tacita dell'impresa e del suo contesto competitivo difficilmente tramandabile; in secondo luogo, il fondatore ha la quota più alta di ricchezza personale investita

nell'impresa, il che lo rende il primo azionista con incentivi massimi ad accrescere la ricchezza aziendale.

Fahlenbrach (2004), in un'analisi specifica sulle imprese guidate da fondatori-CEO quotate al mercato statunitense, documenta rendimenti azionari significativamente superiori rispetto al benchmark di mercato, con un maggior rendimento annuale che supera i 5 punti percentuali. I risultati ottenuti mostrano come il *founder premium* non sia un artefatto statistico, ma sia il riflesso di una creazione di valore tangibile.

La situazione si inverte radicalmente quando alla guida dell'impresa subentra un erede. Villalonga e Amit (2006) mostrano che le imprese familiari guidate da CEO discendenti scambiano ad un Tobin's  $q$  inferiore rispetto alle omologhe non familiari, annullando o invertendo l'effetto del premio al fondatore. Il meccanismo interpretativo è il Problema di Agenzia I nella sua variante familiare, ossia l'erede-CEO è spesso il risultato diretto del fenomeno del nepotismo piuttosto che dalla meritocrazia, e questo porta generalmente ad una riduzione della qualità del management e segnala agli investitori una disponibilità della famiglia a sacrificare la performance aziendale in favore del mantenimento del controllo.

In questo contesto, il CEO esterno emerge come la soluzione che consente di preservare i benefici della proprietà familiare eliminando i rischi legati al fenomeno del nepotismo. Granata e Chirico (2010) evidenziano che la presenza di un manager non familiare al vertice dell'impresa è uno dei segnali più apprezzati dagli investitori istituzionali nelle operazioni di acquisizione, poiché certifica che la famiglia ha la maturità e la lucidità strategica di separare la proprietà dalla gestione operativa. Inoltre, come sottolineano Miller e Le Breton-Miller (2006), le imprese familiari che adottano questa configurazione mostrano performance più elevate e le valutazioni di mercato più alte rispetto alle altre configurazioni possibili di governance familiare.

In un mercato dei capitali in cui la qualità e la quantità della disclosure sono cresciute significativamente negli ultimi decenni anche per effetto delle normative europee e dell'evoluzione degli standard contabili internazionali, la presenza di professionisti esterni e amministratori indipendenti non è più soltanto un presidio contro i rischi di opportunismo, ma rappresenta un fattore che migliora la qualità del processo decisionale strategico, operativo, e di conseguenza, migliora la capacità dell'impresa di creare valore nel lungo periodo. Per gli investitori istituzionali che valutano l'opportunità di investire in imprese familiari quotate, la composizione del board è dunque un indicatore di *investment*

*readiness* di primo ordine, capace di discriminare tra imprese che hanno intrapreso un percorso di professionalizzazione della governance e imprese che rimangono ancorate a modelli di gestione informale.

## **2.4 Trasparenza e *disclosure*: la teoria dei segnali e la riduzione dell'asimmetria informativa**

Il paragrafo precedente ha illustrato come la composizione del board e la presenza di amministratori indipendenti costituiscano segnali credibili per gli investitori istituzionali. Tuttavia, una governance strutturata non è sufficiente, da sola, a garantire l'attrattività dell'impresa verso i mercati dei capitali, ma è necessario che essa si traduca in un sistema di comunicazione finanziaria trasparente, tempestivo e capace di ridurre l'asimmetria informativa che caratterizza il rapporto tra impresa e investitore esterno.

Il paradigma dell'asimmetria informativa ha trovato una delle sue formulazioni più celebri nel lavoro di Akerlof (1970); studio in cui l'autore analizza i mercati caratterizzati da informazione imperfetta, dove i venditori possiedono una conoscenza della qualità reale del bene, mentre i compratori sono incapaci di definirne il valore. Di conseguenza, questi ultimi tendono ad offrire un prezzo medio, spingendo i venditori di prodotti di alta qualità a ritirarsi e lasciando spazio solo ai beni scadenti. Tale dinamica, contestualizzata nel mondo delle imprese familiari, concorre a meglio comprendere come la trasparenza e la capacità di comunicare efficacemente siano due aspetti chiave per massimizzare l'attrattività d'impresa.

Detto questo, il percorso teorico che introduce il tema dell'asimmetria informativa e della governance aziendale non deriva da un singolo contributo, ma da una sequenza di lavori a partire da quello di Jensen e Meckling (1976), già citati nel primo Capitolo con riferimento ai conflitti di governance interni all'impresa familiare (Problema di Agenzia I). Un secondo contributo chiave proviene da Ross (1977), che per primo formalizza un modello di *signaling* applicato alla struttura finanziaria dell'impresa. Ross dimostra come la scelta del livello di indebitamento non sia neutrale rispetto alle informazioni trasmesse al mercato; infatti, soltanto le imprese in grado di stimare con convinzione i propri flussi di cassa futuri possono permettersi di sostenere un elevato livello di indebitamento. Applicando tale interpretazione concettuale alle imprese familiari, si riscontra un paradosso di governance: l'obiettivo di preservare la ricchezza socio-emotiva e

l'avversione alla perdita del controllo spingono spesso le imprese familiari verso politiche di contenimento del debito, di conseguenza, per massimizzare il valore aziendale, la governance di una impresa familiare non dovrebbe limitarsi a subire l'asimmetria informativa descritta dai modelli tradizionali, ma dovrebbe sfruttare l'apertura a capitali di terzi o la professionalizzazione del CdA come segnali alternativi credibili di solidità e sostenibilità strategica.

Un terzo contributo formalizzato negli stessi anni e citato nel primo Capitolo è quello di Leland e Pyle (1977). Questi ultimi spostano l'attenzione dalla struttura del debito alla struttura proprietaria identificando la quota di equity trattenuta dai proprietari come segnale credibile della qualità del progetto imprenditoriale. Applicato al contesto delle imprese familiari, la riluttanza della famiglia a diluire la propria quota azionaria cessa di essere interpretata come una rigida chiusura culturale, configurandosi invece come un potente segnale di *stewardship* e orientamento al lungo termine. La governance familiare, incaricata a regolamentare la concentrazione proprietaria attraverso strumenti come i patti parasociali, si trasforma così in una leva strategica per la massimizzazione del valore: essa attesta che la ricchezza familiare rimane vincolata al successo dell'organizzazione, allineando ex ante gli interessi della proprietà a quelli degli stakeholder esterni.

Un ulteriore contributo rilevante ai fini del presente elaborato è quello di Myers e Majluf (1984), che applicano queste intuizioni alle decisioni di finanziamento dell'impresa, descrivendo la situazione in cui il management dispone di informazioni non accessibili agli investitori esterni. Infatti, in condizioni di elevata asimmetria informativa, gli investitori razionali richiedono un premio al rischio superiore per compensare l'incertezza informativa, il che si traduce in un costo del capitale più elevato per l'impresa e, di conseguenza, in valutazioni di mercato più basse.

Per ultimo, va citato quanto documentato da Cascino, Pugliese, Mussolino e Sansone (2010) nel contesto del mercato azionario italiano, dove la presenza di asimmetrie informative spesso deriva dalla volontà di nascondere informazioni legate alla qualità dei bilanci. Queste dinamiche possono spingere il management a limitare o filtrare la comunicazione verso l'esterno, amplificando la percezione di rischio da parte degli investitori ben oltre il solo rischio operativo. Tuttavia, lo stesso studio giunge ad una conclusione controintuitiva: la qualità della disclosure contabile delle imprese familiari italiane evidenzia in media dei livelli superiori rispetto a quelle non familiari.

Questo risultato, coerente con le dinamiche del Problema di Agenzia I, suggerisce che la riduzione dei conflitti tra proprietà e management produce una maggiore trasparenza sulla qualità del reporting. Detto questo, il quadro si complica non appena si considerano le dinamiche del Problema di Agenzia II, ossia quando le famiglie che detengono il controllo possono essere incentivate a selezionare e filtrare le informazioni comunicate al mercato per occultare operazioni di estrazione di benefici privati, a conferma che la relazione tra struttura familiare e qualità dell'informazione è multidimensionale e non lineare.

Il quadro teorico più adatto a interpretare il ruolo strategico della disclosure nell'attrarre capitale esterno è la teoria dei segnali, originariamente sviluppata da Spence (1973) nel contesto dei mercati del lavoro e successivamente estesa all'ambito della finanza aziendale. Nella sua applicazione al contesto finanziario, la teoria dei segnali afferma che le imprese di qualità superiore possono ridurre l'asimmetria informativa nei confronti degli investitori comunicando volontariamente informazioni sulla propria situazione economica e finanziaria.

Nella prospettiva dei mercati dei capitali, i segnali più rilevanti sono quelli che riducono direttamente il premio al rischio richiesto dagli investitori, abbassando il costo del capitale e aumentando le valutazioni di mercato. Lang e Lundholm (1996) hanno documentato empiricamente come le imprese con politiche di disclosure più trasparenti e frequenti siano associate a una base di analisti più ampia e a previsioni sugli utili più accurate, risultando in ultima istanza in una ridotta volatilità dei prezzi azionari e un minor costo del capitale. La spiegazione di questo meccanismo è semplice; infatti, in presenza di maggiori informazioni disponibili anche le aspettative degli investitori tendono ad allinearsi, e di conseguenza il grado di incertezza percepita diminuisce riducendo il premio al rischio richiesto, di conseguenza si assiste ad un apprezzamento dei prezzi e dei multipli di borsa.

Questo collegamento tra disclosure e multipli di borsa è cruciale per la presente ricerca. Se la qualità della comunicazione finanziaria riduce il costo del capitale, essa produce un effetto diretto sui multipli, di conseguenza imprese con disclosure più elevata e trasparente dovrebbero scambiare a multipli superiori rispetto a imprese che offrono una informativa limitata. In altre parole, la disclosure non è solo un requisito normativo, ma un meccanismo attivo di creazione di valore attraverso la riduzione del premio di rischio percepito dal mercato.

La relazione tra struttura proprietaria familiare e livello di disclosure volontaria è stata oggetto di ricerca empirica in diversi contesti geografici e istituzionali, con risultati che convergono verso una conclusione comune: la qualità e la quantità della comunicazione finanziaria nelle imprese familiari sono modulate in modo significativo dalla composizione del board e dal grado di separazione tra proprietà e controllo.

Ali, Chen e Radhakrishnan (2007), analizzando la qualità degli utili riportati, la comunicazione tempestiva delle “cattive” notizie attraverso i *management earnings forecast*, e la disclosure volontaria delle pratiche di governance nei documenti regolamentari di un campione di imprese quotate statunitensi nel periodo 1998–2002, mostrano che le imprese familiari offrono una maggiore capacità di prevedere i flussi di cassa futuri e *earnings response coefficients* più elevati (questi ultimi indicano quanto il mercato “premi” o “punisca” un'azienda per ogni unità di utile superiore o inferiore alle stime), tutti indicatori di una qualità informativa superiore rispetto alle non familiari. Tali evidenze sono interpretate alla luce della minore incidenza del Problema di Agenzia di Tipo I nelle imprese familiari dove, poiché la concentrazione proprietaria riduce i margini per la manipolazione manageriale degli utili, la qualità dell'informazione contabile risulta essere migliore. Tuttavia, gli stessi autori riscontrano che le imprese familiari tendono a comunicare le cattive notizie con minore tempestività rispetto alle non familiari, un comportamento coerente con gli incentivi delle famiglie a preservare la reputazione e a ritardare la comunicazione di informazioni sfavorevoli che potrebbero minacciare la percezione del mercato.

Un ulteriore contributo relativamente alla disclosure aziendale viene offerto da Chau e Gray (2010). In un'analisi condotta sul mercato di Hong Kong viene esaminata la relazione tra struttura proprietaria, composizione del board e livello di disclosure volontaria. I risultati ottenuti dai ricercatori mostrano che a livelli moderati di concentrazione azionaria familiare (fino al 25% circa), la convergenza degli interessi tra famiglia e management riduce i costi di agenzia e aumenta la propensione alla disclosure volontaria, mentre a livelli elevati di concentrazione familiare prevalgono gli incentivi all'opacità informativa. Questo andamento non lineare è particolarmente rilevante per il mercato italiano, caratterizzato da strutture proprietarie con elevata concentrazione familiare e frequente separazione tra quote capitale detenute e diritti di voto. In questo ultimo caso, l'investitore istituzionale deve valutare non solo il livello di concentrazione familiare, ma

anche la sua interazione con la composizione del board e con i meccanismi formali di governance descritti nel primo Capitolo.

Lo stesso studio di Chau e Gray (2010) evidenzia il ruolo cruciale degli amministratori indipendenti non esecutivi nel moderare questa relazione individuando come la presenza di una quota significativa di amministratori indipendenti nel board sia associata a livelli più elevati di disclosure volontaria, indipendentemente dal grado di concentrazione familiare. Questo risultato rafforza il collegamento logico con il paragrafo precedente, ossia il fatto che la composizione del board e la qualità della disclosure non sono variabili indipendenti, ma elementi di un sistema integrato di governance.

La prospettiva fin qui delineata consente di estendere il concetto di disclosure oltre la sua accezione strettamente contabile, verso una visione più ampia che include l'intero sistema di comunicazione finanziaria dell'impresa: dai bilanci annuali alle relazioni semestrali, dalle presentazioni ai mercati finanziari, alla qualità del sito istituzionale, fino ad arrivare ai report di sostenibilità e altre attività di *investor relations*.

## **2.5 Valori comuni tra ESG e imprese familiari**

Una dimensione ulteriore e sempre più rilevante della disclosure è quella rappresentata dai report di sostenibilità. Negli ultimi anni, il panorama degli investimenti istituzionali ha subito una trasformazione profonda; infatti, i criteri ambientali, sociali e di governance, riconducibili all'acronimo ESG non sono più considerati un complemento etico alla valutazione finanziaria tradizionale, ma ne sono diventati una componente strutturale. La crescita degli asset gestiti secondo mandati ESG ha raggiunto proporzioni globali di rilievo, con stime che collocano il patrimonio globale in gestione secondo strategie di investimento sostenibile in oltre 35 trilioni di dollari nel 2022 (Global Sustainable Investment Alliance, 2023). In Europa, dove la regolamentazione è più avanzata grazie all'introduzione del Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) e della Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), questa tendenza è particolarmente significativa, con quote crescenti di investitori istituzionali vincolati da mandati che richiedono l'integrazione dei fattori ESG nei processi di selezione dei titoli.

Per le imprese familiari, questo cambiamento strutturale del mercato dei capitali rappresenta un'opportunità di primaria importanza. Infatti, come argomentato da Berrone, Cruz e Gomez-Mejia (2012), i valori familiari e i criteri ESG condividono una

matrice comune orientata alla prospettiva di lungo periodo, e lungi dall'essere un obbligo esterno imposto dal regolatore, l'integrazione dei principi ESG nella strategia e nella comunicazione aziendale può costituire per le imprese familiari quotate un vantaggio autentico nel mercato dei capitali, capace di ampliare la base degli investitori interessati al titolo.

La letteratura accademica ha progressivamente riconosciuto che le imprese familiari presentano una predisposizione strutturale all'integrazione dei valori ESG, che discende direttamente dalle caratteristiche organizzative e motivazionali esaminate nel Capitolo precedente. Tale convergenza non è casuale, ma trova il proprio fondamento in tre meccanismi teorici complementari.

Il primo meccanismo è quello della *socioemotional wealth* (SEW). Come illustrato nei paragrafi precedenti, le famiglie imprenditoriali attribuiscono un valore elevato alla preservazione della reputazione aziendale e al legame affettivo tra il nome della famiglia e l'impresa. Questo orientamento genera forti incentivi verso comportamenti responsabili nei confronti delle comunità locali, dei dipendenti e dell'ambiente; al contrario, una condotta irresponsabile sul piano sociale o ambientale danneggerebbe non solo l'impresa in senso economico, ma anche il patrimonio identitario e reputazionale della famiglia. Berrone, Cruz e Gomez-Mejia (2012) documentano empiricamente come le imprese familiari producano livelli di inquinamento ambientale significativamente inferiori rispetto alle non familiari operanti nello stesso settore, un risultato interpretato come effetto diretto degli incentivi della SEW sulla gestione ambientale dell'impresa.

Il secondo meccanismo è quello della *stewardship* intergenerazionale. Come argomentato da Miller e Le Breton-Miller (2006), le famiglie imprenditoriali si comportano da custodi (*steward*) non solo dell'impresa nel momento presente, ma del patrimonio che intendono trasmettere alle generazioni future. Questo orizzonte temporale multigenerazionale è strutturalmente allineato con la logica ESG, che richiede di considerare l'impatto delle decisioni aziendali nel lungo termine. In quest'ottica, investire nella sostenibilità ambientale o nel benessere dei dipendenti non è percepito come un costo, ma come un investimento nel valore dell'impresa che verrà ereditata dai propri figli e nipoti.

Il terzo meccanismo è quello del radicamento territoriale. Le imprese familiari, come documentato da Corbetta (2008) nel contesto italiano, sono spesso profondamente legate al territorio di origine, alle comunità locali, alle reti di fornitori e clienti costruite nel corso di generazioni, e questo radicamento crea collaborazioni implicite di carattere sociale che

vanno ben oltre i requisiti normativi. Infatti, l'impresa familiare che opera da decenni in un dato territorio percepisce la responsabilità verso quella comunità come parte integrante della propria identità, un comportamento che corrisponde pienamente alla dimensione sociale "S" dei criteri ESG.

Per ultimi, Zhu, Simón Villar e Ge (2026), in una rassegna bibliografica della letteratura sull'intersezione tra ESG e imprese familiari, confermano che la ricerca accademica ha progressivamente riconosciuto questa convergenza naturale, individuando nell'orientamento al lungo periodo, nel coinvolgimento della famiglia e nella cura per la reputazione transgenerazionale i principali driver di una gestione ESG autentica nelle imprese familiari.

Se la convergenza teorica tra valori familiari e criteri ESG è ormai consolidata nella letteratura, la domanda di rilievo per la presente ricerca è se questa convergenza si traduca in una valutazione di mercato superiore per le imprese familiari che integrano attivamente i criteri ESG nella propria strategia e comunicazione aziendale.

Espinosa-Méndez, Maquieira e Arias (2023) affrontano direttamente questa questione, analizzando un campione di imprese familiari e non familiari quotate con l'obiettivo di misurare l'impatto della performance ESG sulla valorizzazione di mercato. I risultati mostrano che una performance ESG elevata è associata a valutazioni di mercato più alte nelle imprese familiari; tuttavia, questi effetti positivi si riducono qualora l'impresa soffra di difficoltà finanziarie e costi di agenzia. Inoltre, emerge dallo studio che le imprese familiari che presentano strutture di governance robuste e minori asimmetrie informative traggono un beneficio relativamente maggiore dall'integrazione ESG in termini di valutazione di mercato, amplificando quindi quei benefici già derivanti da una governance di qualità.

Un ulteriore contributo alla letteratura deriva da Thahira e Mita (2021) che esaminano specificamente la relazione tra la qualità della disclosure ESG e il valore d'impresa, confrontando imprese familiari e non familiari. I loro risultati indicano che la disclosure ESG è associata a valutazioni di mercato più elevate in entrambe le categorie di imprese, ma con un'intensità maggiore nelle imprese familiari, suggerendo che la comunicazione ESG svolge nelle *family firm* una funzione di riduzione dell'asimmetria informativa particolarmente efficace; infatti, essa segnala al mercato che la famiglia proprietaria non persegue esclusivamente obiettivi familiari privati, ma è effettivamente orientata alla

creazione di valore per l'intera platea degli stakeholder. Nei termini della teoria dei segnali, il report ESG di qualità è un segnale credibile e difficilmente manipolabile.

Nonostante la convergenza naturale tra valori familiari e criteri ESG, la letteratura evidenzia che la traduzione di questa predisposizione in pratiche formali di rendicontazione della sostenibilità non sia né automatica né uniforme. Gavana, Gottardo e Moisello (2016), analizzando un panel di imprese italiane quotate, documentano che le imprese familiari presentano in media livelli di sustainability reporting inferiori rispetto alle non familiari, pur mostrando comportamenti concretamente più sostenibili sul piano operativo. Questo paradosso che potremmo definire come un divario tra comportamento e comunicazione è interpretabile alla luce di due fenomeni complementari. Da un lato, le imprese familiari tendono tradizionalmente a privilegiare una comunicazione sobria e riservata, restia ad esibire pubblicamente i propri valori per ragioni culturali e competitive, dall'altro, la formalizzazione della rendicontazione ESG richiede investimenti organizzativi e competenze specifiche che le imprese di minori dimensioni non sempre possiedono internamente.

Ghinizzini, Benfante, Magri e Gabrielli (2025), in uno studio incentrato sul mercato azionario italiano, approfondiscono questa dinamica analizzando il legame tra la struttura di governance delle imprese familiari e il livello d'informativa sugli aspetti sociali. L'evidenza empirica mostra come la qualità del governo societario rappresenti un determinante chiave della qualità del reporting ESG, e che le realtà familiari più strutturate e trasparenti redigono generalmente rendicontazioni di sostenibilità di qualità, confermando che governance e comunicazione ESG non sono variabili indipendenti, ma elementi di un sistema integrato.

La sintesi del quadro teorico ed empirico delineato nei paragrafi precedenti permette di costruire un modello interpretativo coerente della relazione tra composizione del board, disclosure, e multipli di borsa per l'analisi empirica del terzo Capitolo.

Il punto di partenza è l'asimmetria informativa: nelle imprese familiari, la concentrazione proprietaria e il potenziale conflitto tra azionista controllante e minoranze generano una opacità informativa che il mercato prezza deprimendo le valutazioni azionarie. Al contrario, una governance ben strutturata (board indipendenti, la presenza di un Consiglio di Famiglia e di un Patto di Famiglia) crea le condizioni ideali affinché la disclosure possa essere prodotta in modo credibile e indipendente traducendosi in un minor premio al rischio e di conseguenza multipli di borsa più elevati.

In definitiva, il sistema governance–disclosure–valutazione che emerge dalla letteratura genera un'aspettativa precisa: se i multipli di borsa incorporano, accanto alla performance operativa, anche la qualità della governance e la trasparenza informativa, allora le imprese familiari dotate di presidi credibili dovrebbero scambiare a valori superiori, riducendo il *family discount* e trasformando il controllo familiare in un fattore di attrattività.

È questa l'aspettativa che il terzo Capitolo sottopone a verifica effettuando un'analisi su un campione di aziende quotate nel mercato azionario italiano tra il 2007 e il 2024. Il confronto va tuttavia letto tenendo presente uno scarto di livello: la letteratura fin qui richiamata argomenta sulla qualità della governance familiare, mentre l'indicatore impiegato nell'analisi empirica ne coglie il perimetro, ossia la presenza o l'assenza di una famiglia nella compagine proprietaria e il suo coinvolgimento negli organi di vertice. La scelta deriva dalla disponibilità dei dati ed è motivata nel paragrafo 3.1.

## **Capitolo 3 – Analisi dei multipli di borsa nel mercato italiano**

Il presente Capitolo ha l'obiettivo, analizzando un campione di imprese quotate nella Borsa Italiana nel periodo 2007–2024, di verificare se le ipotesi formulate nell'Introduzione trovano conferma nell'evidenza empirica. La domanda alla quale si intende rispondere è se il mercato riconosce alle imprese familiari una valutazione diversa da quella attribuita alle omologhe non familiari e, in caso affermativo, se tale differenza deriva dalla sola proprietà della famiglia oppure dal suo effettivo coinvolgimento negli organi apicali di governo.

L'analisi si basa sull'integrazione di informazioni di mercato, prezzo e volumi a frequenza giornaliera estratte da FactSet, e dati contabili e anagrafici estratti da Orbis, ai quali si aggiunge la classificazione proprietaria costruita manualmente. Il campione che ne deriva comprende 4.604 osservazioni impresa-anno relative a 536 società. L'attrattività d'impresa viene misurata attraverso l'osservazione di cinque multipli di borsa, cosicché un'eventuale differenza di valutazione possa manifestarsi su più metriche. La verifica parte con un'analisi descrittiva della composizione del campione, seguita da un confronto bivariato tra i gruppi condotto con il test di Welch e con quello di Mann-Whitney, e infine due serie parallele di regressioni multiple con effetti fissi di anno e di settore ed errori standard raggruppati per impresa. Le due serie sono tenute distinte per costruzione: la prima verifica l'ipotesi H1 mediante l'indicatore generale di natura familiare, la seconda le ipotesi H2 e H3 mediante le due variabili che separano le imprese a governance familiare attiva da quelle a sola proprietà.

### **3.1 Metodologia della ricerca e costruzione del campione**

Il presente paragrafo descrive l'impianto metodologico adottato per la costruzione del campione e per la classificazione delle imprese come familiari o non familiari. L'obiettivo è duplice: da un lato ricostruire il processo di raccolta e integrazione dei dati che ha condotto alla base dati finale, dall'altro rendere trasparente il percorso analitico che dalle ipotesi formulate nell'Introduzione conduce alle conclusioni del lavoro. Su un campione di imprese quotate alla Borsa Italiana nel periodo 2007–2024 sono sottoposte a verifica tre ipotesi tra loro collegate:

H1 – le imprese familiari scambiano a multipli di borsa superiori rispetto alle omologhe non familiari;

H2 – le imprese familiari nelle quali la famiglia partecipa attivamente alla gestione scambiano a multipli di borsa superiori rispetto alle omologhe non familiari;

H3 – le imprese familiari nelle quali la famiglia partecipa attivamente alla gestione scambiano a multipli di borsa superiori rispetto alle imprese familiari solo proprietarie.

Per verificare le tre ipotesi non è sufficiente individuare una differenza tra le variabili dipendenti, ma deve essere verificata l'esistenza di una valutazione positiva; quindi, viene tenuto conto del segno della differenza.

La verifica si articola in una sequenza ordinata di passaggi: il paragrafo 3.1 ricostruisce la formazione del campione, la definizione operativa di impresa familiare e la struttura dei dati mancanti. Il paragrafo 3.2 illustra le variabili dipendenti e quelle di controllo. Il paragrafo 3.3 presenta l'analisi descrittiva e i confronti bivariati tra i gruppi, che individuano le differenze senza però spiegarle. Il paragrafo 3.4 espone il modello di regressione, che isola l'associazione tra governance familiare e valutazione al netto di dimensione, età, redditività, struttura finanziaria e settore di appartenenza; il paragrafo 3.5 ne riporta i risultati e verifica le ipotesi. Per ultimo, il paragrafo 3.6 ne circoscrive la portata illustrando i limiti della ricerca.

La base informativa del presente lavoro nasce dall'integrazione di due fonti distinte. La prima è un dataset di informazioni di mercato estratte da FactSet, riferito a 702 imprese negoziate sulla Borsa Italiana nel periodo 2007–2024. Esso riporta, per ciascuna impresa e per ciascuna giornata di negoziazione, il prezzo del titolo, il volume scambiato e la capitalizzazione di mercato. La seconda fonte utilizzata è la banca dati Orbis (Bureau van Dijk), dalla quale sono state tratte, con cadenza annuale, grandezze di bilancio necessarie alla costruzione dei multipli e indici; alcuni impiegati come variabili dipendenti altri di controllo (Totale Attivo, Totale Passivo, Passività e debiti, Patrimonio netto, Immobilizzazioni immateriali, Disponibilità liquide e mezzi equivalenti, Indebitamento a lungo termine, Totale Valore della Produzione, EBITDA, Utile/Perdita prima delle imposte, Redditività del totale Attivo lordo). Inoltre, da Orbis è stato estratto il codice di attività economica NACE Rev. 2, indispensabile alla costruzione degli effetti fissi settoriali discussi nel paragrafo 3.4.

A tali fonti si aggiungono infine le variabili di classificazione proprietaria (impresa familiare o non familiare, coinvolgimento di membri della famiglia negli organi di vertice) le quali, non essendo disponibili nei data provider utilizzati, sono state costruite manualmente attraverso l'esame delle strutture di controllo di ciascuna impresa secondo

i criteri illustrati in seguito. Occorre precisare che, a fronte delle variazioni dell'assetto proprietario che possono verificarsi nel corso dell'esercizio, un'impresa è stata classificata come familiare qualora il controllo sia stato detenuto dalla famiglia per almeno un mese all'interno dell'anno di osservazione.

L'integrazione delle due fonti è avvenuta mediante la chiave codice ISIN + anno di riferimento, che consente un abbinamento univoco tra la valutazione che il mercato esprime su una determinata impresa in un dato anno e le grandezze contabili che emergono dal bilancio di esercizio. Per garantire la coerenza dei multipli, che sono per definizione rapporti tra una grandezza di mercato e una grandezza contabile, si è reso necessario ricondurre le due dimensioni al medesimo istante di osservazione. Coerentemente con il fatto che il dato contabile si riferisce alla chiusura del periodo, per il prezzo e per la capitalizzazione di mercato si è scelto l'ultimo valore rilevato nell'esercizio. Le altre due grandezze ricavate dal dato giornaliero seguono invece una logica diversa. Il volume viene sommato sull'intero anno, poiché misura gli scambi complessivi e utilizzato di seguito per calcolare il turnover del titolo (utile a misurarne la liquidità di mercato, nonché quanto viene scambiato nel corso dell'anno), mentre la volatilità è calcolata come deviazione standard annualizzata dei rendimenti logaritmici giornalieri. Il ricorso ad una pluralità di fonti risponde a un'esigenza metodologica precisa, ossia garantire che il giudizio formulato da parte degli investitori sia osservabile non solo dal prezzo del titolo, ma anche da grandezze contabili e multipli.

La definizione operativa dell'impresa familiare costituisce, come discusso nel primo Capitolo, uno dei nodi metodologici più delicati della letteratura, poiché la scelta del criterio condiziona in misura determinante l'esito dell'analisi. I due contributi che hanno maggiormente orientato l'impostazione della presente ricerca sono lo studio di Mandl (2008), e quello di Faccio e Lang (2002). In linea con gli approcci adottati da questi due studi, la presente ricerca ha individuato il possesso di almeno il 25% delle quote nel capitale come soglia chiave per qualificare un'impresa come familiare. Al criterio proprietario è stato inoltre affiancato un criterio gestionale, ossia qualora la percentuale di possesso risultasse compresa tra il 20% e il 25%, l'impresa è stata comunque classificata come familiare a condizione che almeno un membro della famiglia occupi una posizione apicale all'interno della società (amministratore delegato o componenti del consiglio di amministrazione). La soglia minima del 20% trova continuità proprio con la metodologia adottata da Faccio e Lang (2002), i quali, riprendendo la convenzione

introdotta da La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), assumono il 20% dei diritti di voto un livello sufficiente per esercitare il controllo effettivo sull'impresa. Nel campione di riferimento sono 206 le osservazioni di imprese familiari che soddisfano questo criterio.

È importante notare che il data provider utilizzato per verificare la percentuale di possesso detenuta da un singolo individuo o da una famiglia (Orbis) non sempre riflette l'effettiva percentuale dei diritti di voto a disposizione; infatti, le informazioni disponibili indicano la sola quota percentuale nel capitale. Detto questo, tale quota è generalmente uguale o inferiore ai diritti di voto realmente esercitabili (a patto che si tratti di una quota consistente), circostanza che consente alla famiglia di esercitare il proprio potere anche con una partecipazione al capitale ridotta (Villalonga & Amit, 2006).

L'elemento di maggiore originalità del disegno di ricerca risiede nella distinzione, operata all'interno del gruppo delle imprese familiari, tra le configurazioni in cui la famiglia si limita a detenere una quota nel capitale e quelle in cui essa partecipa direttamente alla gestione. È questa distinzione che consente di rispondere alla terza domanda di ricerca posta nell'Introduzione, ossia l'investitore premia la “famiglia che possiede” indipendentemente dal suo ruolo gestionale, oppure attribuisce un valore aggiunto alla “famiglia che possiede e gestisce”?

Dal punto di vista operativo, la partecipazione della famiglia alla governance aziendale è stata individuata qualora almeno un membro della famiglia occupa il ruolo di amministratore delegato (CEO) oppure sia parte del consiglio di amministrazione. In assenza di tali condizioni, l'impresa è stata classificata come familiare sul solo piano proprietario, configurando una struttura in cui la famiglia mantiene il controllo del capitale ma delega la gestione operativa ad un management esterno.

Da questa definizione ne deriva una tripartizione del campione che costituisce l'architettura per le successive analisi:

Gruppo 0 - Imprese non familiari;

Gruppo 1 - Imprese familiari con sola proprietà;

Gruppo 2 - Imprese familiari con proprietà e gestione.

La base dati include 12.654 combinazioni ISIN-anno, risultato del prodotto fra i 703 ISIN presenti nell'estrazione FactSet e i 18 esercizi del periodo osservato (il numero di imprese è 702, infatti Pirelli & C. S.p.A. è presente nella base dati con due ISIN). Detto questo, tale numero non corrisponde alle osservazioni utilizzabili; infatti, l'estrazione restituisce una

riga per ciascun anno anche quando il titolo non era ancora quotato o era già stato delistato. Inoltre, al fine di verificare la veridicità delle ipotesi formulate, sono stati applicati tre requisiti illustrati di seguito e quantificati nella Tabella 3.1.

Il primo requisito attiene alla quotazione effettiva, ossia è necessario che il titolo sia stato negoziato per almeno trenta giornate nel corso dell'esercizio affinché l'osservazione ISIN-anno possa essere considerata. Un'impresa quotata solo pochi giorni non esprime una capitalizzazione rappresentativa dell'anno, e le misure di volatilità e di liquidità calcolate su una manciata di osservazioni sarebbero prive di contenuto informativo. Di conseguenza 6.488 osservazioni non vengono considerate nel campione da testare.

Il secondo requisito è la disponibilità del codice di attività economica NACE Rev. 2. Tutte le imprese prive di tale codifica sono state escluse affinché fosse possibile comprendere il settore di appartenenza e successivamente isolare le imprese operanti nel settore finanziario.

Il terzo requisito riguarda proprio il comparto finanziario: banche, assicurazioni e società finanziarie, corrispondenti alle divisioni NACE 64, 65 e 66, sono escluse dal campione. Tale scelta è coerente con la letteratura, e dato che queste imprese seguono logiche di valutazione e principi contabili diversi, includerle nell'analisi rischia di produrre dei risultati errati. Tale esclusione è stata adottata anche da Anderson e Reeb (2003).

**Tabella 3.1 – Formazione del campione**

| Descrizione                                      | Osservazioni escluse | Imprese escluse | Osservazioni residue | ISIN |
|--------------------------------------------------|----------------------|-----------------|----------------------|------|
| Base dati integrata FactSet-Orbis                |                      |                 | 12.654               | 703  |
| (i) prive di quotazione effettiva nell'esercizio | 6.488                | 5               | 6.166                | 698  |
| (ii) prive di classificazione proprietaria       | 0                    | 0               | 6.166                | 698  |
| (iii) prive del codice di attività economica     | 675                  | 73              | 5.491                | 625  |
| (iv) intermediari finanziari (NACE 64, 65, 66)   | 887                  | 89              | 4.604                | 536  |
| Campione di analisi                              |                      |                 | 4.604                | 536  |
| <i>Livelli di utilizzabilità</i>                 |                      |                 |                      |      |
| con almeno un multiplo calcolabile               |                      |                 | 3.701                | 493  |
| con tutte le nove variabili di controllo         |                      |                 | 2.502                | 278  |
| campione di stima – P/S e Tobin's q              |                      |                 | 2.502                | 278  |
| campione di stima – P/B                          |                      |                 | 2.421                | 275  |
| campione di stima – EV/EBITDA                    |                      |                 | 2.232                | 265  |
| campione di stima – P/EBT                        |                      |                 | 1.782                | 250  |

*Fonte: elaborazione propria sui dati estratti da FactSet e Orbis, 2007–2024.*

Dunque, il campione finale comprende 4.604 osservazioni impresa-anno relative a 536 imprese, così ripartite: 1.248 osservazioni riferite a imprese non familiari, 560 a imprese familiari prive di coinvolgimento gestionale e 2.796 a imprese familiari con governance attiva.

**Tabella 3.2 – Composizione del campione per gruppo di governance**

| Gruppo                                        | Osservazioni | Quota  | Imprese | Capitalizzazione mediana (mln €) | Uscite dal listino* |
|-----------------------------------------------|--------------|--------|---------|----------------------------------|---------------------|
| Gruppo 0 – Non familiari                      | 1.248        | 27,1%  | 189     | 194                              | 45,0%               |
| Gruppo 1 – Familiari con sola proprietà       | 560          | 12,2%  | 98      | 84                               | 40,8%               |
| Gruppo 2 – Familiari con proprietà e gestione | 2.796        | 60,7%  | 375     | 74                               | 29,6%               |
| Totale                                        | 4.604        | 100,0% | 536     | 97                               | 35,3%               |

*Fonte: elaborazione propria su dati FactSet e Orbis, 2007–2024. La somma delle imprese per gruppo eccede il totale poiché 111 imprese mutano configurazione di governance nel corso del periodo e figurano pertanto in più di un gruppo.*

*\*Le percentuali legate alle "Uscite dal listino" sono calcolate per impresa.*

Il campione presenta due caratteristiche che meritano attenzione: la prima è la netta prevalenza del Gruppo 2, che raccoglie oltre il 60% delle osservazioni, in linea con le aspettative relative alla struttura proprietaria delle società italiane; la seconda è la composizione dimensionale, dove la capitalizzazione mediana delle imprese non familiari, pari a circa 194 milioni, è più che doppia rispetto a quella delle familiari. Di conseguenza, il confronto fra i gruppi deve tenere conto della dimensione aziendale tra i controlli (per fare questo viene utilizzato il logaritmo del totale attivo).

All'interno di queste 536 imprese, 189 hanno lasciato la Borsa nel corso del periodo, e seppure con intensità decrescente, il delisting riguarda per il 45% le imprese non familiari, per il 40,8% quelle familiari con sola proprietà e per il 29,6% quelle familiari a governance attiva. La minore propensione all'uscita dal listino delle imprese familiari è essa stessa un elemento da tenere presente, poiché incide sulla composizione del sottocampione.

Delle 4.604 osservazioni del campione, soltanto 2.502 dispongono simultaneamente di tutte le variabili necessarie alle stime. Se questa perdita fosse casuale comporterebbe unicamente una minore precisione, mentre se la disponibilità del dato dipende dalle caratteristiche intrinseche delle imprese, il sottoinsieme stimato non risulta rappresentativo del campione e i risultati possono risultare distorti. Occorre pertanto verificare dove la lacuna si concentra prestando attenzione alla natura familiare, alla dimensione e all'uscita dal listino.

**Tabella 3.3 – Quota di osservazioni con multiplo calcolabile, per sottogruppo**

|                                            | Osserv. | P/B   | P/EBT | P/S   | EV/EBITDA | Tobin's q | Modello completo |
|--------------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-----------|-----------|------------------|
| Gruppo di governance                       |         |       |       |       |           |           |                  |
| Gruppo 0 – Non familiari                   | 1.248   | 72,2% | 53,7% | 76,0% | 53,4%     | 59,0%     | 54,6%            |
| Gruppo 1 – Familiari, sola proprietà       | 560     | 69,3% | 48,9% | 72,9% | 42,7%     | 49,3%     | 45,7%            |
| Gruppo 2 – Familiari, proprietà e gestione | 2.796   | 81,0% | 57,9% | 83,7% | 52,3%     | 59,2%     | 56,0%            |
| Quartile di capitalizzazione               |         |       |       |       |           |           |                  |
| 1° quartile (minori)                       | 1.147   | 74,9% | 37,4% | 83,2% | 39,8%     | 55,6%     | 52,9%            |
| 2° quartile                                | 1.146   | 75,1% | 51,5% | 77,6% | 43,2%     | 49,4%     | 46,1%            |
| 3° quartile                                | 1.146   | 76,2% | 58,9% | 77,7% | 54,6%     | 58,0%     | 53,9%            |
| 4° quartile (maggiori)                     | 1.146   | 83,9% | 75,7% | 83,9% | 68,9%     | 69,6%     | 65,4%            |
| Capitalizzazione non disponibile           | 19      | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%      | 0,0%      | 0,0%             |

|                                          |       |       |       |       |       |       |       |
|------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Stato dell'impresa alla fine del periodo |       |       |       |       |       |       |       |
| Ancora quotata nel 2024*                 | 3.246 | 88,2% | 65,7% | 90,6% | 66,5% | 74,4% | 70,4% |
| Uscita dal listino entro il 2024*        | 1.358 | 51,0% | 31,5% | 55,6% | 15,5% | 18,5% | 15,9% |

*Fonte: elaborazione propria su dati FactSet e Orbis, 2007-2024. Ciascuna sezione ripartisce integralmente le 4.604 osservazioni. \*Le ultime due righe della tabella sono calcolate per impresa.*

Il fattore dominante è di gran lunga l'uscita dal listino; infatti, la copertura si riduce di circa il 40% sul P/B e sul P/S, della metà sul P/EBT e di oltre quattro volte sull'EV/EBITDA e sul Tobin's q. Poiché l'uscita dal listino è un attributo dell'impresa e non del singolo esercizio, la lacuna non si limita agli ultimi bilanci ma caratterizza anche gli anni in cui la società era pienamente quotata.

Segue la dimensione, con copertura crescente dal primo al quarto quartile su tutti i multipli salvo il P/S e il Tobin's q, che presentano una flessione nel secondo quartile. Per ultima, la variabile di governance è quella che incide di meno, con il Gruppo 2 che supera il Gruppo 0 di quasi nove punti percentuali sul P/B e di circa otto sul P/S, mentre il Gruppo 1 si colloca al di sotto di entrambi su tutti e cinque i multipli, con appena il 45,7% di osservazioni pienamente utilizzabili contro il 54,6% e il 56,0% degli altri due gruppi. Anche la copertura per settore risulta eterogenea, dal 30,4% al 100% a seconda del comparto, mentre l'eterogeneità è assorbita dagli effetti fissi di settore inclusi sia nella specificazione principale sia nel modello logistico della Tabella 3.4.

La colonna finale riporta la quota di osservazioni complete su tutte e nove le variabili di controllo, ossia quelle effettivamente impiegabili nelle stime. È questa, e non la copertura dei singoli multipli, a determinare la numerosità delle regressioni del paragrafo 3.5, e le tre dimensioni osservate (uscita di listino, dimensione, natura familiare) ne confermano l'ordine di importanza.

Detto questo, le tabelle descrittive non permettono di separare i tre fattori. Le osservazioni relative a imprese familiari presentano una capitalizzazione mediana inferiore a quella delle altre e le imprese di piccole dimensioni hanno una copertura contabile peggiore. Ci si dovrebbe quindi attendere che le familiari risultino meno documentate, mentre accade il contrario. Per stabilire quanto pesi davvero la natura familiare occorre pertanto confrontare imprese di dimensione, settore e destino borsistico andando così a stimare un modello logistico nel quale la variabile dipendente vale uno quando il multiplo è calcolabile. Il controllo dimensionale è qui rappresentato dalla capitalizzazione di mercato e non dal totale attivo, che viene impiegato nei paragrafi successivi, per una semplice ragione: quest'ultimo è una delle voci di bilancio soggette alla

medesima mancanza dei dati che il modello intende spiegare, mentre la capitalizzazione, proveniente da FactSet, ed è disponibile per il 99,6% del campione.

**Tabella 3.4 – Determinanti della disponibilità del dato (modello logistico)**

| Multiplo  | Impresa familiare | Ln(capitalizzazione) | Impresa poi uscita dal listino | Osserv. |
|-----------|-------------------|----------------------|--------------------------------|---------|
| P/B       | +0,502***         | +0,138***            | -1,960***                      | 4.534   |
| P/EBT     | +0,429***         | +0,395***            | -1,544***                      | 4.585   |
| P/S       | +0,393***         | +0,014               | -2,038***                      | 4.534   |
| EV/EBITDA | +0,041            | +0,277***            | -2,622***                      | 4.577   |
| Tobin's q | -0,065            | +0,090***            | -2,723***                      | 4.553   |

*Fonte: elaborazione propria su dati FactSet e Orbis, 2007–2024. Tutte le specificazioni includono effetti fissi di settore; un coefficiente positivo indica che la caratteristica accresce la probabilità che l'osservazione sia utilizzabile.*

Dalla Tabella 3.4 emerge che la disponibilità del dato non è casuale. L'appartenenza a un'impresa poi uscita dal listino ne riduce notevolmente la probabilità, e ciò vale per tutti e cinque i multipli. La dimensione d'impresa la accresce su quattro multipli su cinque e la natura familiare su tre, in entrambi i casi con intensità inferiore rispetto all'uscita dal listino. Ne consegue che, a parità di dimensione, settore e destino borsistico, le osservazioni riferite a imprese a proprietà familiare risultano sovrarappresentate fra quelle utilizzabili per i tre multipli sui quali il coefficiente risulta significativo.

Questo determina tre conseguenze: la prima riguarda il sottoinsieme di riferimento che include osservazioni appartenenti a imprese più grandi e più stabili (nel senso che non vengono delistate) di quelle del campione; infatti, la quota di osservazioni riferite a imprese poi uscite dal listino scende dal 29,5% del campione all'8,6%, mentre la capitalizzazione mediana sale da 97 a 126 milioni. Riguardo la composizione per governance, questa resta invece pressoché invariata, dal 72,9% al 72,8% di osservazioni familiari, poiché la minore dimensione delle imprese familiari e la loro minore propensione all'uscita dal listino operano in direzioni opposte e si compensano.

La seconda conseguenza riguarda la verifica dell'ipotesi H3, che si fonda sul confronto fra il coefficiente del Gruppo 2 e quello del Gruppo 1. Quest'ultimo gruppo è il meno numeroso e documentato; infatti, tra le 560 osservazioni presenti nel campione, solo 256 rimangono nel campione di stima, determinando così un tasso di conservazione solo del 45,7%.

La terza conseguenza è che l'inclusione delle imprese uscite dal listino, richiamata nel paragrafo precedente come presidio contro la distorsione da sopravvivenza, non è di per sé sufficiente. Infatti, tali società figurano nel campione ma presentano lacune nei dati contabili al punto che le stime restano quindi in larga parte fondate solo sulle società

sopravvissute. Quanto ciò incida sui risultati viene ripreso nel paragrafo 3.5, dove uno dei multipli mostra come l'inclusione delle righe prive di informazione contabile completa sia sufficiente a invertire il segno del coefficiente stimato.

## **3.2 Definizione delle variabili: multipli e performance azionarie**

### **3.2.1 Misurare l'attrattività d'impresa attraverso i multipli di borsa**

Prima di descrivere le variabili impiegate è opportuno chiarire come la letteratura abbia affrontato il problema di misurare l'attrattività d'impresa agli occhi degli investitori.

Un primo approccio ricorre a variabili di natura contabile quali il ROI, il ROE o il ROA. Tuttavia, come documentato nel secondo Capitolo con riferimento ai dati dell'Osservatorio AUB, una performance contabile superiore non si traduce automaticamente in una valutazione di mercato più elevata, poiché il mercato sconta anche variabili qualitative.

Un secondo approccio utilizzato nella prassi ha natura comportamentale e si fonda sull'analisi delle preferenze dichiarate o osservate degli investitori istituzionali, tipicamente mediante interviste o indagini campionarie. Guo e Yu (2024), in una rassegna multidisciplinare della letteratura, sono alla ricerca di dimensioni dell'attrattività difficilmente osservabili nei bilanci, come ad esempio la reputazione del management, la qualità delle relazioni con gli stakeholder, la percezione del rischio di governance. Detto questo, questo approccio presenta anche limiti di scalabilità e replicabilità, e l'impiego viene circoscritto ad un numero contenuto di imprese.

Un terzo e ultimo approccio, nonché quello adottato nella presente ricerca, misura l'attrattività attraverso i multipli di mercato, ossia rapporti fra il valore che il mercato attribuisce all'impresa e grandezze contabili.

La scelta trova fondamento su due piani distinti. Sul piano della prassi, Herrmann e Richter (2003) osservano come i multipli costituiscano, accanto ai metodi di valutazione assoluta quali il *discounted cash flow*, lo strumento più diffuso tanto nella prassi professionale quanto nella ricerca, in virtù della capacità di condensare in un solo numero il giudizio del mercato sulla qualità complessiva di un'impresa. Un multiplo elevato indica che gli investitori sono disposti a pagare un prezzo superiore per ogni unità di utile, di patrimonio o di attivo rispetto a quanto pagherebbero per un'impresa comparabile ed è esattamente questo ciò che questa ricerca intende osservare.

Sul piano teorico, il nesso tra multipli e attrattività d'impresa è stato reso esplicito dalla letteratura sulla protezione degli investitori. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2002) dimostrano come le imprese operanti in contesti istituzionali con maggiore tutela degli azionisti di minoranza siano valutate a multipli più elevati, poiché un quadro di protezione più solido riduce il rischio di espropriazione e, con esso, il premio al rischio richiesto dagli investitori. Trasferendo l'intuizione dal livello del sistema-Paese a quello della singola impresa, è ragionevole attendersi che le imprese familiari dotate di presidi interni di tutela delle minoranze (consigli con amministratori indipendenti, consiglio di famiglia, costituzione di famiglia, disclosure trasparente), quindi di una governance strutturata, scambino a multipli superiori rispetto alle omologhe meno o non strutturate, a parità di settore e di performance contabile.

In questa prospettiva, i multipli non sono soltanto uno strumento di misurazione passiva, ma rappresentano essi stessi il mezzo attraverso cui un'impresa può segnalare e migliorare la propria attrattività. Investire nella qualità della governance, nella trasparenza informativa e nella professionalizzazione degli organi decisionali si traduce, secondo la logica della teoria dei segnali, in una riduzione del premio al rischio richiesto dagli investitori e, di conseguenza, in un apprezzamento dei multipli.

### **3.2.2 Le variabili dipendenti e quelle di controllo**

L'analisi impiega cinque multipli di borsa come variabili dipendenti. Il ricorso ad una pluralità di misure non è ridondante, ma costituisce una forma di verifica da più punti di vista, fermo restando che due multipli su cinque non sono fra loro indipendenti (P/B e il Tobin's Q). Vengono elencate di seguito le misure di riferimento.

Il *Price/Book* (P/B), rapporto fra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto contabile, misura quanto il mercato sia disposto a pagare rispetto al valore contabile del patrimonio netto. Un valore superiore all'unità segnala che il mercato attribuisce all'impresa un valore eccedente la somma delle poste iscritte a bilancio, eccedenza che la letteratura interpreta come capitalizzazione di attività intangibili non contabilizzate (reputazione, capitale relazionale, know-how e qualità della governance, etc.). È il multiplo che consente di verificare empiricamente l'intuizione della *Resource-Based View* discussa nel primo Capitolo, secondo cui le risorse intangibili specifiche dell'impresa familiare costituiscono una fonte di vantaggio competitivo.

Il *Price/Earnings Before Taxes* (P/EBT), espresso dal rapporto tra capitalizzazione di

mercato e risultato ante imposte, corrisponde concettualmente al Price/Earnings (P/E), uno dei multipli più diffusi nella prassi finanziaria. La scelta di adottare il P/EBT è legata alla volontà di evitare che l'evoluzione della normativa fiscale o le diverse aliquote d'imposta possano distorcere e influenzare la comparabilità di tale rapporto. Il multiplo è calcolato esclusivamente per gli esercizi con un utile ante imposte positivo, poiché un valore negativo renderebbe priva di significato la misura, di conseguenza la copertura informativa è minore rispetto alle altre quattro misure.

Il Price/Sales (P/S), rapporto fra capitalizzazione e valore della produzione, ha il vantaggio di riferirsi ad una grandezza strutturalmente meno esposta alle politiche di bilancio, e ciò lo rende particolarmente robusto in un contesto nel quale la letteratura ha documentato una maggiore opacità informativa delle imprese familiari (Ali, Chen & Radhakrishnan, 2007). Tuttavia, esso presenta anche una debolezza intrinseca, ossia a parità di fatturato, un multiplo più elevato può riflettere una marginalità superiore anziché un premio per l'impresa, di conseguenza viene incluso il margine EBITDA fra le variabili di controllo.

L'EV/EBITDA, rapporto fra *enterprise value* e margine operativo lordo, è il multiplo di riferimento nella prassi delle operazioni di finanza straordinaria, e dato che consente di valutare l'impresa nel suo complesso, considerando congiuntamente il valore del capitale proprio e quello del debito, esso rappresenta il multiplo più adatto a confrontare imprese con politiche di indebitamento eterogenee. L'*enterprise value* è costruito come somma della capitalizzazione di mercato e dell'indebitamento a lungo termine al netto delle disponibilità liquide. Si preferisce il debito finanziario netto alle passività totali, poiché queste ultime comprendono anche debiti commerciali, fondi e altre poste operative estranee alla nozione di indebitamento finanziario. La base dati non riporta tuttavia la quota corrente dei debiti finanziari, circostanza discussa fra i limiti della ricerca nel paragrafo 3.6 e sottoposta a verifica nel paragrafo 3.5.

Il Tobin's q, infine, rappresenta concettualmente il rapporto fra il valore di mercato dell'impresa e il costo di sostituzione dei suoi asset, ed è la misura di riferimento della letteratura empirica sulle imprese familiari, impiegata tanto da Anderson e Reeb (2003) quanto da Villalonga e Amit (2006). Nella formulazione originaria richiede una stima del costo di sostituzione a valori correnti, tuttavia, coerentemente con la prassi accademica, è stato utilizzato il totale attivo come proxy. Di conseguenza, il calcolo prevede il rapporto fra capitalizzazione di mercato aumentata delle passività totali e valore contabile

dell'attivo.

Una regola comune, infine, riguarda la costruzione di tutti e cinque i multipli, dove ciascun multiplo è calcolato soltanto quando il denominatore è positivo e di importo superiore a mille euro (un denominatore prossimo allo zero genererebbe multipli estremamente elevati).

Accanto alle variabili dipendenti e a quelle di interesse, vengono impiegate nove variabili di controllo al fine di isolare l'associazione fra governance familiare e valutazione di mercato. Come espresso dalle statistiche descrittive del paragrafo 3.3, e in parte già nel paragrafo 3.1, i tre gruppi non condividono la stessa composizione, infatti differiscono per dimensione, età, redditività e liquidità del titolo, e ciascuna di queste differenze produce di per sé multipli diversi. I controlli sono elencati di seguito.

La prima variabile considerata è la dimensione aziendale, misurata attraverso il logaritmo del totale attivo. Tale controllo risulta indispensabile poiché nel campione la capitalizzazione mediana delle imprese non familiari è pari a 194 milioni di euro, contro i 75 milioni di quelle familiari; in assenza di questo controllo, qualsiasi differenza di multiplo attribuita alla natura familiare potrebbe riflettere esclusivamente un divario dimensionale. La seconda variabile è l'età dell'impresa, anch'essa espressa in forma logaritmica, inserita per controllare le diverse fasi del ciclo di vita: le imprese più mature, infatti, presentano opportunità di crescita più contenute e multipli inferiori.

Passando alle variabili economico-finanziarie, il ROA ante imposte viene utilizzato come controllo per la redditività d'impresa. In questo modo, un eventuale premio sui multipli potrebbe riflettere semplicemente una redditività superiore e non un giudizio del mercato sulla qualità della governance. Il ROE non è incluso fra i controlli poiché deriva dal prodotto fra ROA e leva finanziaria, e il suo inserimento accanto a entrambe le variabili introdurrebbe una ridondanza nelle stime. Per seconda la leva finanziaria, misurata dal rapporto fra debiti totali e totale attivo, essa rappresenta un controllo per la struttura del capitale dato che la letteratura ha mostrato essere essa stessa un segnale che il mercato incorpora nella valutazione aziendale (Ross, 1977; Anderson, Mansi & Reeb, 2003). Per ultimo, il tasso di crescita annuo del valore della produzione approssima le opportunità di crescita.

Per quanto riguarda la composizione dell'attivo e la marginalità, l'incidenza delle immobilizzazioni immateriali sul totale attivo è una ulteriore variabile di controllo che potrebbe determinare multipli patrimoniali più elevati, poiché parte del loro valore non è

iscritto all'attivo. Il margine EBITDA, rapporto fra margine operativo lordo e valore della produzione, è rilevante nell'equazione del P/S permettendo di non confondere una marginalità superiore con un premio di governance.

Gli ultimi due controlli, riguardanti le caratteristiche di mercato del titolo, sono la volatilità annualizzata dei rendimenti giornalieri, calcolata come deviazione standard dei rendimenti logaritmici giornalieri moltiplicata per la radice di 252 (questi ultimi sono i giorni di borsa in cui il titolo viene scambiato) che permette di misurare il rischio specifico, nonché la volatilità del titolo; e il turnover del titolo, che permette di misurare la liquidità del flottante. Quest'ultimo, calcolato come rapporto fra volumi annui scambiati e azioni in circolazione, permette di tenere conto di un eventuale sconto di illiquidità.

### 3.2.3 Il trattamento dei valori estremi e il quadro riepilogativo

I multipli di borsa sono soggetti a code estreme e per evitare che questo possa compromettere l'analisi sono stati adottati due accorgimenti. Il primo opera in fase di costruzione ed è già stato illustrato nel paragrafo 3.2, ossia ciascun multiplo è calcolato soltanto quando il denominatore è positivo e superiore a mille euro. Il secondo è la winsorizzazione al 1° e al 99° percentile, applicata alle cinque variabili dipendenti e alle sette variabili di controllo, che porta i valori collocati oltre tali soglie alla soglia stessa. Le soglie sono calcolate sulla distribuzione dell'intero campione e non separatamente entro ciascun gruppo di governance; infatti, se venisse adottata questa ultima metodologia il calcolo comprimerebbe le code di ciascuna distribuzione verso la rispettiva mediana, riducendo per costruzione proprio il divario che l'analisi intende misurare. La scelta di winsorizzare anziché eliminare le singole osservazioni evita di ridurre ulteriormente il campione introducendo una selezione ulteriore a quella già documentata nel paragrafo 3.1. Così facendo, la winsorizzazione lascia invariato il numero di osservazioni e si limita a contenere le code estreme.

**Tabella 3.5 – Sensibilità del coefficiente familiare alla soglia di winsorizzazione**

| Multiplo  | Nessuna | 1°-99°   | 2°-98°   | 5°-95°  |
|-----------|---------|----------|----------|---------|
| P/B       | -0,062  | -0,019   | -0,018   | +0,000  |
| P/EBT     | +28,163 | +2,677   | +1,295   | +1,960  |
| P/S       | -0,952* | -1,310** | -0,736** | -0,315* |
| EV/EBITDA | +27,685 | -3,427*  | -2,259*  | -0,852  |
| Tobin's q | +0,017  | +0,011   | +0,008   | +0,016  |

*Fonte: elaborazione propria su dati FactSet e Orbis, 2007–2024. Coefficiente della variabile di natura familiare nella specificazione completa della serie A, con nove variabili di controllo, effetti fissi di anno e settore ed errori standard raggruppati per impresa.*

La soglia dell'1° e del 99° percentile costituisce una convenzione, ed è opportuno verificare quanto i risultati ne dipendano. La Tabella 3.5 replica, pertanto, il modello di analisi completo riportando quattro diversi trattamenti dei valori estremi. Poiché la winsorizzazione non elimina osservazioni ma le riporta alla soglia, il campione di stima resta identico nelle quattro colonne, e le differenze fra i coefficienti sono imputabili unicamente al trattamento delle code.

Il quadro che ne emerge è duplice. I due multipli patrimoniali e il P/EBT non evidenziano alcuna associazione in nessuna configurazione, infatti, la loro mancanza di significatività non dipende dunque dalla convenzione adottata. Lo sconto sul P/S conserva segno negativo e significatività statistica a tutti i livelli, riducendosi all'aumentare della percentuale di winsorizzazione. Riguardo l'EV/EBITDA, questo riporta un coefficiente negativo e significativo al 10% nelle due winsorizzazioni intermedie, e perde di significatività al limite corrispondente al 5°-95°, e in assenza di qualsiasi trattamento delle code assume segno positivo. Detto questo, l'origine di tale inversione deriva da una sola osservazione (Lemon Sistemi S.p.A., nell'esercizio 2024) ed è ricostruita nel paragrafo 3.5.

La Tabella 3.6 riepiloga le diciassette variabili impiegate nell'analisi indicando per ciascuna la definizione operativa, la fonte e la copertura sul campione di 4.604 osservazioni.

**Tabella 3.6 – Definizione operativa delle variabili impiegate nell'analisi**

| Variabile                              | Tipo       | Formula operativa                                                                                          | Osservazioni |
|----------------------------------------|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| P/B                                    | dipendente | Capitalizzazione / Patrimonio netto contabile                                                              | 3.554        |
| P/EBT                                  | dipendente | Capitalizzazione / Risultato ante imposte, se positivo                                                     | 2.562        |
| P/S                                    | dipendente | Capitalizzazione / Valore della produzione                                                                 | 3.695        |
| EV/EBITDA                              | dipendente | (Capitalizzazione + debito a lungo termine – Disponibilità liquide) / EBITDA                               | 2.368        |
| Tobin's q                              | dipendente | (Capitalizzazione + Passività totali) / Totale attivo                                                      | 2.667        |
| Familiare                              | interesse  | 1 se la famiglia detiene almeno il 25% del capitale oppure almeno il 20% con presenza negli organi sociali | 4.604        |
| Familiare con proprietà e gestione     | interesse  | 1 se familiare e almeno un membro della famiglia negli organi di vertice                                   | 4.604        |
| Familiare con sola proprietà           | interesse  | 1 se familiare e nessun membro della famiglia negli organi di vertice                                      | 4.604        |
| Ln(totale attivo)                      | controllo  | Logaritmo naturale del totale attivo                                                                       | 2.667        |
| Ln(età)                                | controllo  | Logaritmo di (1 + anno di osservazione – anno di costituzione)                                             | 4.596        |
| ROA                                    | controllo  | Redditività lorda del totale attivo                                                                        | 3.674        |
| Leva finanziaria                       | controllo  | Passività totali / Totale attivo                                                                           | 2.667        |
| Crescita del valore della produzione   | controllo  | Variazione percentuale annua fra esercizi consecutivi                                                      | 3.418        |
| Immobilizzazioni immateriali su attivo | controllo  | Immobilizzazioni immateriali / Totale attivo                                                               | 2.663        |
| Margine EBITDA                         | controllo  | EBITDA / Valore della produzione                                                                           | 2.665        |
| Volatilità dei rendimenti              | controllo  | Deviazione standard dei rendimenti logaritmici giornalieri × radice di 252                                 | 4.604        |
| Turnover del titolo                    | controllo  | Volumi annui scambiati / Azioni in circolazione                                                            | 4.581        |

*Fonte: elaborazione propria su dati FactSet e Orbis, 2007–2024. L'ultima colonna riporta le osservazioni impresa-anno con valore disponibile, sulle 4.604 del campione di analisi.*

L'ultima colonna consente di individuare immediatamente il vincolo che governa la numerosità delle stime. Le variabili di origine contabile sono le meno documentate, e in particolare il gruppo composto da totale attivo, passività e debiti, immobilizzazioni immateriali ed EBITDA, disponibile per un numero di osservazioni compreso fra 2.663 e 2.667. Tuttavia, poiché la stima impiega le sole osservazioni complete su tutte le variabili del modello, le stime del paragrafo 3.5 prendono come riferimento fra le 1.782 e 2.502 osservazioni, a seconda del multiplo considerato, e non le 4.604 del campione.

### 3.3 Analisi descrittiva e confronti preliminari

#### 3.3.1 Le caratteristiche delle imprese nei tre gruppi

Prima di procedere al confronto dei multipli, si rende necessaria una disamina delle difformità strutturali che caratterizzano i tre campioni. È infatti la presenza di tali differenze a giustificare il ricorso all'analisi multivariata, indispensabile per isolare l'effetto dei singoli fattori. Infatti, i gruppi non sono totalmente composti da imprese comparabili, ma differiscono per dimensione, età, liquidità del titolo e composizione dell'attivo, e ciascuna di tali caratteristiche incide sui multipli di borsa indipendentemente dall'assetto proprietario.

**Tabella 3.7 – Caratteristiche delle imprese per gruppo di governance (valori mediani)**

|                                               | Gruppo 0 | Gruppo 1 | Gruppo 2 |
|-----------------------------------------------|----------|----------|----------|
| Non familiari                                 |          |          |          |
| Totale attivo (milioni di euro)               | 635      | 289      | 207      |
| Capitalizzazione di mercato (milioni di euro) | 194      | 84       | 74       |
| Età dell'impresa (anni)                       | 21       | 32       | 31       |
| ROA (%)                                       | 2,92     | 2,60     | 2,93     |
| Leva finanziaria                              | 0,67     | 0,65     | 0,63     |
| Crescita del valore della produzione          | 0,04     | 0,03     | 0,05     |
| Immobilizzazioni immateriali su attivo        | 0,21     | 0,16     | 0,15     |
| Margine EBITDA                                | 0,16     | 0,11     | 0,12     |
| Volatilità dei rendimenti                     | 0,32     | 0,35     | 0,35     |
| Turnover del titolo                           | 0,42     | 0,25     | 0,29     |
| Osservazioni                                  | 1.248    | 560      | 2.796    |

*Fonte: elaborazione propria su dati FactSet e Orbis, 2007–2024. Si riportano le mediane anziché le medie poiché tutte le grandezze presentano distribuzioni fortemente asimmetriche; i valori sono winsorizzati al 1° e al 99° percentile ad eccezione di totale attivo e capitalizzazione.*

Partendo dal divario dimensionale, il totale attivo mediano delle imprese non familiari ammonta a 635 milioni di euro, contro 289 milioni delle familiari a sola proprietà e 207 di quelle a governance attiva, in un rapporto di circa tre a uno. Sulle medie il divario si amplia ulteriormente, registrando un valore di 11.289 milioni per le non familiari rispetto a 1.022 e 807 milioni per quelle a sola proprietà familiare e governance attiva

rispettivamente.

L'età costituisce una seconda differenza da evidenziare. Le imprese familiari presentano una vita mediana di 32 e 31 anni contro i 21 delle non familiari, con uno scarto di circa un decennio. Poiché le imprese mature dispongono di opportunità di crescita più contenute e presentano multipli strutturalmente inferiori, una parte di un eventuale sconto familiare rifletterebbe la maggiore maturità del gruppo anziché il suo assetto proprietario.

La liquidità del titolo segna la terza differenza. Il turnover mediano è pari a 0,42 per le non familiari contro 0,25 e 0,29 per i due gruppi familiari, e segnala che nelle imprese familiari una quota inferiore del capitale cambia di mano ogni anno. Si tratta dell'effetto atteso della presenza di una partecipazione stabile e non negoziata, con la conseguenza che uno sconto di illiquidità potrebbe essere attribuito alla natura familiare.

La quarta differenza attiene alla composizione dell'attivo e alla marginalità, dove le imprese non familiari presentano una maggiore incidenza delle immobilizzazioni immateriali sull'attivo, pari a 0,21 contro 0,16 e 0,15, e un margine EBITDA superiore, 0,16 contro 0,11 e 0,12.

Per quanto riguarda la redditività degli asset è necessario fare una precisazione, poiché medie e mediane conducono a conclusioni diverse. Il ROA mediano risulta pressoché simile nei tre gruppi (2,92%, 2,60% e 2,93%) mentre il ROA medio segna un divario a favore delle imprese familiari, con 0,62% contro 1,52% e 1,76%. Detto questo, le imprese familiari non hanno una redditività generalmente superiore, ma presentano una dispersione più ampia e spostata verso valori più alti.

Per ultime, la leva finanziaria e la crescita del valore della produzione risultano sostanzialmente allineate fra i tre gruppi e non costituiscono fonti di disturbo impattanti. Le differenze documentate rendono il confronto diretto dei multipli, presentato nei paragrafi seguenti, un'evidenza esclusivamente preliminare. Poiché dimensione, età, liquidità e marginalità influenzano sistematicamente i multipli di borsa, un divario osservato fra imprese familiari e non familiari potrebbe riflettere tali caratteristiche anziché l'assetto proprietario. L'isolamento dell'associazione fra governance e valutazione richiede pertanto la specificazione multivariata illustrata nel paragrafo 3.4.

La Tabella 3.8 riporta media, mediana e numero di osservazioni valide dei cinque multipli per ciascun gruppo di governance. Seguono le descrizioni dei multipli.

**Tabella 3.8 – Multipli di borsa per gruppo di governance (media / mediana / numerosità)**

| Multipla  | Gruppo 0 – Non familiari | Gruppo 1 – Fam., sola proprietà | Gruppo 2 – Fam., proprietà e gestione |
|-----------|--------------------------|---------------------------------|---------------------------------------|
| P/B       | 1,99 / 1,41 / 901        | 2,18 / 1,42 / 388               | 2,44 / 1,57 / 2.265                   |
| P/EBT     | 27,28 / 11,85 / 670      | 25,58 / 10,24 / 274             | 27,17 / 12,38 / 1.618                 |
| P/S       | 3,05 / 0,86 / 948        | 2,96 / 0,76 / 408               | 2,77 / 0,77 / 2.339                   |
| EV/EBITDA | 12,17 / 7,07 / 667       | 8,20 / 5,48 / 239               | 10,33 / 6,08 / 1.462                  |
| Tobin's q | 1,33 / 1,12 / 736        | 1,38 / 1,11 / 276               | 1,46 / 1,17 / 1.655                   |

Fonte: elaborazione propria su dati FactSet e Orbis, 2007–2024. Valori winsorizzati al 1° e al 99° percentile. La numerosità differisce fra i multipli per effetto della diversa copertura contabile documentata nel paragrafo 3.1.6.

Il P/B mostra una progressione positiva fra i tre gruppi coerentemente con la direzione delle ipotesi iniziali: la media passa da 1,99 per le imprese non familiari a 2,18 per le familiari a sola proprietà e a 2,44 per quelle a governance attiva, con un andamento confermato dalle mediane, che valgono rispettivamente 1,41, 1,42 e 1,57. Nella prospettiva della *Resource-Based View* descritta nel primo Capitolo, il maggior valore attribuito al patrimonio netto rispetto al valore contabile è interpretabile come composto di risorse intangibili non iscritte a bilancio, quali reputazione, capitale relazionale e conoscenza tacita (Habbershon & Williams, 1999).

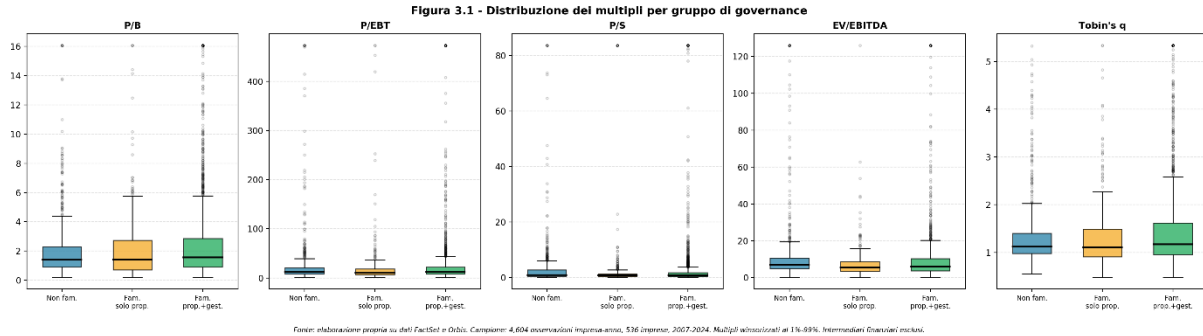
Il Tobin's q conferma il medesimo ordinamento sulle medie, con valori pari a 1,33, 1,38 e 1,46, sebbene con ampiezza più contenuta. Sulle mediane l'ordinamento non è invece monotono, poiché il Gruppo 1 si colloca marginalmente al di sotto del Gruppo 0, con 1,11 contro 1,12.

Il P/S e l'EV/EBITDA presentano un ordinamento rovesciato. Sul primo le imprese non familiari registrano il valore più elevato, con una media di 3,05 contro 2,77 delle familiari a governance attiva; sul secondo il divario è più ampio, con 12,17 contro 10,33, e il Gruppo 1 si colloca al livello più basso, pari a 8,20. Si deduce quindi che le imprese familiari risultano valutate meno per ogni euro di fatturato prodotto e per ogni euro di margine operativo lordo generato.

Il P/EBT non evidenzia differenze apprezzabili fra i gruppi, con medie comprese fra 25,58 e 27,28. Il multiplo ha al denominatore una grandezza reddituale, notoriamente più volatile ed esposta alle politiche di bilancio, ed è calcolato sul sottoinsieme selezionato delle imprese in utile.

Il confronto fra medie e mediane conferma l'asimmetria distributiva, infatti nel caso del P/S la media supera la mediana di circa tre volte e mezzo in ciascun gruppo, mentre per il P/EBT il rapporto si attesta oltre il fattore due; dunque, l'operazione di winsorizzazione attenua l'impatto dei valori estremi, ma preserva l'asimmetria dei dati.

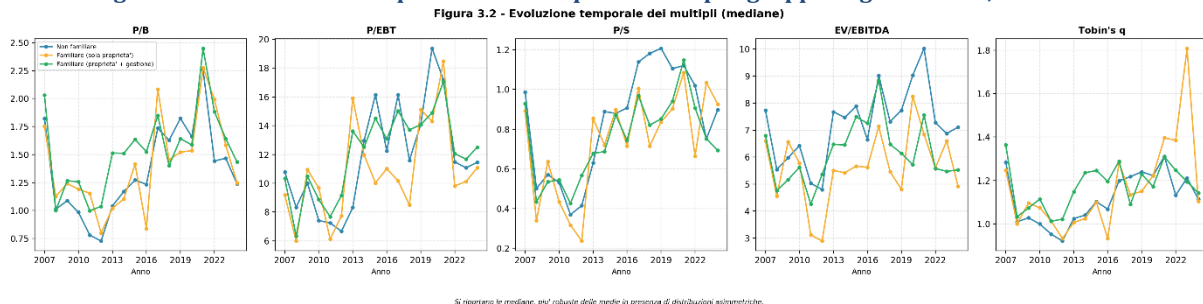
**Figura 3.1 – Distribuzione dei cinque multipli per gruppo di governance**



Fonte: elaborazione propria su dati FactSet e Orbis, 2007–2024. Valori winsorizzati al 1° e al 99° percentile.

La Figura 3.1 riporta le distribuzioni complete mediante *boxplot* e quel che emerge non è tanto la posizione di medie e mediane, bensì il fatto che gli intervalli interquartili si intersecano su tutti e cinque i multipli, e che le differenze fra tendenze centrali risultano modeste rispetto alla dispersione interna a ciascun gruppo. Di conseguenza, non vengono identificati gruppi di imprese separati.

**Figura 3.2 – Evoluzione temporale dei multipli mediani per gruppo di governance, 2007–2024**



Fonte: elaborazione propria su dati FactSet e Orbis.

La Figura 3.2 riporta l'andamento dei multipli mediani di ciascun gruppo per tutti i diciotto esercizi osservati e un primo elemento che emerge dall'analisi dei grafici è la tendenza a seguire un trend comune.

Se la tendenza è pressoché simile lungo l'intero periodo, la posizione relativa dei tre gruppi varia in funzione del multiplo considerato. Riguardo i due multipli patrimoniali, le imprese familiari a governance attiva mantengono un vantaggio persistente, riportando una mediana più elevata in undici e dieci esercizi su diciotto rispettivamente. Al contrario, l'ordinamento si rovescia sui multipli reddituali: l'EV/EBITDA mediano di imprese non familiari prevale in quindici esercizi su diciotto, mentre il P/S mediano prevale in nove esercizi. Per ultimo, Il P/EBT non evidenzia alcuna prevalenza stabile.

Il dato di maggiore interesse riguarda tuttavia il Gruppo 1, ossia le imprese familiari prive di coinvolgimento gestionale, la cui collocazione non è quella intermedia che la formulazione delle ipotesi lascerebbe attendere. Sull'intero periodo esso registra la mediana più bassa dei tre gruppi su quattro multipli su cinque (P/EBT, P/S, EV/EBITDA e Tobin's q) e occupa una posizione intermedia soltanto sul P/B, peraltro a ridosso delle imprese non familiari, con 1,42 contro 1,41 di queste ultime. Tale circostanza modifica la lettura del quadro descrittivo. Il divario positivo fra imprese familiari a governance attiva e imprese familiari a sola proprietà, che l'ipotesi H3 postula e che i dati effettivamente evidenziano, non deriva dal collocarsi delle prime al di sopra del mercato, bensì dal collocarsi delle seconde al di sotto di esso. Infatti, rispetto alle imprese non familiari, il Gruppo 2 mantiene un vantaggio solo patrimoniale e uno svantaggio reddituale, mentre il Gruppo 1 risulta penalizzato su entrambe le dimensioni. La configurazione proprietaria che il mercato valuta meno favorevolmente non è dunque quella familiare in quanto tale, ma quella in cui la famiglia detiene il controllo senza partecipare alla gestione.

### 3.3.2 I confronti bivariati e la correlazione tra variabili

I differenziali descritti sopra potrebbero riflettere la sola variabilità campionaria, quindi non essere significativi statisticamente. Per verificare la loro rilevanza statistica è quindi necessario effettuare tre diversi confronti, ciascuno dei quali traduce direttamente ognuna delle ipotesi di ricerca.

Tale confronto impiega congiuntamente il test di Welch, che verifica la diversità delle medie senza richiedere che i due gruppi presentino la medesima varianza (condizione qui non plausibile data la diversa numerosità e dispersione dei gruppi), e il test di Mann-Whitney che verifica se le due distribuzioni siano complessivamente spostate l'una rispetto all'altra, senza assumerne alcuna forma. La concordanza fra i due test segnala che il divario interessa la distribuzione nel suo complesso e non dipende da poche osservazioni anomale; la loro divergenza, al contrario, indica che l'evidenza è sensibile alla forma della distribuzione o alla presenza di valori estremi.

**Tabella 3.9 – Confronti bivariati fra gruppi di governance**

| Multiplo                        | Media A | Media B | Differenza | p Welch  | Mediana A | Mediana B | p Mann-Whitney |
|---------------------------------|---------|---------|------------|----------|-----------|-----------|----------------|
| Familiari vs non familiari (H1) |         |         |            |          |           |           |                |
| P/B                             | 2,40    | 1,99    | +0,41      | 0,000*** | 1,54      | 1,41      | 0,008***       |
| P/EBT                           | 26,94   | 27,28   | -0,34      | 0,902    | 12,16     | 11,85     | 0,797          |
| P/S                             | 2,80    | 3,05    | -0,25      | 0,451    | 0,77      | 0,86      | 0,000***       |
| EV/EBITDA                       | 10,03   | 12,17   | -2,14      | 0,012**  | 5,94      | 7,07      | 0,000***       |
| Tobin's q                       | 1,45    | 1,33    | +0,12      | 0,000*** | 1,16      | 1,12      | 0,174          |

|                                         |       |       |       |          |       |       |          |
|-----------------------------------------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|----------|
| Familiari Gov Att vs non familiari (H2) |       |       |       |          |       |       |          |
| P/B                                     | 2,44  | 1,99  | +0,44 | 0,000*** | 1,57  | 1,41  | 0,002*** |
| P/EBT                                   | 27,17 | 27,28 | -0,10 | 0,970    | 12,38 | 11,85 | 0,776    |
| P/S                                     | 2,77  | 3,05  | -0,28 | 0,410    | 0,77  | 0,86  | 0,000*** |
| EV/EBITDA                               | 10,33 | 12,17 | -1,84 | 0,034**  | 6,08  | 7,07  | 0,000*** |
| Tobin's q                               | 1,46  | 1,33  | +0,13 | 0,000*** | 1,17  | 1,12  | 0,070*   |
| Familiari Gov Att vs Proprietà (H3)     |       |       |       |          |       |       |          |
| P/B                                     | 2,44  | 2,18  | +0,25 | 0,055*   | 1,57  | 1,42  | 0,023**  |
| P/EBT                                   | 27,17 | 25,58 | +1,60 | 0,683    | 12,38 | 10,24 | 0,013**  |
| P/S                                     | 2,77  | 2,96  | -0,19 | 0,759    | 0,77  | 0,76  | 0,245    |
| EV/EBITDA                               | 10,33 | 8,20  | +2,13 | 0,011**  | 6,08  | 5,48  | 0,029**  |
| Tobin's q                               | 1,46  | 1,38  | +0,08 | 0,118    | 1,17  | 1,11  | 0,060*   |

*Fonte: elaborazione propria su dati FactSet e Orbis, 2007-2024. Il gruppo A è quello indicato per primo nell'intestazione di ciascun pannello. Valori winsorizzati al 1° e al 99° percentile.*

Il confronto tra imprese familiari e non familiari conferma quanto emerso in sede descrittiva dove i multipli patrimoniali delle imprese familiari registrano valori superiori con elevata significatività; infatti, il P/B eccede di 0,41 punti, con entrambi i test concordi, mentre sul Tobin's q il divario di 0,12 è significativo solo secondo il test di Welch. Sull'EV/EBITDA il differenziale è invece negativo e significativo, pari a -2,14, indicando come le imprese familiari scambino ad un multiplo inferiore rispetto a quelle non familiari. Il P/EBT non evidenzia alcuna differenza. Per quanto riguarda il P/S, poiché i due test conducono a esiti divergenti, solo il confronto fra distribuzioni raggiunge la significatività statistica, e questo deriva dalla diversa posizione complessiva delle distribuzioni piuttosto che dalle diverse medie. In ogni caso, l'evidenza va interpretata come uno svantaggio delle imprese familiari sul P/S.

Il confronto tra imprese familiari a governance attiva e imprese non familiari replica il quadro del primo confronto, con differenziali di ampiezza analoga. Il vantaggio sui multipli patrimoniali si rafforza lievemente, poiché il P/B passa da +0,41 a +0,44 e il Tobin's q da +0,12 a +0,13; lo svantaggio si attenua invece sull'EV/EBITDA, che si riduce da -2,14 a -1,84, e sul P/EBT, che passa da -0,34 a -0,10.

Il terzo e ultimo confronto, nonché quello di maggiore interesse, isola il coinvolgimento gestionale a parità di natura familiare. Il multiplo più significativo è l'EV/EBITDA dato che è l'unico multiplo su cui entrambi i test concordano (+2,13; Welch 1,1%, Mann-Whitney 2,9%). Sul P/EBT la differenza fra le medie non è significativa (+1,60;  $p = 0,683$ ), mentre lo è quella fra le distribuzioni ( $p = 1,3\%$ ), segnalando uno scarto di posizione e non di media. Inoltre, il P/B mostra un +0,25 e un p-value del 5,5%. Per quanto riguarda l'EV/EBITDA, dato che entrambe le configurazioni familiari si collocano al di sotto delle imprese non familiari, il divario favorevole al Gruppo 2 non segnala un premio, bensì uno sconto meno pronunciato.

I risultati appena esposti costituiscono evidenza esclusivamente preliminare, per due ragioni di ordine metodologico. La prima è che i confronti non tengono conto di alcuna delle variabili di controllo; la seconda è che entrambi i test presuppongono l'indipendenza delle osservazioni, ipotesi violata in una base dati panel. Infatti, le 4.604 osservazioni provengono da 536 imprese, e i multipli delle medesime società in esercizi diversi sono fortemente correlati. Entrambe le limitazioni vengono superate dalla specificazione multivariata del paragrafo 3.4, che introduce le variabili di controllo e corregge gli errori standard per la struttura a panel.

A differenza delle analisi descrittive finora condotte, l'esame delle correlazioni risponde all'esigenza di verificare che i regressori inclusi nella specificazione del paragrafo 3.4 non mostrino un'eccessiva collinearità che possa inficiare le stime ottenute. Un elevato grado di associazione lineare tra due variabili esplicative non determina distorsione nei coefficienti, bensì un aumento della loro varianza, di conseguenza il modello non riesce ad attribuire a ciascun fattore il rispettivo contributo esplicativo.

**Tabella 3.10.1 – Matrice di correlazione fra i regressori**

|                     | lnTA  | lnEtà | ROA   | Leva  | Cresc. | Immat. | Marg. | Volat. | Turn. | Fam  | FamGov |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|------|--------|
| ln(età)             | 0,25  |       |       |       |        |        |       |        |       |      |        |
| ROA                 | 0,24  | 0,10  |       |       |        |        |       |        |       |      |        |
| Leva                | 0,09  | -0,01 | -0,41 |       |        |        |       |        |       |      |        |
| Crescita val. prod. | -0,08 | -0,16 | 0,09  | -0,06 |        |        |       |        |       |      |        |
| Immat./attivo       | 0,02  | -0,12 | -0,08 | -0,03 | -0,03  |        |       |        |       |      |        |
| Margine EBITDA      | 0,28  | 0,03  | 0,51  | -0,20 | 0,06   | 0,09   |       |        |       |      |        |
| Volatilità          | -0,32 | -0,08 | -0,35 | 0,30  | -0,03  | -0,01  | -0,26 |        |       |      |        |
| Turnover            | 0,08  | -0,01 | -0,16 | 0,26  | -0,02  | 0,04   | -0,07 | 0,46   |       |      |        |
| Familiare           | -0,28 | 0,15  | 0,04  | -0,03 | 0,02   | -0,15  | -0,09 | 0,09   | -0,13 |      |        |
| Fam. prop. e gest.  | -0,23 | 0,12  | 0,04  | -0,06 | 0,01   | -0,15  | -0,06 | 0,06   | -0,09 | 0,76 |        |
| Fam. sola proprietà | -0,04 | 0,03  | 0,00  | 0,05  | 0,02   | 0,02   | -0,03 | 0,03   | -0,03 | 0,23 | -0,46  |

Fonte: elaborazione propria su dati FactSet e Orbis, 2007–2024. Coefficienti di correlazione lineare calcolati sul campione di analisi.

**Tabella 3.10.2 – Matrice di correlazione fra le variabili dipendenti**

|           | P/B  | P/EBT | P/S  | EV/EBITDA |
|-----------|------|-------|------|-----------|
| P/EBT     | 0,11 |       |      |           |
| P/S       | 0,14 | 0,11  |      |           |
| EV/EBITDA | 0,34 | 0,48  | 0,44 |           |
| Tobin's q | 0,78 | 0,10  | 0,31 | 0,31      |

Fonte: elaborazione propria su dati FactSet e Orbis, 2007–2024. Coefficienti di correlazione lineare calcolati sul campione di analisi.

Nessuna coppia di variabili di controllo raggiunge livelli di correlazione tali da compromettere la stima. Detto questo, le tre associazioni più impattanti vengono di seguito riportate:

- Il ROA e il margine EBITDA mostrano una correlazione di 0,51, trattandosi di due misure di redditività fondate su grandezze del conto economico, rapportate rispettivamente all'attivo e al fatturato.
- La volatilità e il turnover correlano a 0,46, a conferma del fatto che i titoli più liquidi e scambiati tendono a registrare anche una maggiore oscillazione del prezzo.
- Il ROA e la leva finanziaria correlano negativamente a -0,41, coerentemente con la maggiore incidenza degli oneri finanziari sulle imprese con una struttura finanziaria più indebitata.

In tutti e tre i casi si tratta però di variabili che misurano aspetti diversi dell'impresa, e considerarli tutti nel modello è coerente con gli obiettivi della presente ricerca.

Un'ulteriore nota va fatta riguardo le variabili dipendenti. Fra i cinque multipli le correlazioni si collocano tutte fra 0,10 e 0,48, con una sola eccezione relativamente al P/B e Tobin's q che correlano a 0,78. La circostanza non sorprende, poiché entrambi rapportano il valore di mercato a una grandezza patrimoniale contabile e differiscono soltanto per il perimetro considerato, il solo capitale proprio nel primo caso e il totale attivo nel secondo. Ne discende che i due multipli non costituiscono verifiche fra loro indipendenti, e che la loro concordanza non può essere letta come una duplice conferma. Per quanto riguarda i due valori elevati delle variabili di governance, il primo, pari a 0,76, lega l'indicatore di natura familiare a quello di governance attiva, e nonostante si tratti di un valore alto per costruzione, questo non produce alcuna conseguenza dato che le due variabili non compaiono nel medesimo modello. Il secondo valore, pari a -0,46, contrappone le imprese familiari solo proprietarie a quelle con governance attiva, e dato che le due variabili sono mutuamente esclusive, quando una vale uno l'altra vale necessariamente zero. Di conseguenza le stime dei due coefficienti non risultano indipendenti fra loro; quindi, è necessario effettuare il test di uguaglianza illustrato nel paragrafo 3.4 per tener conto di tale legame.

### 3.4 Il modello di regressione multipla

L'analisi descrittiva ha documentato differenze sistematiche fra i tre gruppi tanto nei multipli quanto nelle caratteristiche d'impresa. Poiché queste ultime incidono di per sé sulla valutazione, l'attribuzione di un differenziale all'assetto proprietario richiede una specificazione che le tenga costanti. Il modello stimato assume la forma seguente:

$$Multiplo_{it} = \alpha + \beta \cdot Governance_{it} + \sum \gamma_k \cdot Controllo_{k,it} + \delta_t + \theta_s + \varepsilon_{it}$$

dove l'indice "i" individua l'impresa, "t" l'esercizio e "s" il settore di appartenenza;  $\delta_t$  e  $\theta_s$  rappresentano rispettivamente gli effetti fissi di anno e di settore. Il coefficiente  $\beta$  misura la differenza media di multiplo associata alla configurazione proprietaria considerata, a parità delle nove variabili di controllo.

La prima stima, indicata come S1, comprende le sole variabili di governance e restituisce il differenziale grezzo, numericamente coincidente con la differenza fra le medie dei gruppi; la seconda, S2, aggiunge le variabili di controllo, mentre la terza, S3, aggiunge gli effetti fissi di anno e di settore e costituisce la specificazione sulla quale si fonda la verifica delle ipotesi. Così facendo, la progressione consente di osservare quanto del differenziale iniziale sopravviva all'introduzione dei controlli e quanto ne sia invece assorbito, il tutto mantenendo invariata la variabile di interesse lungo la sequenza. Infatti, da S1 a S3 mutano soltanto il numero di regressori, mentre l'indicatore di governance rimane il medesimo.

Come ultimo elemento da considerare, le stime coprono il periodo 2008–2024 anziché l'intero arco osservato poiché la variabile di crescita dei ricavi richiede il dato dell'esercizio precedente.

Le tre ipotesi non possono essere verificate all'interno di un'unica sequenza di modelli. Infatti, la prima riguarda l'insieme delle imprese familiari e richiede un indicatore binario che le distingua dalle altre, mentre la seconda e la terza richiedono la scomposizione delle imprese familiari in due configurazioni di governance. Si adottano pertanto due modelli paralleli, ciascuno con la propria progressione in tre stadi.

La *serie A* impiega come variabile di interesse l'indicatore di natura familiare ed è destinata alla verifica dell'ipotesi H1. Il coefficiente misura la differenza media di multiplo fra imprese familiari e non familiari.

La *serie B*, che si occupa di verificare H2 e H3, impiega le due variabili che distinguono le imprese familiari a governance attiva da quelle a sola proprietà. La categoria omessa è quella delle imprese non familiari, cosicché entrambi i coefficienti possano misurare una distanza rispetto proprio a quest'ultimo gruppo. Detto questo, le due serie condividono le medesime variabili di controllo e i medesimi effetti fissi.

Il campione di riferimento è definito una sola volta per ciascuna variabile dipendente come insieme delle osservazioni complete sul multiplo considerato, sulle variabili di controllo, su quelle di governance e sugli effetti fissi.

**Tabella 3.11 – Campione di stima delle due serie**

| Multiplo  | Osservazioni serie A | Osservazioni serie B | Imprese |
|-----------|----------------------|----------------------|---------|
| P/B       | 2.421                | 2.421                | 275     |
| P/EBT     | 1.782                | 1.782                | 250     |
| P/S       | 2.502                | 2.502                | 278     |
| EV/EBITDA | 2.232                | 2.232                | 265     |
| Tobin's q | 2.502                | 2.502                | 278     |

*Fonte: elaborazione propria.*

Gli effetti fissi di anno attribuiscono a ciascun esercizio un termine noto specifico e neutralizzano l'andamento generale del mercato. L'analisi temporale citata nel paragrafo 3.3 ha mostrato che i tre gruppi seguono il medesimo profilo ciclico, con un minimo nel 2012 e un massimo nel 2021; quindi, in assenza di tale controllo, una variazione nella composizione temporale dei gruppi si tradurrebbe in un differenziale frutto di una distorsione temporale.

Gli effetti fissi di settore sono costruiti sulle divisioni della classificazione NACE Rev. 2 a due cifre. Si è preferito il livello più dettagliato rispetto a quello delle sezioni poiché esso consente di confrontare ciascuna impresa con società di attività affini, in questo modo le differenze strutturali fra comparti vengono assorbite anziché confluire nel coefficiente di interesse.

Gli errori standard sono calcolati raggruppando le osservazioni per impresa. La ragione è che la stessa società compare nel campione per più esercizi, e il suo multiplo cambia poco di anno in anno, di conseguenza due osservazioni consecutive della medesima impresa non costituiscono due informazioni distinte. Le stime impiegano fra 1.782 e 2.502 osservazioni, e queste provengono da un numero di imprese compreso fra 250 e 278. Trattare queste ultime come informazioni indipendenti condurrebbe a sottostimare gli errori standard e, di conseguenza, a sovrastimare la significatività dei coefficienti. Il raggruppamento per impresa corregge tale distorsione ed è lo standard consolidato nella

ricerca empirica di finanza aziendale su dati panel (Petersen, 2009). La correzione non modifica il valore dei coefficienti, ma soltanto la precisione a essi attribuita.

Il modello avrebbe potuto includere anche effetti fissi di impresa, che assorbono ogni caratteristica non osservata purché costante nel tempo e costituiscono il presidio più efficace contro la distorsione da variabile omessa. Essi non sono tuttavia adottati nella specificazione principale, per due ragioni. La prima è di ordine sostanziale: con effetti fissi di impresa il confronto fra imprese familiari e non familiari viene meno, poiché ciascuna società risulta confrontata unicamente con sé stessa in esercizi diversi, e il coefficiente misurerebbe la variazione del multiplo in occasione di un mutamento dell'assetto proprietario anziché la differenza di valutazione fra configurazioni proprietarie, che è quanto le tre ipotesi postulano. La seconda è di carattere statistico. Sebbene il campione di stima resti invariato, il coefficiente sarebbe identificato dalle sole imprese che mutano configurazione nel corso del periodo, quindi solo fra 18 e 30 società, a fronte di un numero di partenza compreso fra 250 e 278. Di conseguenza, una base di identificazione tanto ristretta non consente un'inferenza attendibile.

Poiché l'assetto proprietario familiare muta raramente nel corso della vita di un'impresa, l'identificazione di un differenziale tra governance societarie si basa necessariamente sul confronto fra società anziché su quello interno a ciascuna. Villalonga e Amit (2006) collocano per questa ragione la stima a effetti fissi fra le analisi di sensibilità e non fra le specificazioni principali, osservando che i coefficienti così ottenuti risultano qualitativamente analoghi ma privi di significatività statistica, esito atteso essendo essi identificati dalle sole 21 transizioni fra categoria familiare e non familiare presenti nel loro campione di 508 imprese. La stima con effetti fissi di impresa è pertanto condotta in questa sede fra i controlli di robustezza del paragrafo 3.5, dove la stabilità del segno rispetto alla specificazione principale costituisce elemento di verifica.

L'ipotesi H3 postula che il coinvolgimento gestionale della famiglia si associ a una valutazione superiore rispetto alla sola proprietà familiare, e nella *serie B* tale ipotesi assume che il coefficiente delle prime ecceda quello delle seconde. Tuttavia, poiché le due variabili sono mutuamente esclusive e presentano nel campione una correlazione pari a  $-0,46$ , come rilevato nel paragrafo 3.3, i rispettivi coefficienti risultano fra loro correlati e l'errore associato alla loro differenza non si ricava da quelli dei singoli coefficienti.

Si ricorre pertanto a un test di Wald sul vincolo lineare di uguaglianza fra i due coefficienti, condotto sulle specificazioni S2 e S3. L'ipotesi H3 si considera sostenuta soltanto qualora

il test rifiuta l'uguaglianza e la differenza presenti segno positivo. Al contrario, il rifiuto dell'ipotesi nulla, accompagnato da segno negativo, costituirebbe un'evidenza opposta all'ipotesi iniziale.

### 3.5 I risultati e la verifica delle ipotesi

#### 3.5.1 La serie A e la verifica di H1

La Tabella 3.12 riporta i risultati della serie A, nella quale la variabile di interesse è l'indicatore di natura familiare. Le prime tre righe seguono il coefficiente lungo le tre specificazioni progressive; le successive riportano i coefficienti delle variabili di controllo nella specificazione di riferimento.

**Tabella 3.12 – Serie A: associazione fra natura familiare e multipli di borsa**

|                                | P/B       | P/EBT      | P/S       | EV/EBITDA  | Tobin's q |
|--------------------------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|
| Familiare (S1)                 | +0,404*   | -0,355     | -1,055*   | -2,128     | +0,106    |
| Familiare (S2)                 | +0,223    | +0,184     | -1,570**  | -3,620**   | +0,018    |
| Familiare (S3)                 | -0,019    | 2,677      | -1,310**  | -3,427*    | +0,011    |
| Ln(totale attivo)              | -0,249*** | -2,677**   | +0,076    | -1,042***  | -0,069*** |
| Ln(età)                        | -0,074    | -3,845*    | -0,667**  | -0,975     | -0,023    |
| ROA                            | +0,015    | -2,932***  | +0,078**  | -0,514***  | +0,017*** |
| Leva finanziaria               | +3,097*** | -55,102*** | -5,212*** | -15,586*** | +0,062    |
| Crescita val. produzione       | +0,070    | -1,025     | -0,155    | -0,210     | +0,056    |
| Immobilizzazioni immat./attivo | +0,063    | 7,676      | -0,682    | -0,792     | -0,098    |
| Margine EBITDA                 | +0,413    | -5,057     | -9,516*** | -8,662*    | -0,109    |
| Volatilità                     | -0,087    | 29,858     | 2,077     | +15,193*   | +0,038    |
| Turnover                       | +0,208    | -1,770     | -0,126    | -1,349     | +0,027    |
| Osservazioni                   | 2.421     | 1.782      | 2.502     | 2.232      | 2.502     |
| Imprese                        | 275       | 250        | 278       | 265        | 278       |
| R <sup>2</sup> aggiustato (S3) | 0,245     | 0,166      | 0,266     | 0,175      | 0,331     |

Fonte: elaborazione propria. I coefficienti delle variabili di controllo si riferiscono alla specificazione S3. Tutte le specificazioni S3 includono effetti fissi di anno e di divisione settoriale; errori standard raggruppati a livello di impresa. Livelli di significatività: \*\*\* 1%, \*\* 5%, \* 10%.

Riguardo il coefficiente del P/B, nella prima versione del modello, esso vale +0,404 ed è significativo al 10%, confermando il differenziale rilevato dai confronti bivariati. Tuttavia, l'introduzione delle nove variabili di controllo lo riduce a +0,223 e annullandone la significatività; inoltre, l'aggiunta degli effetti fissi di anno e di settore lo porta a -0,019, valore prossimo allo zero. Il differenziale osservato in sede descrittiva risulta dunque interamente attribuibile alle caratteristiche strutturali delle imprese familiari e alla loro composizione settoriale. Un andamento analogo, seppure con ampiezze minori, caratterizza il Tobin's q, il cui coefficiente scende da +0,106 a +0,018, fino ad +0,011, in nessun caso statisticamente significativo.

La progressione dei coefficienti sul P/B e sul Tobin's q offre un'indicazione che va oltre la

mancata conferma di H1. Infatti, nel caso in cui ci si limitasse ad un confronto descrittivo (ad esempio dei soli multipli patrimoniali), si rischierebbe di individuare le imprese familiari come più attrattive e tale conclusione non solo risulterebbe imprecisa, ma rischierebbe di produrre scelte inappropriate da parte degli operatori di mercato.

Infatti, con particolare attenzione a questi ultimi, adottare un approccio olistico che non si sofferma alla sola osservazione delle variabili di interesse, permetterebbe di valutare l'impresa nel complesso, evitando di commettere errori di prospettiva.

Il P/EBT non evidenzia alcuna associazione significativa in nessuna delle tre specificazioni, coerentemente con quanto visto in precedenza nella fase descrittiva e con il numero ridotto di osservazioni disponibili.

Per quanto riguarda il P/S e l'EV/EBITDA, l'evidenza è significativa e di segno opposto e, cosa più importante, non si attenua ma si rafforza con l'introduzione dei controlli. Sul P/S il coefficiente passa da -1,055 in S1 a -1,570 in S2, per assestarsi a -1,310 in S3, mantenendo significatività al 5% in entrambe le specificazioni controllate. Sull'EV/EBITDA il percorso è analogo: da -2,128, non significativo, a -3,620 e infine a -3,427, significativo al 10%. L'aumento dei coefficienti in valore assoluto nel passaggio da S1 a S2 indica che le caratteristiche d'impresa non producevano lo sconto ma lo riducevano; infatti, le imprese familiari sono generalmente più piccole e, nella coda superiore della distribuzione più redditizie, tratti che agiscono in senso contrario a quello individuato dai coefficienti in assenza dei controlli.

I coefficienti delle variabili di controllo confermano la plausibilità della specificazione. Il logaritmo del totale attivo presenta segno negativo e significativo su quattro multipli su cinque, coerentemente con l'evidenza consolidata secondo cui le imprese di maggiori dimensioni scambiano a multipli ridotti. La leva finanziaria assume segno positivo e fortemente significativo sul P/B e negativo sui multipli reddituali. Il segno positivo sul P/B non costituisce peraltro un riscontro di natura economica, bensì discende dalla costruzione dell'indicatore: il patrimonio netto al denominatore è ottenuto per differenza fra attivo e passività, cosicché il multiplo risulta pari al rapporto fra capitalizzazione e attivo diviso per il complemento a uno della leva. La medesima circostanza interessa il Tobin's q, la cui definizione include le passività al numeratore. La relazione è dunque in parte definitoria e non incide sul coefficiente di interesse, il quale misura una differenza fra gruppi a parità di struttura finanziaria. Il ROA presenta segno positivo sui multipli patrimoniali e negativo su quelli reddituali, come atteso dalla struttura dei rispettivi

denominatori. Il margine EBITDA incide negativamente sul P/S con elevata significatività, confermando la funzione di controllo di marginalità per la quale era stato introdotto.

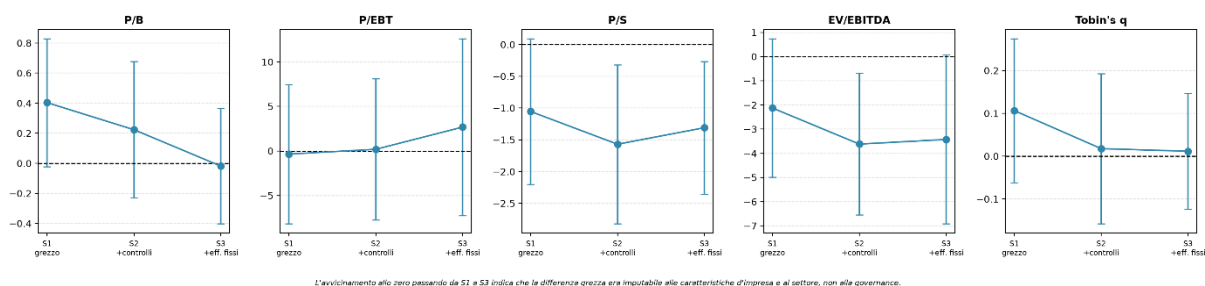
L' $R^2$  *adjusted*, che misura la quota di variabilità dei multipli spiegata dal modello, è compreso fra 0,166 e 0,331. Il valore non è elevato, ma risulta in linea con quanto la letteratura empirica riporta per le valutazioni di mercato, che dipendono in larga parte da aspettative e informazioni non desumibili dai bilanci. Va inoltre considerato che il modello comprende effetti fissi di anno e di settore ma non di impresa; infatti, attribuendo a ciascuna società una costante propria l' $R^2$  crescerebbe in misura rilevante seppur senza che ciò segnali una maggiore capacità esplicativa.

Riguardo il peso specifico delle variabili sugli effetti osservati, la sola variabile di governance spiega meno dell'1% della variabilità dei multipli, le nove variabili di controllo spiegano fra il 7-16%, mentre gli effetti fissi di anno e di settore una quota fra il 7% e il 22%. La configurazione proprietaria costituisce dunque un fattore marginale nella determinazione dei multipli di borsa, e ciò vale indipendentemente dal segno e dalla significatività dei singoli coefficienti.

La Figura 3.3 riporta il comportamento dei coefficienti per ognuna delle tre specificazioni, riportando per ciascun multiplo la stima puntuale e il relativo intervallo di confidenza al 95%.

**Figura 3.3 – Coefficiente della variabile di natura familiare lungo le tre specificazioni**

**Figura 3.3 - Coefficiente su 'Familiare' lungo le tre specificazioni (IC 95%)**



*Fonte: elaborazione propria. Intervalli di confidenza al 95%.*

Pertanto, l'ipotesi H1 non risulta sostenuta su alcuno dei cinque multipli. Sui due multipli patrimoniali (P/B e Tobin's Q) il differenziale positivo si annulla una volta controllate le caratteristiche d'impresa e il settore di appartenenza, sul P/EBT non emerge alcuna differenza, mentre sul P/S ed EV/EBITDA l'evidenza è significativa ma di segno contrario a quanto previsto. Di conseguenza, anche sulla base di quanto enunciato nel paragrafo 3.1,

un coefficiente negativo e significativo smentisce l'ipotesi formulata inizialmente.

### 3.5.2 La serie B e la verifica di H2

La Tabella 3.13 riporta i risultati della *serie B*, nella quale l'insieme delle imprese familiari è scomposto nelle due configurazioni di governance. Entrambi i coefficienti misurano una distanza rispetto alle imprese non familiari, che costituiscono la categoria di riferimento. I coefficienti delle variabili di controllo non sono riprodotti poiché, essendo le due serie stimate sul medesimo campione e con i medesimi regressori, risultano sostanzialmente coincidenti con quelli della Tabella 3.12.

**Tabella 3.13 – Serie B: associazione fra configurazione di governance familiare e multipli di borsa**

|                                | P/B     | P/EBT  | P/S       | EV/EBITDA | Tobin's q |
|--------------------------------|---------|--------|-----------|-----------|-----------|
| Fam. proprietà e gestione (S1) | +0,412* | -0,972 | -0,981*   | -1,842    | +0,117    |
| Fam. proprietà e gestione (S2) | +0,236  | -0,368 | -1,514**  | -3,368**  | +0,024    |
| Fam. proprietà e gestione (S3) | -0,002  | 1,615  | -1,318**  | -3,068*   | +0,022    |
| Fam. sola proprietà (S1)       | +0,350  | 3,527  | -1,505**  | -3,921**  | +0,042    |
| Fam. sola proprietà (S2)       | +0,150  | 3,671  | -1,897*** | -5,189*** | -0,017    |
| Fam. sola proprietà (S3)       | -0,108  | 8,295  | -1,266**  | -5,442**  | -0,047    |
| Osservazioni                   | 2.421   | 1.782  | 2.502     | 2.232     | 2.502     |
| R <sup>2</sup> aggiustato (S3) | 0,245   | 0,167  | 0,266     | 0,176     | 0,332     |

*Fonte: elaborazione propria. Categoria di riferimento: imprese non familiari. Tutte le specificazioni S3 includono effetti fissi di anno e di divisione settoriale; errori standard raggruppati a livello di impresa. Livelli di significatività: \*\*\* 1%, \*\* 5%, \* 10%.*

Il coefficiente delle imprese familiari a governance attiva riproduce integralmente lo schema osservato nella *serie A*. Sul P/B esso vale +0,412 nella specificazione grezza, significativo al 10%, mentre si riduce a +0,236 con l'introduzione dei controlli e si annulla a -0,002 con gli effetti fissi; sul Tobin's q segue un percorso analogo, da +0,117 a +0,022, in nessun caso significativo. Sul P/S e sull'EV/EBITDA il coefficiente è invece negativo e significativo nelle specificazioni controllate, con valori pari a -1,318 e -3,068. Per ultimo, il P/EBT non evidenzia alcuna associazione statisticamente rilevante.

Pertanto, l'ipotesi H2 non risulta sostenuta su alcuno dei cinque multipli, quindi la restrizione del confronto alle sole imprese familiari nelle quali la famiglia partecipa alla gestione non modifica l'esito rilevato per l'insieme delle familiari, e il vantaggio patrimoniale osservato in sede descrittiva svanisce una volta controllate le caratteristiche d'impresa e il settore, mentre permane uno sconto sul P/S e EV/EBITDA.

I coefficienti relativi alle imprese familiari a sola proprietà anticipano la verifica dell'ipotesi successiva H3. Sul P/S essi risultano pressoché indistinguibili da quelli delle imprese a governance attiva, con -1,266 contro -1,318, segnalando che le due

configurazioni familiari scontano il medesimo svantaggio. Sull'EV/EBITDA il quadro è invece diverso, poiché lo sconto delle imprese a sola proprietà, pari a -5,442, è di entità quasi doppia rispetto a quello delle imprese gestite dalla famiglia, ed è stimato con maggiore precisione, risultando significativo al 5% contro il 10% dell'altro.

La configurazione dei coefficienti su questi ultimi due multipli spiega in anticipo l'esito del test utile a verificare l'ipotesi H3. Infatti, nonostante entrambi riportino coefficienti di segno negativo, il divario fra le due configurazioni non segnala un premio per le imprese familiari che gestiscono attivamente l'attività, bensì queste ultime riportano uno sconto minore rispetto a quelle in cui la famiglia è solo proprietaria. Si tratta della traduzione, in termini di stima, di quanto già rilevato in sede descrittiva.

### 3.5.3 La serie B e la verifica di H3

L'ipotesi H3 postula che il coinvolgimento della famiglia nella gestione si associ a una valutazione superiore rispetto alla sola proprietà familiare. Detto questo, nella serie B entrambi i coefficienti misurano uno scostamento rispetto al gruppo delle imprese non familiari; di conseguenza, nessuno dei due valori presi singolarmente consente di verificare direttamente l'ipotesi H3, rendendo la loro differenza la vera grandezza rilevante ai fini del test. Poiché tale differenza combina due stime non indipendenti fra loro, non è sufficiente effettuare la differenza e confrontare gli errori standard, ma è necessario effettuare un test di uguaglianza fra i coefficienti delle due diverse configurazioni. La Tabella 3.14 ne riporta l'esito sulle specificazioni S2 e S3, insieme alla differenza stimata.

**Tabella 3.14 – Test di uguaglianza fra i coefficienti delle due configurazioni familiari**

| Multiplo  | Specificazione | $\beta$ Fam. prop. e gest. | $\beta$ Fam. sola propr. | Differenza | F    | p-value |
|-----------|----------------|----------------------------|--------------------------|------------|------|---------|
| P/B       | S2             | +0,236                     | +0,150                   | +0,086     | 0,06 | 0,803   |
|           | S3             | -0,002                     | -0,108                   | +0,106     | 0,09 | 0,762   |
| P/EBT     | S2             | -0,368                     | +3,671                   | -4,039     | 0,50 | 0,480   |
|           | S3             | +1,615                     | +8,295                   | -6,680     | 0,95 | 0,330   |
| P/S       | S2             | -1,514                     | -1,897                   | +0,383     | 1,03 | 0,311   |
|           | S3             | -1,318                     | -1,266                   | -0,052     | 0,01 | 0,904   |
| EV/EBITDA | S2             | -3,368                     | -5,189                   | +1,822     | 1,91 | 0,169   |
|           | S3             | -3,068                     | -5,442                   | +2,374     | 2,32 | 0,129   |
| Tobin's q | S2             | +0,024                     | -0,017                   | +0,041     | 0,14 | 0,710   |
|           | S3             | +0,022                     | -0,047                   | +0,069     | 0,29 | 0,591   |

*Fonte: elaborazione propria. L'ipotesi nulla è l'uguaglianza dei due coefficienti. Errori standard raggruppati a livello di impresa.*

L'ipotesi H3 non risulta sostenuta su nessuno dei cinque multipli, né nella specificazione S2 né nella S3; infatti, il p-value derivante dai dieci confronti sopra riportati si colloca fra

0,129 e 0,904, al di sopra di qualunque soglia statisticamente rilevante. La mancata conferma assume però forme diverse a seconda del multiplo, e la distinzione è rilevante ai fini interpretativi.

Sul P/B e sul Tobin's q la differenza è prossima allo zero in entrambe le specificazioni, con valori compresi fra +0,041 e +0,106. Sul P/S il quadro è analogo nella specificazione completa, dove i due coefficienti valgono -1,318 e -1,266 e la loro differenza si riduce a -0,052.

Sul P/EBT la differenza assume segno negativo, pari a -6,680 nella specificazione di interesse, ancora una volta in direzione opposta a quella prevista dall'ipotesi iniziale. Il valore non è statisticamente significativo, e la sua ampiezza va letta anche in ragione della scala del multiplo e della elevata variabilità della grandezza reddituale posta al denominatore. Non costituisce pertanto evidenza contraria a H3.

L'EV/EBITDA è l'unico multiplo sul quale i dati mostrano un delta orientato nella direzione prevista dall'ipotesi H3 e per entrambe le specificazioni S2 a S3. Detto questo, i p-value di appena 0,169 e 0,129 non raggiungono la soglia di significatività.

Un ultimo punto da osservare attiene alla capacità stessa del test di rilevare una differenza. Il gruppo delle imprese familiari a sola proprietà, che costituisce il termine di confronto dell'ipotesi, è il meno rappresentato del campione di stima dato che esso comprende un numero di società compreso fra 33 e 43, a fronte di un numero che va da 176 a 198 per il gruppo a governance attiva e fra 75 e 90 per quello delle imprese non familiari. Poiché gli errori standard sono raggruppati per impresa, la precisione del coefficiente dipende dal numero di società e non da quello delle osservazioni, dunque il test dispone di una scarsa base informativa, e il mancato rifiuto dell'ipotesi nulla va letto tenendo presente tale limitazione.

### **3.5.4 Il quadro di sintesi e i controlli di robustezza**

La Tabella 3.15 riepiloga l'esito delle verifiche condotte, incrociando le tre ipotesi con le cinque variabili dipendenti. Per ciascuna cella viene riportata la grandezza stimata nella specificazione completa (quindi quella che comprende le nove variabili di controllo insieme agli effetti fissi di anno e di settore), la relativa probabilità e il giudizio formulato secondo i criteri enunciati nel paragrafo 3.1.

**Tabella 3.15 – Quadro di sintesi della verifica delle ipotesi, specificazione S3**

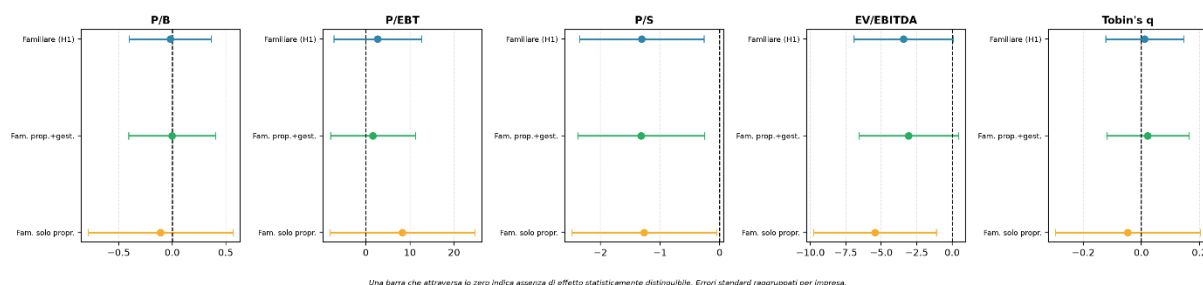
| Multiplo  | H1 — coefficiente familiare            | H2 — coefficiente governance attiva    | H3 — differenza fra i due gruppi familiari |
|-----------|----------------------------------------|----------------------------------------|--------------------------------------------|
| P/B       | -0,019 (p = 0,924)<br>non sostenuta    | -0,002 (p = 0,992)<br>non sostenuta    | +0,106 (p = 0,762)<br>non sostenuta        |
| P/EBT     | +2,677 (p = 0,597)<br>non sostenuta    | +1,615 (p = 0,742)<br>non sostenuta    | -6,680 (p = 0,330)<br>non sostenuta        |
| P/S       | -1,310 (p = 0,014)<br>respinta: sconto | -1,318 (p = 0,015)<br>respinta: sconto | -0,052 (p = 0,904)<br>non sostenuta        |
| EV/EBITDA | -3,427 (p = 0,054)<br>respinta: sconto | -3,068 (p = 0,085)<br>respinta: sconto | +2,374 (p = 0,129)<br>non sostenuta        |
| Tobin's q | +0,011 (p = 0,868)<br>non sostenuta    | +0,022 (p = 0,759)<br>non sostenuta    | +0,069 (p = 0,591)<br>non sostenuta        |

Fonte: elaborazione propria. Per H1 e H2 si riporta il coefficiente della rispettiva variabile di governance; per H3 la differenza fra i due coefficienti della serie B e la probabilità del test di uguaglianza.

A seguito delle verifiche condotte, nessuno dei risultati ottenuti sostiene l'ipotesi corrispondente. Detto questo, in quattro casi il modello completo restituisce un esito statisticamente rilevante, ma di segno opposto a quello previsto, e riguardano H1 e H2. Le restanti undici non evidenziano differenze distinguibili dalla variabilità campionaria.

**Figura 3.4 – Coefficienti delle tre variabili di governance nella specificazione S3**

Figura 3.4 - Coefficienti di governance familiare, specificazione S3 (IC 95%)



Fonte: elaborazione propria. Intervalli di confidenza al 95%.

La Figura 3.4 riporta i coefficienti derivanti dall'applicazione del modello insieme ai rispettivi intervalli di confidenza al 95%, e si nota immediatamente che un intervallo che attraversa la linea dello zero indica che il differenziale non è distinguibile da zero, ed è infatti quanto accade in undici casi su quindici. Nei quattro casi rimanenti l'intervallo si colloca interamente al di sotto dello zero, quindi con un coefficiente negativo.

Per quanto riguarda i multipli patrimoniali (P/B e Tobin's q) i coefficienti sono prossimi allo zero in ogni specificazione e per ogni ipotesi; di conseguenza, il vantaggio delle imprese familiari rilevato in sede descrittiva risulta interamente riconducibile alla loro caratteristiche intrinseche, tra le quali dimensione, età, e settore di appartenenza, dato che una volta neutralizzati tali fattori, il mercato non riconosce alcun differenziale.

Riguardo il P/S ed EV/EBITDA emerge invece uno sconto significativo, che non si attenua

ma si rafforza con l'introduzione dei controlli, e che riguarda in misura analoga entrambe le configurazioni familiari. Questo risultato è coerente con quanto documentato da Granata e Chirico (2010) che individuano come le imprese familiari europee vengano acquisite ad un multiplo EV/EBITDA inferiore di circa il 16% rispetto alle omologhe non familiari, a parità di redditività. Al contrario, non si rileva alcuna associazione con il P/EBT.

Una volta sintetizzati i risultati ottenuti, il quadro suggerisce che nessuna dimensione è in grado di confermare le tre ipotesi formulate nell'introduzione; piuttosto, si rende noto in maniera statisticamente significativa che le imprese familiari, indipendentemente dalla loro configurazione di governance, sono associate a P/S ed EV/EBITDA più bassi.

I risultati esposti sono sottoposti a quattro diverse verifiche, ognuna di queste rivolta a testare una diversa fonte di fragilità della presente analisi. Gli aspetti verificati riguardano: l'eterogeneità non osservata fra le imprese, il sottoinsieme di osservazioni impiegato, la costruzione dell'*enterprise value* e la convenzione adottata nel trattamento dei valori estremi.

Per quanto riguarda gli effetti fissi di impresa, la prima verifica sostituisce agli effetti fissi di settore quelli a livello di singola società, assorbendo così ogni caratteristica non osservata purché costante nel tempo. Tuttavia, come illustrato nel paragrafo 3.4, il coefficiente considera le sole imprese che mutano configurazione nel corso del periodo; quindi, il numero di imprese considerate è notevolmente inferiore rispetto a quelle del campione di partenza.

**Tabella 3.16 – Stime con effetti fissi di impresa**

| Multiplo  | $\beta$ Familiare | $\beta$ Fam. prop. e gest. | $\beta$ Fam. sola propr. | Imprese | Di cui con transizione |
|-----------|-------------------|----------------------------|--------------------------|---------|------------------------|
| P/B       | +0,057            | +0,112                     | -0,070                   | 275     | 30                     |
| P/EBT     | -3,727            | -8,538*                    | +3,688                   | 250     | 18                     |
| P/S       | -1,592*           | -1,530                     | -1,721*                  | 278     | 30                     |
| EV/EBITDA | -1,760            | -0,514                     | -4,280*                  | 265     | 23                     |
| Tobin's q | -0,006            | -0,020                     | +0,022                   | 278     | 30                     |

*Fonte: elaborazione propria. Tutte le specificazioni includono le nove variabili di controllo ed effetti fissi di anno; errori standard raggruppati a livello di impresa.*

Dall'osservazione della tabella 3.16 emerge che i coefficienti conservano lo stesso segno rispetto alla specificazione principale sul P/S ed EV/EBITDA, mentre la significatività si perde nella maggior parte dei casi. La stabilità del segno costituisce un elemento a favore dell'interpretazione dei risultati, poiché indica che lo sconto rilevato non è interamente riconducibile a caratteristiche non osservate e invarianti delle imprese familiari, ma che

al contrario, la perdita di significatività va attribuita al numero ridotto di società che mutano configurazione, rendendo il tentativo di inferenza poco attendibile. È la medesima circostanza che il paragrafo 3.4 richiama con riferimento a Villalonga e Amit (2006).

La seconda verifica riguarda la composizione del campione. Le stime impiegano le sole osservazioni dotate di tutte e nove le variabili di controllo, quattro delle quali coprono circa il 58% delle 4.604 osservazioni del campione di analisi. Rinunciare a quei quattro controlli permette di recuperare le osservazioni escluse, ma modifica simultaneamente i regressori inclusi nel modello e le imprese sulle quali il modello è stimato. Se il coefficiente si sposta, il confronto diretto fra la specificazione completa e quella con più osservazioni non consente di stabilire quale dei due elementi lo abbia prodotto, poiché entrambi possono farlo e per ragioni distinte.

Per risolvere questo dubbio, la Tabella 3.17 introduce una colonna intermedia nella quale i controlli sono ridotti a cinque ma le osservazioni restano quelle della specificazione completa modificando così un solo elemento per volta. Il confronto fra la prima colonna e la seconda misura quanto pesi la riduzione dei regressori, mentre quello fra la seconda e la terza quanto pesi l'ampliamento del campione.

**Tabella 3.17 – Scomposizione della sensibilità del coefficiente familiare**

| Multiplo  | (a)      | (a)→(b) controlli | (b)      | (b)→(c) campione | (c)      | Osserv. in più |
|-----------|----------|-------------------|----------|------------------|----------|----------------|
| P/B       | -0,019   | +0,246            | +0,227   | +0,219           | +0,447** | 841            |
| P/EBT     | +2,677   | +2,000            | +4,678   | +2,913           | +7,590*  | 570            |
| P/S       | -1,310** | +0,068            | -1,242** | +2,032           | +0,790   | 878            |
| EV/EBITDA | -3,427*  | +1,169            | -2,259   | 0,000            | -2,259   | 0              |
| Tobin's q | +0,011   | +0,076            | +0,087   | +0,002           | +0,089   | 2              |

*Fonte: elaborazione propria. Il campione ampliato comprende le osservazioni prive dei quattro controlli di fonte patrimoniale.*

L'esito riguardante il P/S indica che il coefficiente non si modifica riducendo i controlli a parità di osservazioni; al contrario, esso inverte il segno quando il campione si amplia segnalando come la composizione del campione rappresenti il fattore determinante. Le 878 osservazioni che entrano nel campione ampliato non costituiscono un sottoinsieme casuale, infatti l'80,8% di esse riguarda imprese familiari, con una capitalizzazione mediana di 57 milioni, contro il 72,8% del campione ristretto che riporta una capitalizzazione mediana di 126 milioni. Riguardo il P/S mediano le prime raggiungono lo 0,91 contro 0,75 delle seconde, e, cosa da non sottovalutare, il 45,8% delle prime si riferisce a imprese successivamente uscite dal listino, contro l'8,6% del campione ristretto. In altri termini, si tratta di società di minori dimensioni e di più incerta

prospettiva, quelle per le quali la fonte contabile è limitata. Pertanto, il minor P/S documentato nella specificazione principale vale per le imprese dotate di informazione contabile completa, ma non per la porzione del listino ampliato.

Riguardo l'EV/EBITDA il quadro è diverso. Il campione non si modifica, poiché la disponibilità dell'EBITDA costituisce già il vincolo determinante, e la riduzione del coefficiente da -3,427 a -2,259 con la perdita di significatività è imputabile all'esclusione dei quattro controlli patrimoniali. Il risultato è dunque sensibile alla specificazione, non alla selezione del campione.

Sul P/B l'esito muta in direzione favorevole all'ipotesi, con un coefficiente che raggiunge +0,447 e la significatività al 5% nel campione ampliato. Tuttavia, tale valore non può andare a sostegno di H1, poiché la specificazione che lo produce omette il controllo dimensionale, ossia precisamente il fattore che il paragrafo 3.3 ha identificato come principale elemento di influenza.

Va infine osservato che nel campione ampliato l'ipotesi H3 continua a non trovare sostegno su alcun multiplo.

La terza verifica riguarda la costruzione dell'*enterprise value* utilizzato per l'EV/EBITDA e risponde al limite dichiarato nel paragrafo 3.6. L'*enterprise value* impiegato nell'analisi è ricostruito come somma della capitalizzazione di mercato e indebitamento a lungo termine al netto delle disponibilità liquide, poiché la base dati non riporta la quota corrente dei debiti finanziari. Orbis fornisce tuttavia un proprio campo di *enterprise value* e la verifica consiste nel sostituirlo alla grandezza ricostruita e nel ristimare entrambe le serie.

**Tabella 3.18 – Sensibilità alla costruzione dell'*enterprise value*.**

|                                 | $\beta$ Familiare | $\beta$ Fam. prop. e gest. | $\beta$ Fam. sola propr. | p test H3 | Osserv. | Imprese |
|---------------------------------|-------------------|----------------------------|--------------------------|-----------|---------|---------|
| EV ricostruito                  | -3,427*           | -3,068*                    | -5,442**                 | 0,129     | 2.232   | 265     |
| EV di Orbis                     | -3,532*           | -3,150                     | -5,779**                 | 0,138     | 2.163   | 256     |
| EV ricostruito, campione comune | -3,358*           | -3,003                     | -5,442**                 | 0,119     | 2.157   | 256     |
| EV di Orbis, campione comune    | -3,549*           | -3,166                     | -5,797**                 | 0,139     | 2.157   | 256     |

*Fonte: elaborazione propria su dati FactSet e Orbis, 2007–2024. Specificazione completa S3, con le nove variabili di controllo, effetti fissi di anno e di divisione settoriale ed errori standard raggruppati a livello di impresa.*

Quel che emerge dalla Tabella 3.18 è che il coefficiente non cambia di segno e diminuisce. Nella *serie A* passa da -3,427 a -3,532 e conserva la significatività al 10%; nella *serie B* entrambe le configurazioni familiari mantengono segno negativo, con valori pari a -3,150 e -5,779, e il test di uguaglianza non può ancora una volta rifiutare l'ipotesi nulla (il p-value passa da 0,129 a 0,138). Nessuna delle conclusioni esposte nel paragrafo 3.5 risulta

quindi modificata dalla sostituzione con l'EV/EBITDA calcolato direttamente da Orbis.

Un'ulteriore verifica a supporto di quanto sopra, prevede che il confronto venga condotto anche sulle sole osservazioni disponibili per entrambe le misure, cosicché l'eventuale differenza sia imputabile alla definizione della grandezza e non alla diversa numerosità. In questo caso emerge che il coefficiente della *serie A* vale  $-3,358$  con l'*enterprise value* ricostruito e  $-3,549$  con quello di Orbis. La perdita di significatività che si osserva sul coefficiente delle imprese familiari a governance attiva riguarda entrambe le misure, e dipende quindi dalle settantacinque osservazioni in meno anziché dalla grandezza impiegata. Per concludere, le due misure dell'EV sono quasi identiche fra loro, con una correlazione pari a 0,999, confermando che il debito a breve termine non incluso nella ricostruzione dell'EV non è sufficiente a modificare il risultato dell'analisi.

L'ultima verifica riguarda la convenzione adottata nel trattamento dei valori estremi, documentata nel paragrafo 3.2. La Tabella 3.5 ha mostrato che il segno e la significatività dello sconto sul P/S si conservano a tutti i livelli di winsorizzazione, mentre il coefficiente sull'EV/EBITDA perde significatività al livello di winsorizzazione più esteso e inverte il segno in assenza di qualsiasi trattamento delle code. La Tabella 3.19 ne individua l'origine: escludendo dal campione non winsorizzato le osservazioni con EV/EBITDA più elevato, il coefficiente torna negativo già rimuovendone una soltanto, e converge progressivamente verso il valore della specificazione principale. L'osservazione responsabile è quella di Lemon Sistemi S.p.A. nell'esercizio 2024, il cui EV/EBITDA è pari a 19.821 a fronte di un margine operativo lordo di appena mille euro. L'inversione di segno non segnala dunque una fragilità del risultato, bensì conferma la necessità di winsorizzare i dati per renderli lavorabili. Il quadro non è tuttavia monotono: l'esclusione di cinque osservazioni porta il coefficiente a  $-3,545$  senza raggiungere la significatività, che ricompare escludendone dieci o venti. La stabilità del segno risulta dunque maggiore di quella della significatività, la quale si colloca in prossimità della soglia convenzionale.

**Tabella 3.19 – Peso delle osservazioni estreme sul coefficiente dell'EV/EBITDA**

| Campione                         | $\beta$ familiare | p     | N     |
|----------------------------------|-------------------|-------|-------|
| tutte le osservazioni            | +27,685           | 0,531 | 2.232 |
| esclusa la sola più alta         | -13,372           | 0,095 | 2.231 |
| escluse le 2 più alte            | -5,112            | 0,064 | 2.230 |
| escluse le 3 più alte            | -5,108            | 0,055 | 2.229 |
| escluse le 5 più alte            | -3,545            | 0,127 | 2.227 |
| escluse le 10 più alte           | -3,088            | 0,080 | 2.222 |
| escluse le 20 più alte           | -3,280            | 0,042 | 2.212 |
| (winsorizzato 1-99, tabella 3.5) | -3,427            | 0,053 | 2.232 |

Fonte: elaborazione propria su dati FactSet e Orbis, 2007-2024. Coefficiente della variabile di natura familiare nella specificazione completa della serie A, stimato sui dati non winsorizzati escludendo progressivamente le osservazioni con

*EV/EBITDA più elevato. Tutte le stime includono le nove variabili di controllo, effetti fissi di anno e di divisione settoriale ed errori standard raggruppati a livello di impresa.*

L'evidenza raccolta non conferma alcuna delle tre ipotesi formulate nell'introduzione; tuttavia, prima di trarre delle conclusioni occorre interpretare attentamente i risultati anche in ragione di alcuni coefficienti negativi emersi dall'analisi.

Partendo proprio da questi ultimi, gli unici multipli statisticamente significativi con segno negativo sono il P/S e l'EV/EBITDA. Se l'origine del multiplo basso fosse una caratteristica generale delle imprese familiari, allora ci si dovrebbe attendere lo stesso anche per gli altri multipli impiegati. Al contrario, il fatto che un minor multiplo compaia in soli questi casi, significa che qualche dimensione specifica del valore appartenente a queste misure riesca ad incorporare questo sconto.

Infatti, se le metriche patrimoniali rapportano il valore di mercato a grandezze contabili di tipo statico, esprimendo così quanto gli investitori siano disposti a pagare per una singola unità di patrimonio (espresso in varie forme) cumulato ad una determinata data di riferimento, il P/S e l'EV/EBITDA valutano l'impresa da un punto di vista prospettivo, quindi un minor multiplo potrebbe essere associato ad un minor valore futuro, e lo sconto osservato permette di associare una minore attrattività alle imprese familiari.

Una lettura alternativa richiama invece la teoria della protezione degli investitori discussa nel paragrafo 3.2. La Porta et al. (2002) mostrano come contesti di minore tutela delle minoranze si associno a multipli più contenuti, poiché il rischio di espropriazione accresce il premio richiesto. Questo, dal punto di vista della singola impresa, implica che una struttura proprietaria concentrata comporti per l'azionista un rischio aggiuntivo, associato quindi ad una valutazione inferiore.

Sulla base dell'evidenza qui raccolta, il presente lavoro suggerisce che i differenziali positivi illustrati dalla letteratura nel secondo Capitolo possano riflettere la semplice composizione del campione anziché un giudizio del mercato, e che le variabili di controllo, in particolare quella dimensionale, costituiscano condizione necessaria per qualunque affermazione in materia.

Facendo un riferimento a quanto delineato proprio nel secondo Capitolo, vengono ivi riportati quei meccanismi che permettono alla governance familiare di tradursi in una valutazione superiore (indipendenza del board, ricorso a CEO esterni alla famiglia, qualità della disclosure, professionalizzazione della gestione e tutela delle minoranze); tuttavia, nessuna di queste dimensioni è osservabile nella base dati utilizzata. Infatti, l'assenza di

un premio di valutazione per H1 e H2, e in seguito anche per H3, non smentisce quanto prodotto da questi meccanismi, ma semplicemente segnala che la sola appartenenza alla categoria familiare non rappresenta un segnale sufficiente a produrre una valutazione superiore. Il disegno empirico qui adottato quindi non consente di testare direttamente queste dimensioni, e una estensione della ricerca che si sofferma proprio su questi aspetti di governance risulta essere necessaria.

Spostandoci ora sulla terza ipotesi, dall'analisi dei risultati emerge che il coinvolgimento gestionale non produce differenze rilevabili. Il terzo risultato è quello che più contraddice l'impianto teorico del presente lavoro; ossia, la distinzione fra proprietà e gestione, che il primo Capitolo presenta come concettualmente centrale e che la teoria dell'agenzia e quella della *stewardship* indicano come discriminante, non trova riscontro nelle valutazioni di mercato.

Tre spiegazioni appaiono plausibili. La prima è che gli elementi che la letteratura attribuisce alla gestione familiare, ossia l'orientamento al lungo periodo e l'allineamento degli interessi da un lato, e il restringimento del bacino manageriale e il rischio di nepotismo dall'altro, si compensino, restituendo di fatto un effetto nullo.

La seconda è che la distinzione, pure economicamente rilevante, non sia sufficientemente osservabile dall'investitore da tradursi in un maggior o minor prezzo; infatti, seppur la presenza di un familiare nel consiglio di amministrazione sia una informazione pubblica, la misura in cui essa incida sulle decisioni aziendali non è nota, di conseguenza tale informazione rimane "nascosta" all'interno dell'impresa.

La terza e ultima invece chiama in causa la misurazione adottata. L'indicatore impiegato in questa sede è binario e registra la sola presenza di un membro della famiglia negli organi di vertice, senza distinguere fra le diverse configurazioni che tale presenza può assumere. Nel lavoro di Villalonga e Amit (2006) tale distinzione risulta essere determinante; infatti, separando le imprese in cui l'amministratore delegato è il fondatore piuttosto che un discendente, permette di riscontrare coefficienti positivi nel primo caso e negativi nel secondo. Di conseguenza è possibile che l'assenza di evidenza qui rilevata derivi dall'aggregazione dei dati anziché un'effettiva indifferenza del mercato.

### 3.6 I limiti della ricerca

I risultati emersi devono essere valutati tenendo conto di alcuni limiti metodologici, per questa ragione è necessario affrontarli singolarmente in ordine di rilevanza rispetto alla portata delle conclusioni.

Il primo limite riguarda l'autoselezione derivante dalla copertura dei dati contabili, già esaminata in dettaglio nel paragrafo 3.1. La disponibilità di quattro delle nove variabili di controllo, nello specifico: totale attivo, passività e debiti, immobilizzazioni immateriali ed EBITDA, si limita al 58% del campione, restringendo la portata delle stime a poco più della metà delle osservazioni complessive. È importante sottolineare che la contrazione del campione non è casuale; infatti, la copertura appare significativamente più contenuta per le aziende oggetto di successivo delisting, la cui rappresentatività nel sottocampione finale si riduce al solo 8,6% rispetto al 29,5% del campione iniziale.

Le implicazioni di tale limite non sono puramente formali. La verifica di robustezza riportata nel paragrafo 3.5 dimostra infatti che l'inclusione delle osservazioni prive di stato patrimoniale produce un'inversione nel segno del coefficiente associato al P/S. Questo "recupero" campionario riguarda per il 45,8% dei casi aziende oggetto di successivo delisting, e di conseguenza l'evidenza dello sconto empiricamente rilevato mantiene la propria validità seppur per le sole imprese quotate dotate di informazioni contabili esaustive. Ogni inferenza tratta dal presente lavoro va dunque opportunamente riferita a questa specifica popolazione anziché alla totalità delle imprese quotate italiane. Il secondo limite riguarda i vincoli di identificazione causale. L'impiego di dati osservazionali, in assenza di uno shock o di una variazione esogena nell'assetto proprietario, impone di interpretare le stime in termini di semplici associazioni anziché di relazioni di causa-effetto. Tali risultanze rimangono infatti vulnerabili a due classiche fonti di endogeneità. In primo luogo, sussiste il rischio di causalità inversa, ossia qualora la decisione della famiglia di mantenere o cedere la quota di controllo sia essa stessa funzione dei livelli di valutazione espressi dal mercato. In secondo luogo, si pone il problema delle variabili omesse, ossia di tutte quelle dimensioni riferite al livello di concentrazione proprietaria, presenza di patti parasociali, qualità della governance e appartenenza ad un gruppo societario, che pur non considerate nel modello presentano una probabile associazione sia con la governance familiare che con i multipli. Sebbene l'introduzione degli effetti fissi aziendali consenta di mitigare l'impatto dei fattori omessi, essa non risolve la causalità inversa, e soprattutto, essendo il numero di transizioni

contenuto (tra 18 e 30), non offre da sola un quadro sufficiente per una inferenza robusta. Il terzo limite riguarda la misurazione della governance familiare, la cui precisione risulta condizionata da tre aspetti principali. Il primo, di particolare rilevanza alla luce dei risultati emersi, risiede nella natura binaria dell'indicatore di coinvolgimento gestionale, che si limita a rilevare la presenza di un membro della famiglia negli organi di vertice senza distinguerne le specifiche configurazioni. Infatti, non si può escludere che l'assenza di riscontro empirico per l'ipotesi H3 derivi, almeno in parte, da tale aggregazione.

Il secondo aspetto attiene alla soglia proprietaria utilizzata. Il criterio adottato definisce come familiare l'impresa in cui la famiglia detiene almeno il 25% del capitale, ridotto al 20% qualora sussista un coinvolgimento attivo negli organi sociali. Tale definizione genera un'asimmetria metodologica; infatti, le imprese collocate nella fascia tra il 20% e il 25% possono confluire esclusivamente nel gruppo a governance attiva, e mai in quello a sola proprietà. Ne deriva che i due gruppi posti a confronto dall'ipotesi H3 differiscono, seppur in misura contenuta, anche per il grado di concentrazione proprietaria e non soltanto per la presenza della famiglia nella gestione. Il terzo e ultimo elemento, riguarda il ricorso alle quote di capitale in luogo dei diritti di voto effettivamente esercitabili. Inoltre, la fonte dati impiegata non consente di tracciare la presenza di meccanismi di rafforzamento del voto (come le azioni a voto plurimo o maggiorato), determinando una potenziale sottostima del reale potere di controllo esercitato dalla famiglia e di una errata categorizzazione delle variabili proprietarie.

Il quarto limite attiene alle grandezze impiegate. In primo luogo, la costruzione dell'*enterprise value* considera il solo indebitamento a lungo termine dato che manca la quota corrente dei debiti finanziari nella base dati. Detto questo, il controllo di robustezza del paragrafo 3.5 mostra che la sostituzione della grandezza ricostruita con quella fornita da Orbis lascia il coefficiente sostanzialmente invariato, cosicché il limite non incide sulle conclusioni. In secondo luogo, il turnover è calcolato sul totale delle azioni e non sul solo flottante, informazione non disponibile nella base dati. Le azioni stabilmente detenute dalla famiglia restano quindi al denominatore pur non essendo scambiate, e il turnover delle imprese familiari risulta più basso per ragioni proprietarie prima che di negoziabilità. Detto questo, la stima della specificazione completa senza tale controllo mostra che la circostanza è quantitativamente contenuta; infatti, il coefficiente passa da -1,310 a -1,279 sul P/S e da -3,427 a -3,092 sull'EV/EBITDA, conservando in entrambi i casi segno e significatività. Terzo punto riferito alle grandezze impiegate, il multiplo

P/EBT risulta calcolabile esclusivamente per gli esercizi chiusi in utile, basandosi quindi su un sottoinsieme selezionato di osservazioni che non può ritenersi pienamente rappresentativo dell'intero universo aziendale.

Il quinto limite attiene alla rappresentatività del campione. L'esclusione degli intermediari finanziari, motivata nel paragrafo 3.1 da ragioni di comparabilità dei multipli, rimuove imprese in prevalenza non familiari e di dimensione superiore con la conseguenza che il campione utilizzato risulta composto da più imprese familiari e società di minori dimensioni rispetto al listino nel suo complesso.

L'ultimo limite riguarda la portata economica delle relazioni rilevate. I risultati presentati nel paragrafo 3.5 hanno mostrato che la configurazione proprietaria spiega una quota trascurabile della variabilità dei multipli, di gran lunga inferiore tanto a quella attribuibile alle caratteristiche d'impresa quanto a quella degli effetti fissi di anno e di settore. Anche nei casi in cui i coefficienti risultano statisticamente significativi, la matrice familiare rappresenta dunque un fattore marginale nella determinazione dei valori di mercato, circostanza che ridimensiona l'impatto pratico delle evidenze emerse e impone cautela nella formulazione di implicazioni strategiche o di policy.

## Conclusioni

La ricerca si propone di stabilire se il mercato azionario italiano riconosca alle imprese familiari una valutazione superiore rispetto a quella attribuita alle omologhe non familiari, e se tale differenza dipenda dalla sola proprietà della famiglia oppure dal suo effettivo coinvolgimento negli organi di governo. A tal fine sono state formulate tre ipotesi, sottoposte a verifica su un campione di 4.604 osservazioni impresa-anno relative a 536 società quotate alla Borsa Italiana fra il 2007 e il 2024, mediante cinque multipli di borsa e due serie parallele di modelli di regressione.

A seguito delle verifiche condotte nessuna ipotesi regge; al contrario, quattro di queste restituiscono un esito statisticamente rilevante ma di segno opposto a quello previsto, indicando che le imprese familiari sono associate ad un minore P/S e EV/EBITDA.

La selettività non appare casuale, poiché tali multipli sono utilizzati anche nella prassi professionale per valutare l'impresa in maniera prospettica, e l'evidenza è compatibile con due letture non alternative fra loro: la prima che il mercato incorpora nel prezzo la ridotta attrattività verso una società a controllo familiare, la seconda che l'azionista di minoranza richieda un premio al rischio più elevato in presenza di una struttura proprietaria concentrata. Detto questo, i controlli di robustezza, che prevedono l'ampliamento del campione anche a imprese prive di tutte le informazioni contabili complete, determinano la rottura nella lettura del multiplo, circoscrivendo tale affermazione solo al campione usato per la stima. Lo stesso vale anche per l'EV/EBITDA, che non sopravvive alla riduzione delle variabili di controllo. Per riassumere, nessuno dei due risultati significativi supera indenne l'intero insieme delle verifiche.

Quanto alla terza ipotesi, la distinzione fra proprietà e gestione, elemento che il primo Capitolo presenta come concettualmente centrale e che costituisce l'elemento di originalità del disegno di ricerca, non trova alcun riscontro nelle valutazioni di mercato; infatti, nessun multiplo risulta distinguibile in maniera statisticamente significativa.

Per l'impresa familiare che valuta l'accesso al mercato dei capitali, l'indicazione principale è che la natura familiare non è associata a un premio di valutazione, e il modesto sconto individuato sui multipli P/S ed EV/EBITDA non supera l'intero insieme dei controlli di robustezza illustrati nel paragrafo 3.5. Ciò che il mercato prezza in modo sistematico sono la dimensione, il settore di appartenenza e i fondamentali economico-finanziari.

Tale riscontro non si pone in contrasto con i fattori determinanti dell'attrattività esaminati nel secondo Capitolo, ma ne delimita l'ambito di applicazione. Infatti,

meccanismi come l'indipendenza del board, la presenza di CEO fondatori, la qualità della disclosure, la professionalizzazione della gestione e la tutela delle minoranze operano all'interno della categoria delle imprese familiari, differenziando quelle che adottano specifiche strutture di governance da quelle che non lo fanno. Al contrario, l'indicatore utilizzato in questo lavoro si limita a cogliere il solo perimetro esterno, ovvero la presenza o assenza di una famiglia nella compagine aziendale e la presenza di membri familiari all'interno delle posizioni apicali. L'assenza di un premio di valutazione non equivale pertanto all'irrilevanza della governance, ma dimostra come la semplice appartenenza alla categoria familiare non costituisca, di per sé, un segnale che il mercato intende remunerare.

In perfetta continuità con la teoria dei segnali discussa nel secondo Capitolo, ciò che non è osservabile dal mercato non può essere premiato, di conseguenza la governance produce valore solo quando si traduce in un segnale chiaro e verificabile dall'esterno.

I limiti dell'analisi sono stati esposti nel paragrafo 3.6 e attengono principalmente a tre ordini di questioni: la selezione operata dalla copertura della fonte contabile, l'assenza di una strategia di identificazione, la misurazione della governance familiare, etc.

Tra le prospettive di ricerca futura, la più rilevante riguarda la disaggregazione delle modalità di coinvolgimento gestionale, e in particolare la distinzione fra generazione fondatrice ed eredi, la presenza di CEO fondatori o esterni, e la presenza di amministratori indipendenti all'interno del board. Raccogliere queste informazioni, infatti, permetterebbe di fare chiarezza sulla struttura di governance aziendale e di distinguere le generazioni nel corso del tempo, affinché, come già documentato dalla letteratura esistente, sia possibile verificare il grado di attrattività d'impresa.

Resta infine aperta la questione dell'identificazione causale. Per superare i limiti dell'inferenza puramente associativa, le ricerche future dovrebbero focalizzarsi sui trasferimenti della proprietà, analizzando le variazioni di valore in corrispondenza della cessione attraverso tecniche come il *difference-in-difference (DiD)*. Questo permetterebbe di neutralizzare tutte le caratteristiche costanti e non osservabili dell'impresa, isolando l'impatto effettivo che il cambio di governance esercita sulle valutazioni di borsa.

## Bibliografia

- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Ali, A., Chen, T. Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1–2), 238–286.
- Aluchna, M., Mahadeo, J. D., & Kamiński, B. (2020). The association between independent directors and company value. Confronting evidence from two emerging markets. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(6), 987–999.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263–285.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1301–1328.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board composition and firm performance: The role of independent directors in family firms. *Journal of Law and Economics*, 47(2), 435–477.
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, 55(1), 81–106.
- Astrachan, J. H., & Shanker, M. C. (2003). Family businesses' contribution to the US economy: A closer look. *Family Business Review*, 16(3), 211–219.
- Bammens, Y., Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2011). Boards of directors in family businesses: A literature review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 13(2), 134–152.

- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Pérez-González, F., & Wolfenzon, D. (2007). *Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance*.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. Macmillan.
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. *Family Business Review*, 26(3), 258–279.
- Bertoni, F., Meoli, M., & Vismara, S. (2014). Board independence, ownership structure and the valuation of IPOs in continental Europe. *Corporate Governance: An International Review*, 22(2), 116-131.
- Burak, E., Erdil, O., & Altındağ, E. (2016). Effect of corporate governance principles on business performance. *Australian Journal of Business and Management Research*, 05(07), 08–21.
- Cascino, S., Pugliese, A., Mussolino, D., & Sansone, C. (2010). The influence of family ownership on the quality of accounting information. *Family Business Review*, 23(3), 246–265.
- Chau, G., & Gray, S. J. (2010). Family ownership, board independence and voluntary disclosure: Evidence from Hong Kong. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 19(2), 93-109.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19–39.

- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112.
- Corbetta, G. (2008). *Le imprese familiari: caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*. Egea.
- Corbetta, G., & Salvato, C. (2004). Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 355-362.
- Craig, J. B., Moores, K., Howorth, C., & Poutziouris, P. (2009). Family business research at a tipping point threshold. *Journal of Management & Organization*, 15(3), 282-293.
- Credit Suisse. (2017). *Family Governance: How leading families manage the challenge of wealth*. Credit Suisse AG.
- Cucculelli, M., & Micucci, G. (2008). Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms. *Journal of Corporate Finance*, 14(1), 17–31.
- Daspit, J. J., Chrisman, J. J., Sharma, P., Pearson, A. W., & Long, R. G. (2018). A review of family firm heterogeneity: The key role of altruism, specifying shared vision, and social capital. *Family Business Review*, 31(1), 1–24.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Ernst & Young, Credit Suisse & University of St. Gallen. (2016). *EY Family Office Guide – Pathway to successful family and wealth management*.

- Espinosa-Méndez, C., Maquieira, C. P., & Arias, J. T. (2023). The impact of ESG performance on the value of family firms: The moderating role of financial constraints and agency problems. *Sustainability*, 15(7), 6176.
- Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Fahlenbrach, R. (2004). *Founder-CEOs and stock market performance*. Unpublished working paper, Wharton School, University of Pennsylvania.
- FBN International Monitor. (2007). *Family business statistics*. Family Business Network International.
- Gavana, G., Gottardo, P., & Moisello, A. M. (2016). Sustainability reporting in family firms: A panel data analysis. *Sustainability*, 9(1), 38.
- Ghinizzini, V., Benfante, C., Magri, C., & Gabrielli, G. (2025). Does the governance of Italian-listed family firms impact the reporting of social aspects?. *Social Responsibility Journal*, 21(7), 1529-1548.
- Global Sustainable Investment Alliance. (2023). *Global Sustainable Investment Review 2022*. GSIA.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137.
- Gómez-Mejía, L. R., Larraza-Kintana, M., & Makri, M. (2001). The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations. *Academy of Management Journal*, 44(1), 81-95.

- Gordon, J. N. (2006). The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: Of shareholder value and stock market prices. *Stanford Law Review*, 59, 1465.
- Granata, D., & Chirico, F. (2010). Measures of Value in Acquisitions: Family Versus Nonfamily Firms. *Family Business Review*, 23(4), 341-354.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.
- Guo, W., & Yu, T. (2024). What do investors value? A multidisciplinary review. *Journal of Management*, 50(1), 216-263.
- Habbershon, T. G., & Williams, M. L. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review*, 12(1), 1-25.
- Herrmann, V., & Richter, F. (2003). Pricing with performance-controlled multiples. *Schmalenbach Business Review*, 55(3), 194-219.
- Jenwittayaroje, N., & Jiraporn, P. (2019). Do independent directors improve firm value? Evidence from the great recession. *International Review of Finance*, 19(1), 207-222.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Khosa, A. (2017). Independent directors and firm value of group-affiliated firms. *International Journal of Accounting and Information Management*, 25(2), 217-236.
- Klein, S. B. (2008). Corporate governance in Familienunternehmen. *ZfKE – Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship*, 56(1-2), 18-35.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170.
- Lang, M., & Lundholm, R. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review*, 71(4), 467–492.
- Leitterstorf, M. P., & Rau, S. B. (2014). Socioemotional wealth and IPO underpricing of family firms. *Strategic Management Journal*, 35(5), 751–760.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- Mandl, I. (2008). *Overview of family business relevant issues*. Austrian Institute for SME Research.
- Matias Gama, A. P., & Manuel Mendes Galvão, J. (2012). Performance, valuation and capital structure: survey of family firms. *Corporate Governance*, 12(2), 199–214.
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review*, 19(1), 73–87.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.
- Moro Visconti, R. (2018). *Aziende familiari e patti di famiglia: un caso di specie*. Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998). Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage. *Academy of Management Review*, 23(2), 242–266.

- Nonaka, I., & Takeuchi, H. (1995). *The knowledge-creating company*. Oxford University Press.
- OSSERVATORIO AUB. (2010). *Osservatorio AldAF-Unicredit-Bocconi su tutte le aziende familiari italiane di medie e grandi dimensioni*. Disponibile su Aidaf.it.
- Passeri, R., & Mazzi, C. (2012). Impresa familiare e benessere: dalla creazione di ricchezza alla creazione di valore. *SINERGIE*, 87, 191-208.
- Penrose, E. T. (1959). *The theory of the growth of the firm*. Blackwell.
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480.
- Polanyi, M. (1966). *The tacit dimension*. Doubleday.
- Prahalad, C. K., & Hamel, G. (1990). The core competence of the corporation. *Harvard Business Review*, 68(3), 79–91.
- Quarato, F., & Salvato, C. (2026). *XVII Osservatorio AUB: Le performance delle aziende familiari italiane (draft, 28 gennaio 2026)*. Cattedra AIDAF-EY di Strategia delle Aziende Familiari, Università Bocconi.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Schulze, W. S., & Zellweger, T. M. (2016). On the agency costs of owner-management: The problem of holdup. *Academy of Management Review*, 41(4), 706–723.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783.

- Sirmon, D. G., & Hitt, M. A. (2003). Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 339–358.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Sraer, D., & Thesmar, D. (2007). Performance and behavior of family firms: evidence from the French stock market. *Journal of the European Economic Association*, 5(4), 709–751.
- Stewart, A., & Hitt, M. A. (2012). Why Can't a Family Business Be More Like a Nonfamily Business? Modes of Professionalization. *Family Business Review*, 25(1), 58-86.
- Suess, J. (2014). Family governance – Literature review and the development of a conceptual model. *Journal of Family Business Strategy*, 5(2), 138–155.
- Tagiuri, R., & Davis, J. (1996). Bivalent attributes of the family firm. *Family Business Review*, 9(2), 199–208.
- Thahira, A. M., & Mita, A. F. (2021). ESG disclosure and firm value: Family versus nonfamily firms. *Asia-Pacific Research in Social Sciences and Humanities (APRISH 2019)*, Atlantis Press, 653-657.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Villalonga, B., Amit, R., Trujillo, M. A., & Guzmán, A. (2015). Governance of family firms. *Annual Review of Financial Economics*, 7(1), 635–654.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171–180.

- Wessel, S., Decker, C., Lange, K. S. G., & Hack, A. (2014). One size does not fit all: Entrepreneurial families' reliance on family offices. *European Management Journal*, 32(1), 37–45.
- World Economic Forum. (2024). *The Future of the Family Enterprise: A New Model for Governance and Leadership*. WEF in collaboration with Family Business Network.
- Zhu, C., Simón Villar, A., & Ge, B. (2026). Environmental, Social, and Governance in Family Firms: A Bibliometric Review and Agenda for Future Research. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 35(2), 593–613.