

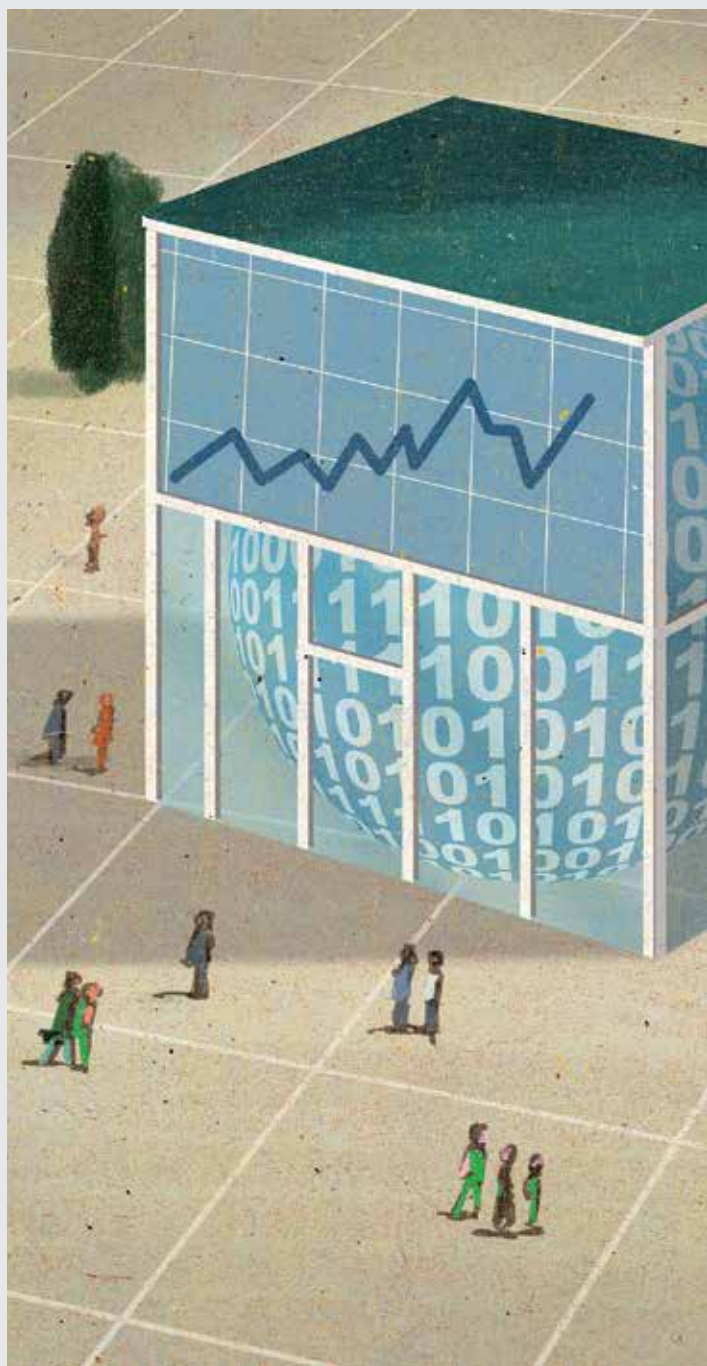
Le condizioni per la crescita delle imprese italiane

di Alessandro Minichilli, Daniela Montemerlo*

CORPORATE GOVERNANCE

È da tempo evidente una crescente attenzione verso quella che da molti osservatori è considerata la «parte sana» del sistema Paese, ossia le realtà imprenditoriali – soprattutto se non quotate e di medie dimensioni – capaci di competere e vincere, almeno fino a oggi, anche a livello internazionale. Tale attenzione racchiude certamente un legittimo orgoglio per i nostri «champions» globali, ma anche qualche preoccupazione per come questi sapranno affrontare la sfida della crescita se vorranno mantenere le posizioni (e, in qualche caso, sopravvivere).

L'Italia non è, o non è soltanto, il Paese dei settori creativi (fashion, furniture). Anche considerando le 2831 aziende di dimensioni medie e grandi (con ricavi superiori ai 100 milioni di euro) monitorate dall'Osservatorio imprese del Corporate Governance Lab (1), si osserva un'importante presenza del manifatturiero tradizionale (31 per cento), tra cui primeggiano il comparto del food (5,65 per cento) ma anche il meccanico (4,2 per cento) e il chimico farmaceutico (2,9 per cento). Allo stesso tempo, però, la comparazione dell'Italia con i *peer* europei evidenzia alcuni dati fondamentali. Anzitutto, l'Italia è il Paese con il maggior numero di piccole e piccolissime imprese con fatturato compreso tra 1 e 10 milioni di euro (in Italia sono circa 179.000, contro 158.000 della Francia, 121.000 della Germania, 119.000 della Spagna e appena 49.000 dell'UK). Di contro, l'Italia è la nazione con il numero minore di imprese sopra i 10 milioni di euro di fatturato (32.000 circa, contro 36.000 della Francia, 49.000 dell'UK e ben 87.000 della Germania), e soprattutto con il numero minore di imprese sopra la soglia dei 50 milioni di euro



* *Alessandro Minichilli è Professore Associato presso il Dipartimento di Management e Tecnologia dell'Università Bocconi e Direttore Corporate Governance Lab presso SDA Bocconi School of Management.*

Daniela Montemerlo è Affiliate Professor di Strategy and Entrepreneurship presso SDA Bocconi School of Management e Professore Ordinario di Management e Family Business all'Università dell'Insubria.

(appena 7900, contro 9600 della Francia, 11.800 della Germania e ben 15.000 in UK) (2). Inoltre, il nostro è tra i Paesi industrializzati con capitalizzazione di borsa sul PIL più ridotta (appena 38 per cento nel 2017, contro 62 per cento di Germania, 68 per cento di Spagna,

C'è una strutturale difficoltà delle imprese italiane a crescere, aggregarsi e a competere sul mercato globale

106 per cento di Francia e ben 166 per cento degli Stati Uniti), e con un numero di imprese quotate storicamente molto contenuto rispetto ai numeri del mercato «privato» (nel 2017, 242 imprese quotate, di cui 49 banche e intermediari finanziari), pur con un discreto successo delle cosiddette forme alternative di quotazione (AIM - Alternative Investment Market, che a oggi conta 116 imprese), oppure di apertura del debito con relativa quotazione in segmenti dedicati del mercato (Extra-Mot) che iniziano a dare segnali di progressivo, sia pur lento, superamento della storica avversione degli imprenditori italiani all'apertura del capitale.

L'INERZIA DELL'IMPRESA ITALIANA

Questi dati confermano la strutturale difficoltà delle imprese italiane a crescere, aggregarsi, con il rischio di faticare prima o poi a competere alla pari anche in settori dove la protezione del made in Italy è meno forte, nella consapevolezza che in futuro sarà probabilmente impossibile farlo rimanendo leader di nicchie di mercato, come molti imprenditori in passato hanno pensato di poter fare. A ciò si aggiunga una crescente tendenza delle nostre imprese a cedere a tentazioni di vendita (da Versace a Pininfarina, da Peroni a Italcementi), che di per sé non avrebbe nulla di sbagliato se a ciò corrispondesse altrettanto attivismo ad acquisire competitor esteri. Ma così, purtroppo, non è.

LE CONDIZIONI PER LA CRESCITA

Per sperare in un'inversione di tendenza oggettivamente difficile, occorrono due condizioni. La prima è un contesto regolatorio e fiscale che favorisca al contempo preservazione della proprietà e crescita delle imprese. L'impianto successorio del nostro Paese, certamente tra i più convenienti in Europa (per esempio prevedendo esenzione da imposte di successione per passaggi di quote che garantiscono il controllo dell'impresa per i successivi 5 anni), ha avuto l'indubbio pregio di assicurare una forte stabilità proprietaria, probabilmente a discapito della crescita. In altri Paesi, tra cui per esempio la Francia, sono state avanzate proposte di legge per vincolare, in caso di successione, i benefici fiscali

all'età del socio uscente, e questo anche per favorire un'accelerazione nei passaggi generazionali (passaggi che nel nostro Paese appaiono quanto mai lenti). Poiché tuttavia i cambiamenti legislativi sono difficili da prevedere e da governare, non si può prescindere da una seconda condizione, ossia che gli imprenditori superino le loro resistenze culturali per riconoscere i vantaggi, se non l'ineluttabilità, di qualche forma di apertura. In altri termini, servono imprese pronte a compiere scelte anche difficili per poter crescere e rimanere competitive, e in particolare ad attrezzarsi nel caso in cui si rendessero necessarie o opportune operazioni di apertura del capitale ad altri investitori, privati o no, o di apertura del debito. Ed è sempre più difficile pensare che tali scelte, anche in imprese eccellenti, possano continuare a essere sostenute da una governance informale e da un management interamente familiare.

L'APERTURA DEL CAPITALE

Quella che definiamo una «transizione necessaria» verso una maggiore apertura delle nostre eccellenze imprenditoriali si articola almeno su tre livelli diversi ma collegati. Il primo, chiaramente più complesso, è quello dell'apertura del capitale. Premesso il dato oggettivo sopra ricordato in merito alla spiccata preferenza dei nostri imprenditori per imprese piccole e saldamente controllate dalla famiglia, valgono alcune ulteriori considerazioni. A titolo di esempio, le analisi dell'Osservatorio imprese del Corporate Governance Lab hanno mostrato come, nonostante la quasi totalità delle imprese *private* familiari sia controllata da una sola famiglia (il 96,7 per cento della popolazione), la pur piccola parte di imprese più «aperte» sembra performare molto meglio: se l'azienda è controllata da più di una famiglia, infatti, il ROE adjusted (3) è più alto, in media, di +7,4 punti, mentre il ROA adjusted di +2,9 punti. Trattandosi di differenze assolute che tengono già conto delle differenze di redditività settoriali, il risultato appare addirittura sorprendente. E anche dove si considerino le imprese familiari controllate da una sola famiglia, l'apertura del capitale a soggetti terzi sembra anche in questo caso avere un impatto positivo sulle performance: al diminuire della quota controllata dalla famiglia, la redditività netta aumenta, in media, di +0,28 punti ogni 10 per cento di azioni possedute da un soggetto terzo. Inoltre, le analisi realizzate comparando le diverse forme di imprese *private* del nostro paese, a esclusione delle cooperative e delle filiali di imprese estere (ossia imprese a controllo familiare, di coalizione, a controllo finanziario, e a controllo statale (4)), mostrano come siano addirittura le coalizioni di più soggetti proprietari ad avere le performance migliori, testimoniando come la complessità proprietaria, se ben gestita, possa portare risultati importanti (si veda Tabella 1).

L'APERTURA DELLA LEADERSHIP

Un secondo livello riguarda invece l'apertura della leadership. Su questo aspetto valgono solo due considerazioni. La prima: per quanto i leader proprietari sembrano mostrare performance superiori ai leader non soci, ciò avviene in contesti molto specifici, ossia in aziende con un solo leader, magari di prima generazione. Al contrario, quando i leader proprietari condividono la guida dell'azienda – come spesso avviene, in occasione dei passaggi generazionali, con l'individuazione di due o più amministratori delegati con deleghe ampie sulla gestione – i risultati aziendali tendono a risentirne particolarmente. La seconda considerazione si collega alla prima, e riguarda una certa

lentezza del ricambio generazionale favorito solamente da performance negative o dalla presenza di consiglieri esterni alla proprietà, ma fortemente ostacolato dalla concentrazione di potere nel leader in carica. Con la conseguenza di avere leader aziendali sempre più *âgée* e quindi, come vedremo, ulteriori rallentamenti nella probabilità di successione e qualche criticità sulle performance.

L'APERTURA DELLA GOVERNANCE

Ma è probabilmente un terzo livello a prefigurare i migliori risultati, ossia l'apertura della governance. Non perché aprire la governance (ossia, prima di tutto, il Consiglio d'amministrazione) sia più impor-

Tabella 1 - Confronto di performance tra gli assetti proprietari

Variabili	Familiari	Statali	Coalizioni
ROE adj.	+10,37***		+19,32***
ROA adj.	+3,95***		+5,17***
Debiti/PN		+ 0,43 per cento*	
ROS	+1,79*		+4,56***
Rotazione capitale investito	+0,3***		+0,19**

Gli asterischi indicano quando il coefficiente è statisticamente significativo con soglie del 1% (***), 5% (**) e 10% (*).

Figura 1 - Percentuale di consiglieri «outsider»

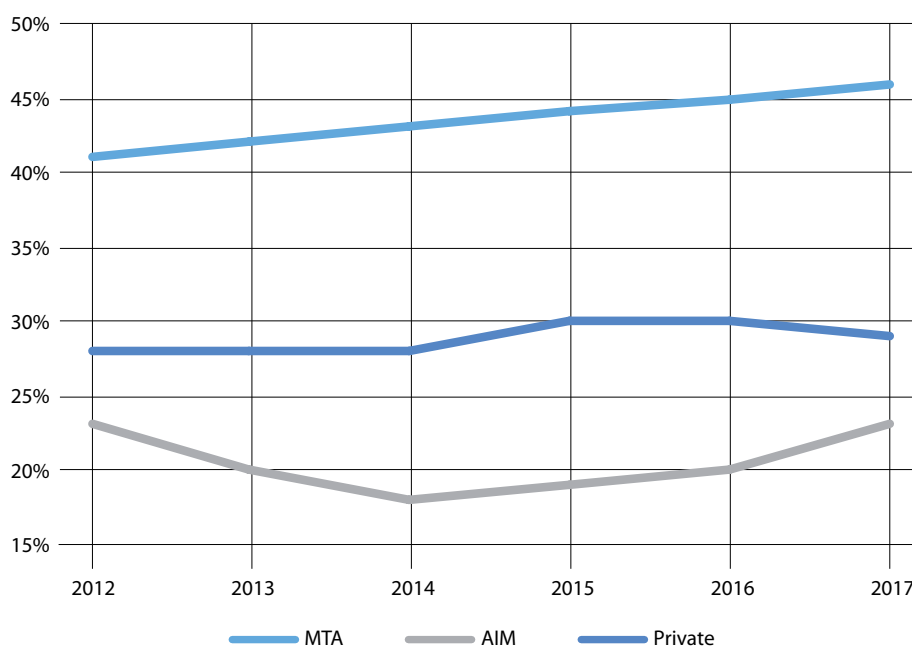


Tabella 2 - Impatto dei consiglieri outsider sulle performance in diversi tipi di impresa

	ROA			ROE			DEBITO		
	MTA	AIM	Private	MTA	AIM	Private	MTA	AIM	Private
Percentuale consiglieri outsider			+0,005***			+0,02***			+ 0,63***
75 per cento consiglieri outsider			+0,004***	- 0,03**		+ 0,01*	-0,01***	-0,01***	

Gli asterischi indicano quando il coefficiente è statisticamente significativo con soglie del 1% (***), 5% (**) e 10% (*).

Figura 2 - Performance media dei consiglieri in società quotate e non quotate

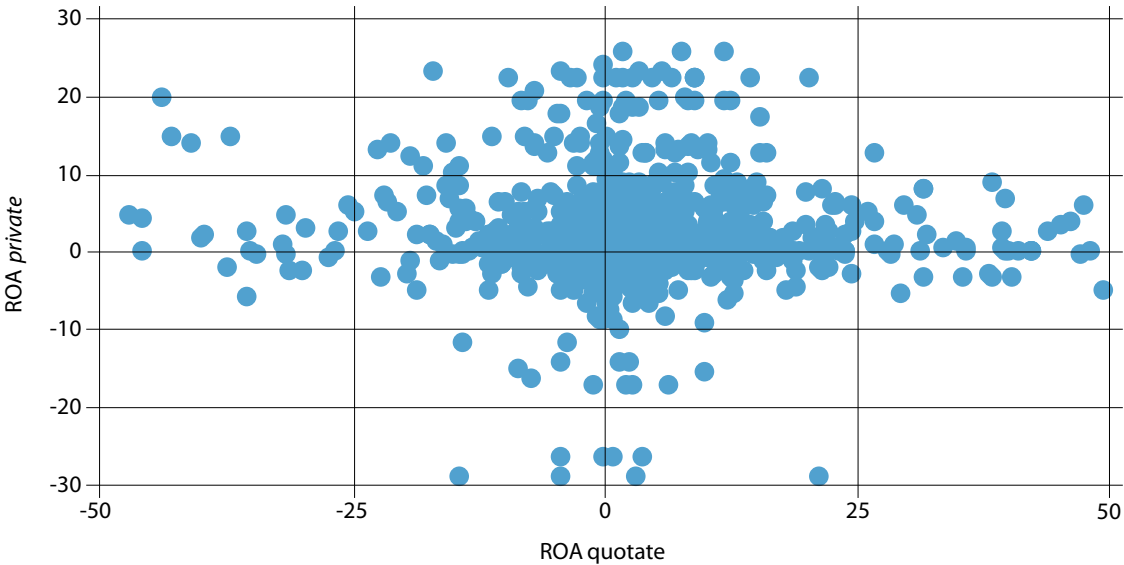


Tabella 3 - Performance di società private con almeno un consigliere in quotate vs altre

	Private con consiglieri anche in quotate	Altre private
ROA	7,48 per cento	6,18 per cento
ROA adj.	4,17 per cento	2,72 per cento

tante di aprire il capitale o di dotarsi di manager esterni capaci di incidere sullo sviluppo aziendale, ma semplicemente perché aprire la governance è la precondizione per ogni altra forma di apertura o, per dirla in altri termini, il primo passo della (necessaria) transizione dimensionale. Anche in questo caso, la tesi è basata su una serie di evidenze raccolte dall'Osservatorio imprese, incluso un confronto tra gli assetti di governance delle società *private*, delle società semi-aperte (in questo caso rappresentate dalle imprese quotate all'AIM), rispetto alle imprese quotate al mercato principale di Borsa (MTA). Un primo dato sorprendente riguarda proprio l'apertura dei Consigli d'amministrazione. Per quanto gli imprenditori abbiano spesso motivato la retrosia verso percorsi di apertura del capitale in mercati regolamentati con il peso eccessivo della governance e della compliance, le imprese *private* italiane di medie e grandi dimensioni mostrano una percentuale di presenza di consiglieri «outsider» (5) non così lontana da quella delle società quotate, e addirittura superiore a quella delle imprese quotate all'AIM (si veda Figura 1).

Un altro dato sorprendente riguarda i benefici della governance aperta a terzi, molto ben rappresentati dalla comparazione dell'impatto dei consiglieri outsider nei tre mercati considerati (società *private*, società quotate all'AIM, società quotate al MTA) (Tabella 2). Ebbene, la presenza di outsider sembra incidere positivamente sulle performance di redditività (sia operativa sia netta) solo ed esclusivamente nelle imprese *private*, seppur a fronte di un maggior livello di debito, segnale questo di una possibile maggiore spinta verso crescita e investimenti. Questo dato parrebbe indicare l'importanza di prevedere consiglieri outsider dove questi sono meno presenti, basandone la selezione sulle effettive esigenze dell'impresa e non sulla compliance a regole di mercato.

Per avvalorare questa tesi, è stata realizzata una prima estensione dell'Osservatorio imprese dedicata all'analisi dei profili dei consiglieri, in prima battuta limitatamente al mondo delle società quotate (Figura 2) (6). La ricostruzione del background professionale, del genere, della posizione all'interno del network di imprese, infatti, ha consentito di giungere ad alcune conclusioni per certi versi attese, ma comunque supportate dai dati. In sintesi, nelle imprese quotate sembra prevalere una maggiore omogeneità di profili e mix professionali tale per cui: a) le imprese che si discostano dal profilo tipico del board di un determinato settore tendono a mostrare performance peggiori di quelle che seguono invece scelte più conservative; b) le imprese migliori sembrano attrarre i consiglieri più «centrali» nel network di imprese (o, viceversa, i consiglieri più centrali nel network sembrano accettare incarichi in imprese con profili reddituali e di solidità e liquidità migliori delle altre). A titolo di esempio, consiglieri più centrali (7) siedono in imprese con migliori performance in termini di ROA (+1,8 punti) e di liquidità (+0,36 punti), con entrambe le performance meno volatili nel tempo. In altre parole, la conformità – nello specifico in Consigli d'amministrazione costruiti secondo le buone prassi del Codice di autodisciplina – sembra pagare. Ma c'è anche un altro risultato, forse più importante, che riguarda la «zona di confine» tra il mondo delle società quotate e no, e che può in parte spiegarne le differenze sostanziali.

Come mostrato nella Figura 2, per esempio, confrontando le performance delle società quotate con quelle delle società *private* in cui siede almeno un consigliere di quotate, si nota un'associazione positiva. In particolare, dunque, i consiglieri siedono alternativamente in società che vanno mediamente meglio o mediamente peggio dei *peer* e le imprese *private* sembrano be-



neficiare dell'esperienza dei consiglieri che siedono in aziende quotate di successo. Si tratta di un'intuizione confermata da un'ulteriore analisi effettuata dall'Osservatorio imprese: restringendo cioè il focus sulle sole società *private*, infatti, e distinguendo tra quelle in cui siede almeno un consigliere con esperienza di Consigli di amministrazione di società quotate e quelle in cui invece ciò non avviene, si osserva un differenziale di performance di circa 1,5 punti di ROA (Tabella 3). Dunque, i consiglieri di amministrazione di imprese quotate sembrano fungere da «volano di trasmissione» di *best practice* per le non quotate, e in generale sembrano suggerire l'importanza che prenda corpo un vero «mercato dei consiglieri» che punti alla qualità dei profili, al valore dell'esperienza, della competenza, e in generale del «capitale umano» con un background di appartenenza a Consigli di amministrazione non ne-

cessariamente di società quotate ma comunque di imprese più grandi e complesse.

Affinché l'effetto volano si verifichi, infatti, non è necessario immaginare un raddoppio di imprese quotate o forti incentivi che spingano all'apertura del capitale. Pur essendo il nostro uno dei mercati del capitale privato più asfittici d'Europa e incidenza degli investimenti PE/GDP pari allo 0,16 per cento – circa un terzo della Francia – e sebbene qualche forma di apertura del capitale sia prima o poi necessaria per sostenere tassi di crescita importanti, il primo vero problema è superare gli ostacoli che ancora oggi impediscono a tanti nostri imprenditori di avvantaggiarsi, a un costo obiettivamente contenuto, di professionalità e competenze di valore nei Consigli di amministrazione pur di preservare l'assoluto controllo delle decisioni di governo. Correndo però rischi molto più seri.

DOI: 10.1485/1120-5032-202001-11

-
- (1) *L'Osservatorio imprese monitora la proprietà e la governance delle imprese italiane (quotate e no) con un fatturato di almeno 100 milioni di euro (nella 1a edizione), con l'esclusione delle cooperative e delle filiali di imprese estere. Il Corporate Governance Lab è realizzato con la partnership scientifica di PwC – TLS, mentre Banca Generali è Main Partner dell'Osservatorio imprese in collaborazione con Cerved.*
 - (2) *Analisi basata su dati Orbis, anno 2017.*
 - (3) *Differenze tra il ROE dell'azienda e il ROE medio di settore in quell'anno (calcolato su tutte le imprese italiane con almeno 5 milioni di euro di fatturato).*
 - (4) *Impresa familiare (o a controllo familiare): impresa in cui la maggioranza delle azioni appartiene a una o due famiglie. Impresa statale (o a controllo statale): impresa in cui la maggioranza delle azioni è controllata (anche indirettamente) dallo Stato centrale o da un ente locale. Impresa a controllo finanziario: impresa in cui la maggioranza delle azioni è di proprietà di un fondo di investimento, di una banca o di una compagnia di assicurazione. Impresa con coalizione proprietaria (o coalizione): impresa in cui la proprietà è frammentata tra quattro o più soci, non necessariamente omogenei tra loro (più famiglie; famiglie e individui; più individui; famiglie, individui e altre imprese ecc.).*
 - (5) *È considerato outsider un consigliere che non ha deleghe o un incarico esecutivo e non è legato alla proprietà né dal possesso di quote né da legami di parentela (verificata osservando l'affinità di cognome con uno dei proprietari o anche la coabitazione con uno o più di questi attraverso l'indirizzo di residenza). Ne consegue che le percentuali potrebbero essere anche sovrastimate (per impossibilità di cogliere legami familiari non palesati da comunanza di cognome o coabitazione). Chiaramente, non è possibile poi stabilire se gli outsider siano realmente tali (possedendo, dunque, anche requisiti di indipendenza), o si tratti invece di professionalità con legami a vario titolo con uno o più dei proprietari (professionisti «storici» dell'impresa, tra tutti).*
 - (6) *È in programma un'estensione ai 9608 consiglieri delle imprese non quotate.*
 - (7) *La centralità nel network è calcolata considerando la distanza tra i consiglieri, stimata considerando quanti collegamenti sono necessari a una persona per raggiungere gli altri membri.*
-

IN SINTESI

- La strutturale difficoltà delle imprese italiane a crescere, aggregarsi e competere sul mercato globale può essere arrestata sia intervenendo sul contesto regolatorio e fiscale, sia imponendo scelte di governance aziendale che guardino all'apertura del capitale di altri investitori, privati o no, o di apertura del debito.
- La «transizione necessaria» delle imprese italiane verso una maggiore apertura e dinamismo si articola su tre livelli diversi ma collegati: l'apertura del capitale a soggetti terzi; l'apertura della leadership a manager esterni; l'apertura della governance.
- Le ricerche condotte dall'Osservatorio imprese del Corporate Governance Lab mostrano come la presenza di outsider sembra incidere positivamente sulle performance di redditività (sia operativa sia netta) solo nelle imprese *private*, seppur a fronte di un maggior livello di debito, segnale questo di una possibile maggiore spinta verso crescita e investimenti.