

IL FATTORE GOVERNANCE

Limiti ed opportunità per le imprese non quotate

*Partner tecnico-
scientifico CG Lab:*



PwC TLS
Avvocati e Commercialisti

*Main Partner
Osservatorio imprese:*



Alessandro Minichilli

Direttore Corporate Governance Lab
Director of Research, Corporate and Financial Institutions SDA Bocconi
Professore Associato Università Bocconi

con il commento di:

Fabrizio Acerbis

Managing Partner, PwC TLS

Incontro ESG – una sigla per il futuro
Economia sostenibile, creazione di valore, corporate governance

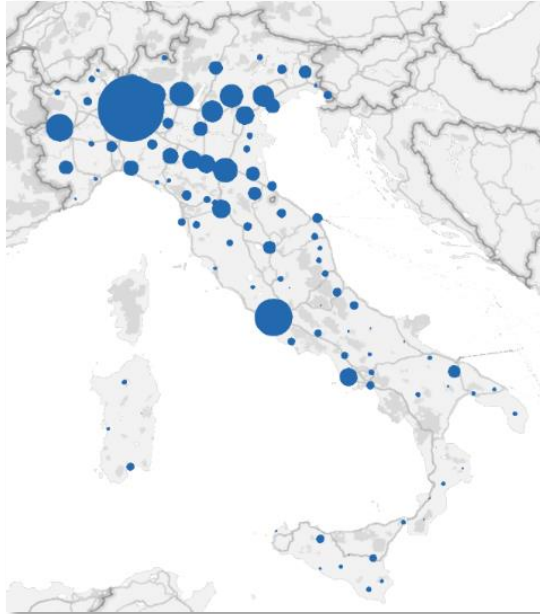
24 novembre 2020

Un punto di partenza: Le medie e piccole imprese italiane

- Come noto, l'Italia ha un **tessuto imprenditoriale «unico»** nel contesto Europeo. In particolare il nostro Paese:
 - è il Paese con il maggior numero di piccole e piccolissime imprese, con fatturato compreso tra 1 e 10 Mn di € (in Italia circa 179.000, contro 158.000 della Francia, 121.000 della Germania, 119.000 della Spagna e 49.000 dell'UK);
 - è tra i Paesi con il numero minore di imprese sopra i 10 Mn € (32.000 circa, contro 36.000 della Francia, 49.000 dell'UK e ben 87.000 della Germania);
 - Soprattutto, è il Paese con il numero minore di imprese sopra la soglia dei 50 Mn di € (appena 8,100 circa, contro 9.600 della Francia, 11.800 della Germania e ben 15.000 in UK).
- Pur a lungo indicata come un vantaggio, o come fonte di flessibilità industriale (e.g. ruolo dei distretti), la **piccola dimensione è oggi diventata fattore di debolezza e vulnerabilità** rispetto ad altri player nazionali ed internazionali consolidati, anche in ragione della forte esposizione verso il sistema bancario.

Il Corporate Governance LAB (1/2)

TUTTE LE IMPRESE CON UN
FATTURATO DI ALMENO €50 M



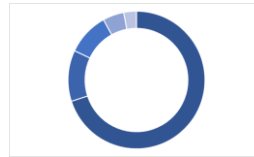
6.000+ IMPRESE



QUOTATE
E PRIVATE



FAMILIARI E NON (STATALI,
COALIZIONI, A CONTROLLO
FINANZIARIO)



PROPRIETÀ:
10.000+ ASSETTI
classificati,
AZIONISTI ultimi 10
anni



ORGANI DI
GOVERNO:
6.000+ Cda
ultimi 10 anni



GRUPPI:
2.000+



STATUTI:
1.500+ di
società non
quotate



PROFILI DI 4.000
CONSIGLIERI DI
SOCIETÀ
QUOTATE



STRATEGIA:
M&A (2.300+ deal)
FDI (20.000+
partecipate)
BREVETTI
(60.000+)



IMPRESE EUROPEE:
15.000+ IMPRESE +250M
1.500 PROFILI CEO



FOCUS:
IMPRESE CENTENARIE,
B-CORP,
IMPRENDITORI
INVENTORI,
CAPITALE UMANO

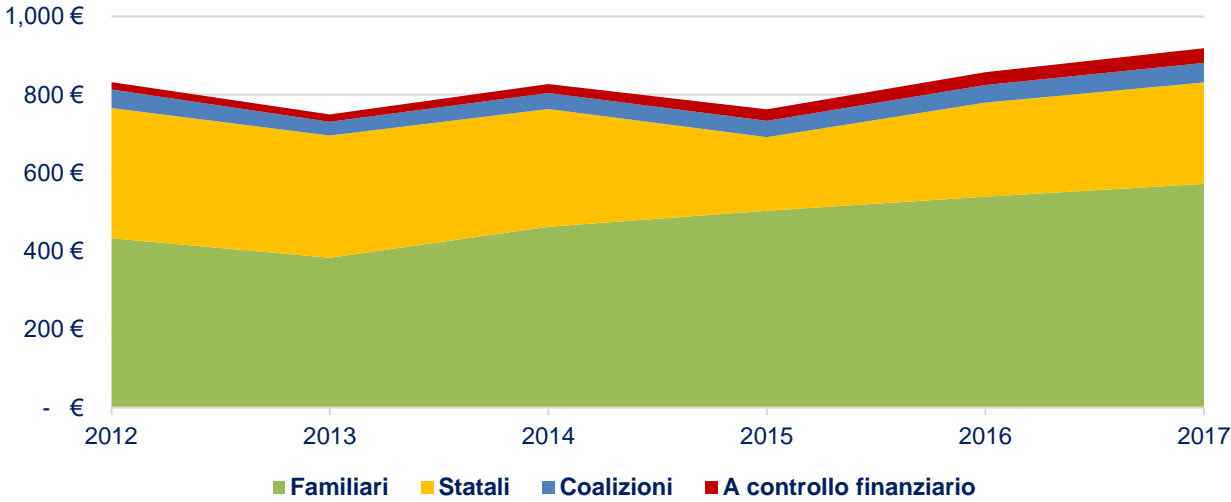
- Il **Corporate Governance LAB** monitora tutte le grandi imprese italiane (fatturato > €50M), e al suo interno l'**Osservatorio imprese** ne monitora la governance e la proprietà (per le imprese a controllo familiare, statale, di coalizione e finanziario).

I edizione CG Lab

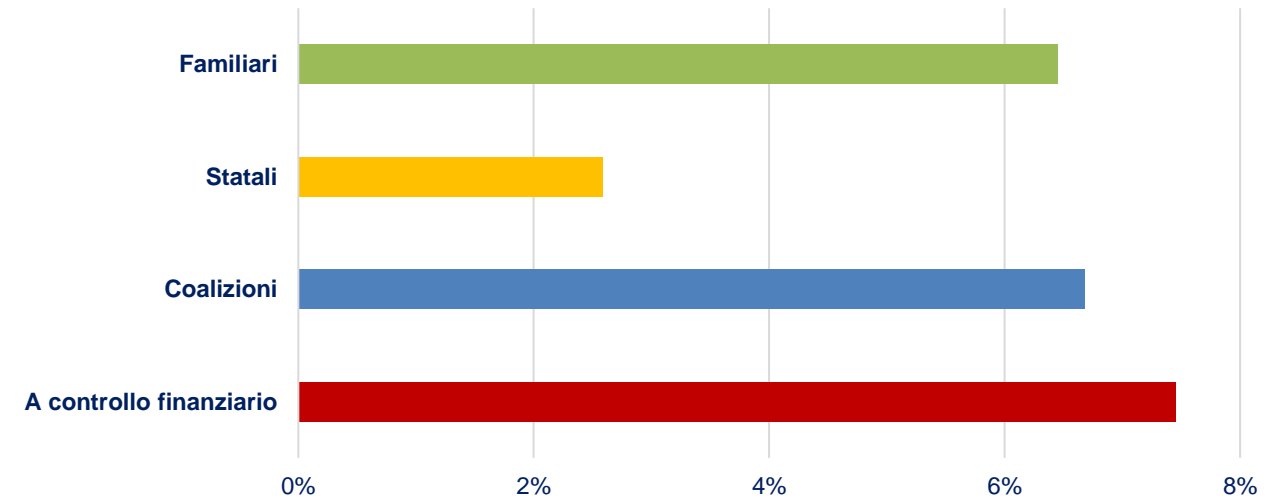
Assetto Proprietario	€50-100M		>€100M		TOT	
Familiare	2.527	61%	2.315	58%	4.842	60%
Statale o Ente locale	135	3,3%	200	5%	335	4,1%
Coalizione	137	3,3%	157	3,9%	294	3,6%
A controllo Finanziario	129	3,1%	145	3,6%	274	3,4%
Perimetro Osservatorio	2.928	71%	2.817	71%	5.745	71%
<i>Filiale di impresa estera</i>	971	24%	948	24%	1.919	24%
<i>Cooperativa o consorzio</i>	212	5%	202	5%	414	5%
<i>Altre</i>	7	0,2%	17	0,4%	24	0,3%
Perimetro CG Lab	4.118	100%	3.984	100%	8.102	100%

Dimensione, crescita e occupazione

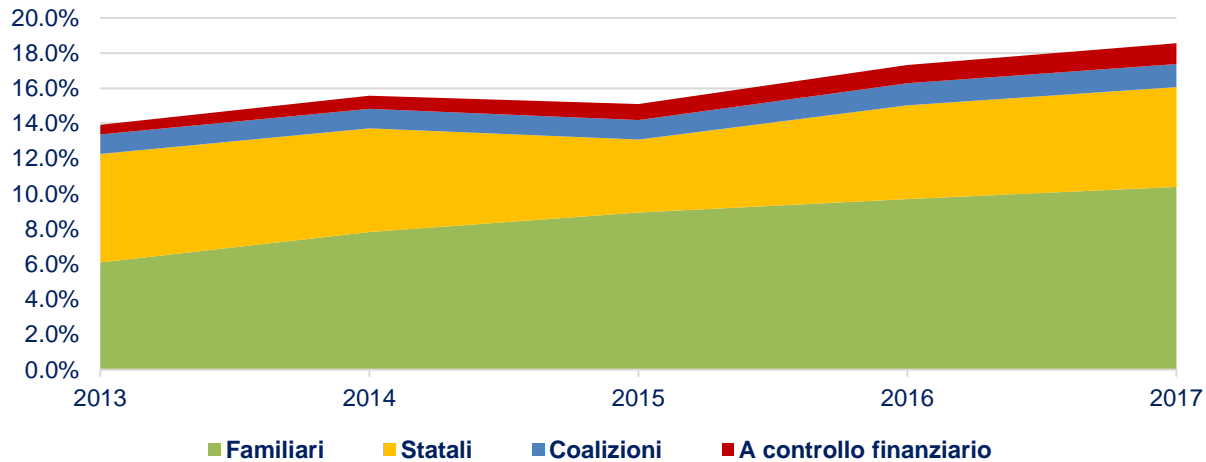
Fatturato (Miliardi di €)



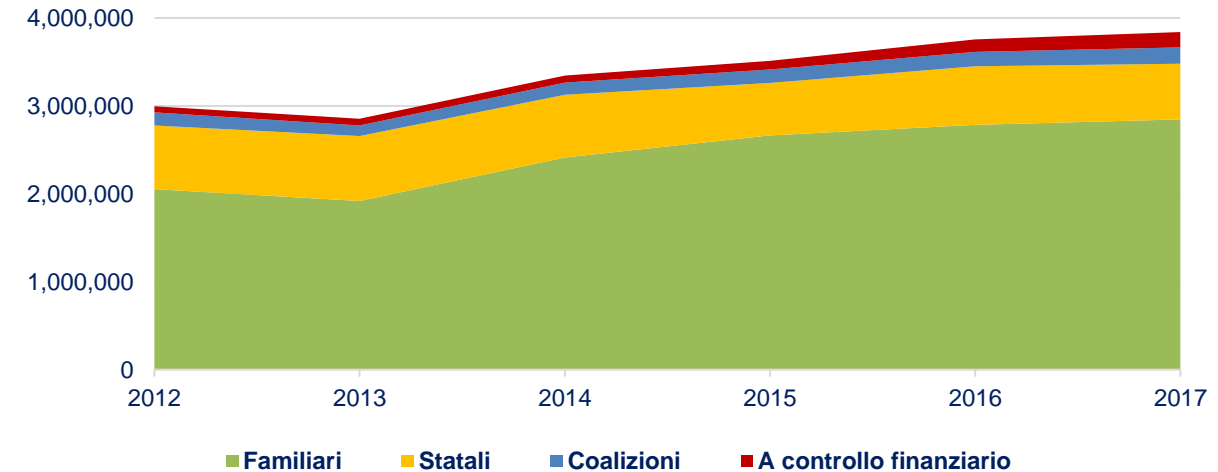
CAGR 2012-17



Valore aggiunto in percentuale del PIL



Dipendenti



I dati cumulati sono riferiti ai bilanci disponibili, la cui copertura è pari al 90% del campione.

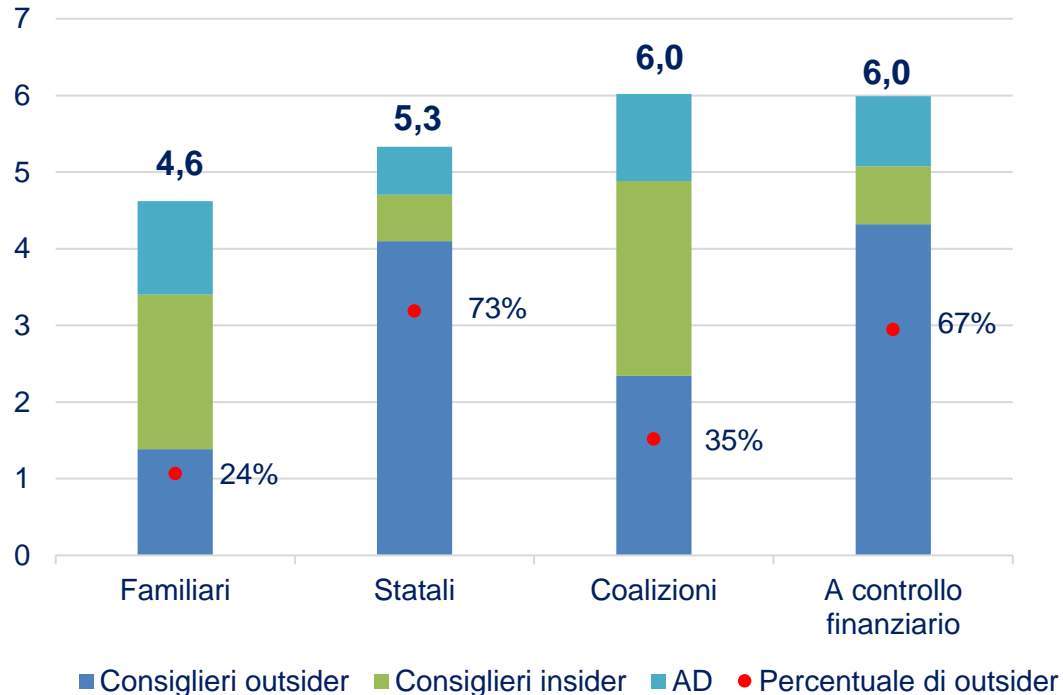
I principali problemi delle imprese italiane non quotate



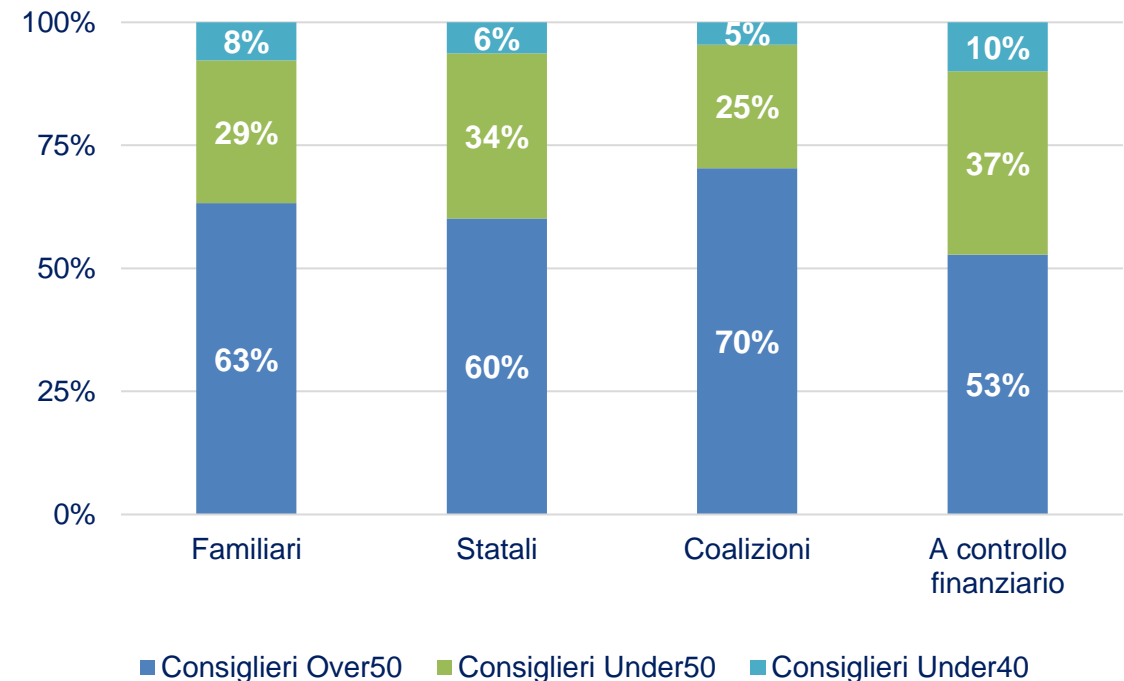
I CdA delle grandi imprese non quotate

Le imprese a controllo statale e finanziario presentano una maggiore dimensione dei CdA con migliore bilanciamento tra componente esecutiva e non. Le **imprese familiari e le coalizioni tendono invece ad avere una sovra-rappresentazione di Consiglieri con legami proprietari (insider)**, anche in ruoli esecutivi. Le coalizioni hanno tuttavia una dimensione media maggiore per via della maggiore articolazione della proprietà e relativa rappresentanza nel board.

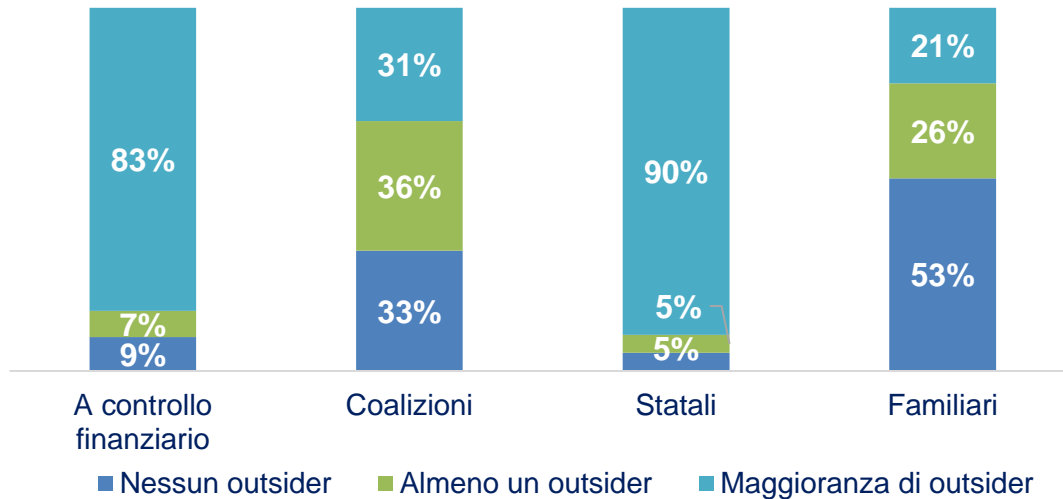
Composizione del CdA



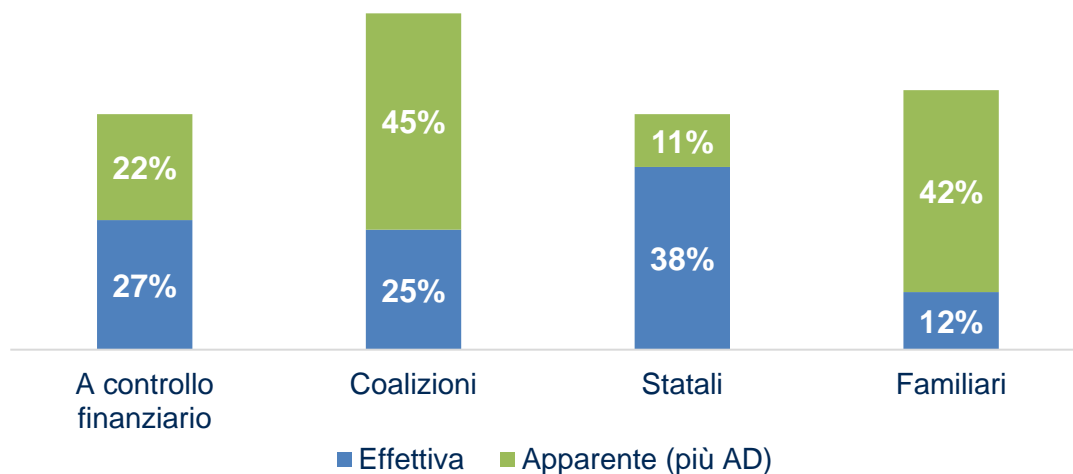
Età dei Consiglieri



Apertura del CdA



CEO duality



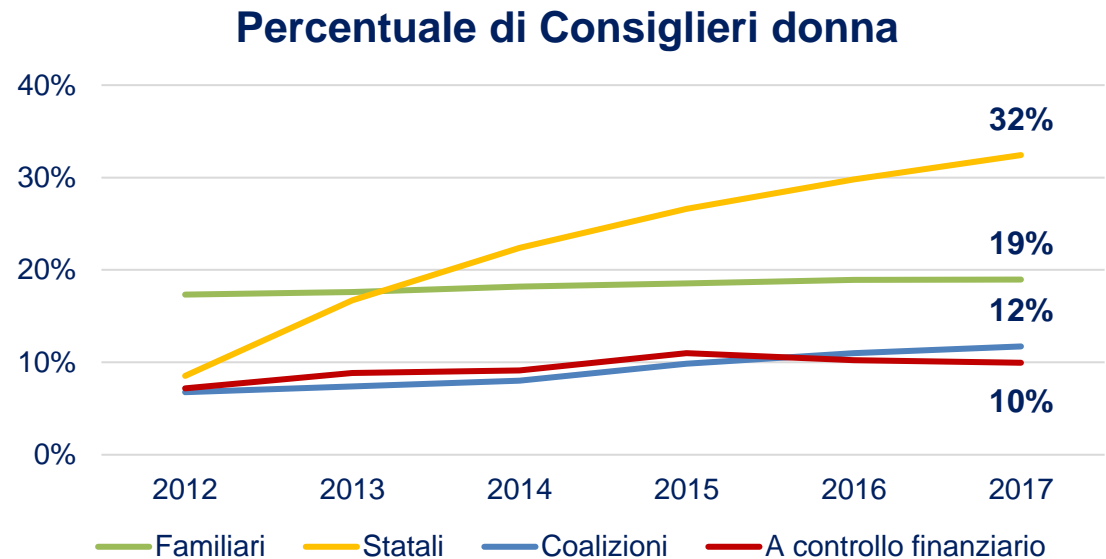
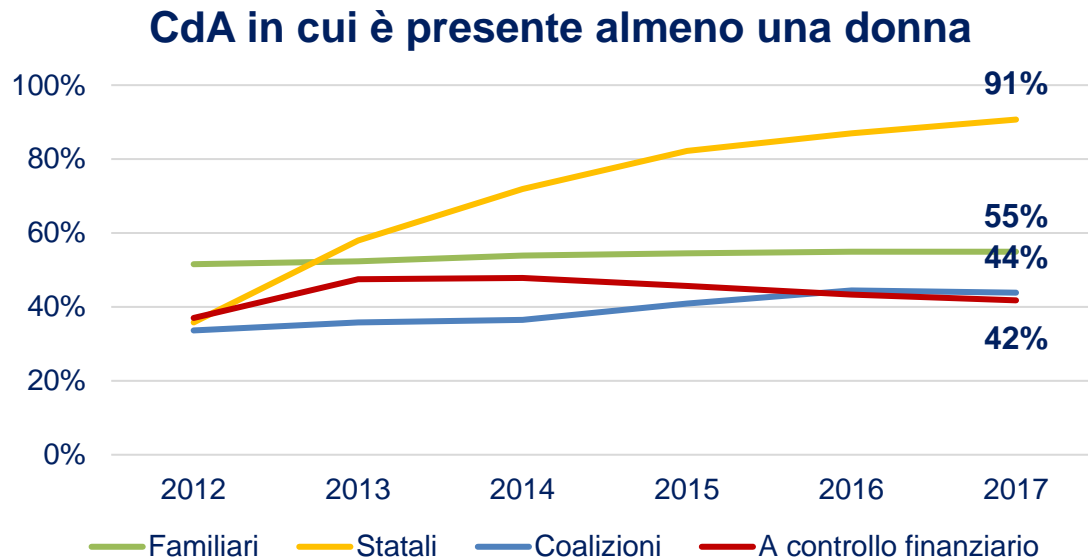
- Il 53% delle imprese familiari ed il 33% delle coalizioni ha un CdA «chiuso»: queste imprese **rinunciano alle competenze che gli outsider** potrebbero mettere al loro servizio.
- La tendenza ad aprire il CdA ai consiglieri outsider aumenta **quando le performance sono peggiori**.
- Spesso le imprese **rinunciano a costruire un CdA realmente funzionante**: non c'è una distinzione tra ruolo di leader del CdA (Presidente) e ruolo di leader dell'azienda (AD)
- La **CEO duality** ha un impatto negativo soprattutto nelle familiari **(-0,32 punti)** o in presenza di amministratori delegati multipli **(-0,29 punti)**.

La mobilità territoriale e il «mercato» dei consiglieri

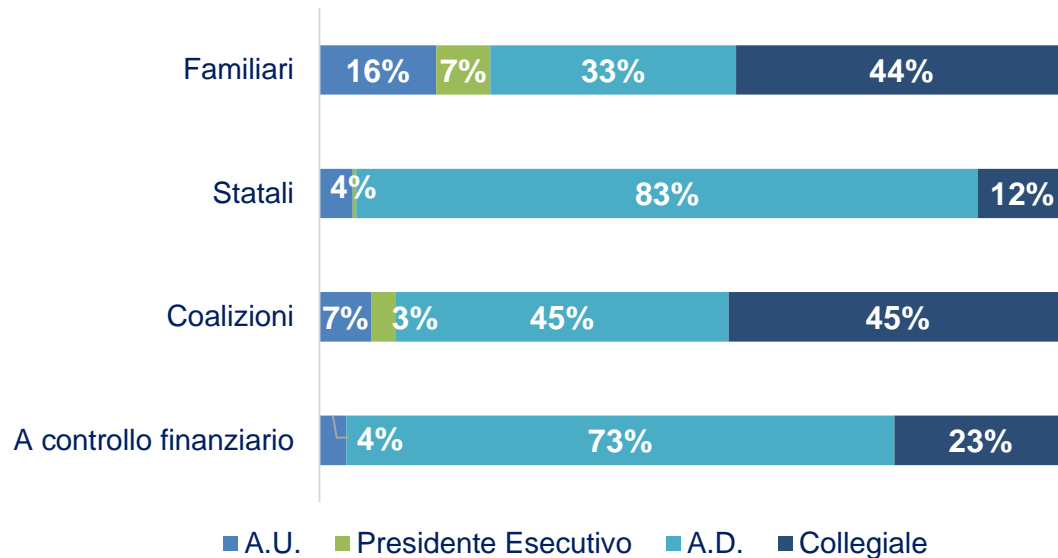
Intensità della «mobilità»	
Piemonte verso Lombardia	214
Emilia Romagna verso Lombardia	198
Lazio verso Lombardia	190
Veneto verso Lombardia	156
Lombardia verso Emilia-Romagna	148
Liguria verso Lombardia	145
Lombardia verso Piemonte	140
Lombardia verso Veneto	127
Toscana verso Lombardia	115
Lombardia verso Lazio	110
Altri	2514
Totale	4.057
Totale Consiglieri	9.608
Totale Consiglieri «locali»	5.551

Non esiste ancora un «mercato» dei Consiglieri outsider ed indipendenti per Società non quotate. Circa il 57% dei Consiglieri proviene infatti dalla stessa provincia in cui ha sede l'azienda, benché si tratti largamente di Consiglieri azionisti o con legami proprietari.

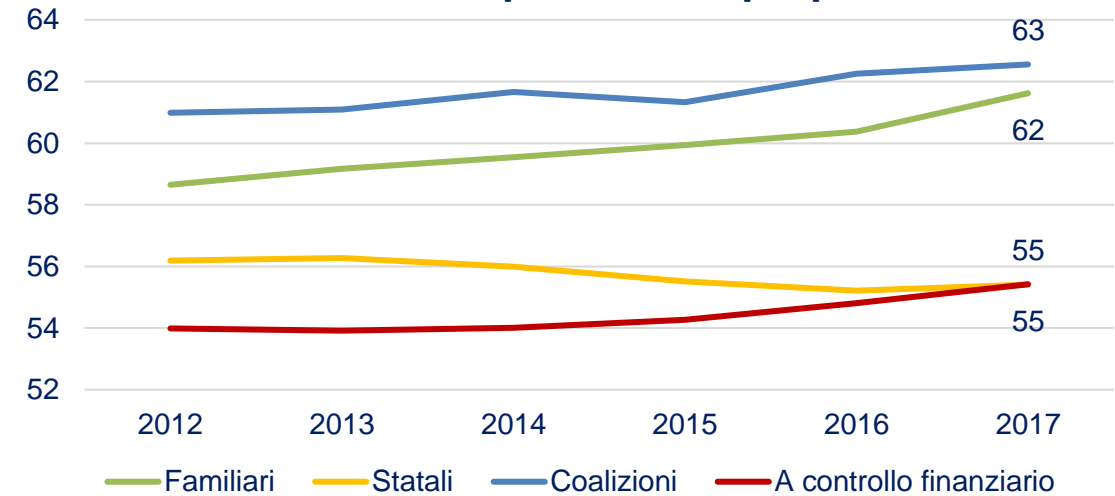
- Le donne trovano poco spazio nella governance delle imprese non quotate, soprattutto nelle coalizioni e nelle imprese a controllo finanziario.
- La maggiore presenza di Consiglieri donna nelle imprese familiari, tradizionalmente «guidata» dalla presenza di donne della famiglia, ha visto tuttavia una decisa inversione di tendenza: dal 2012 è infatti quasi raddoppiata la presenza di Consiglieri donna che non hanno un legame con la famiglia proprietaria.



Modelli di leadership

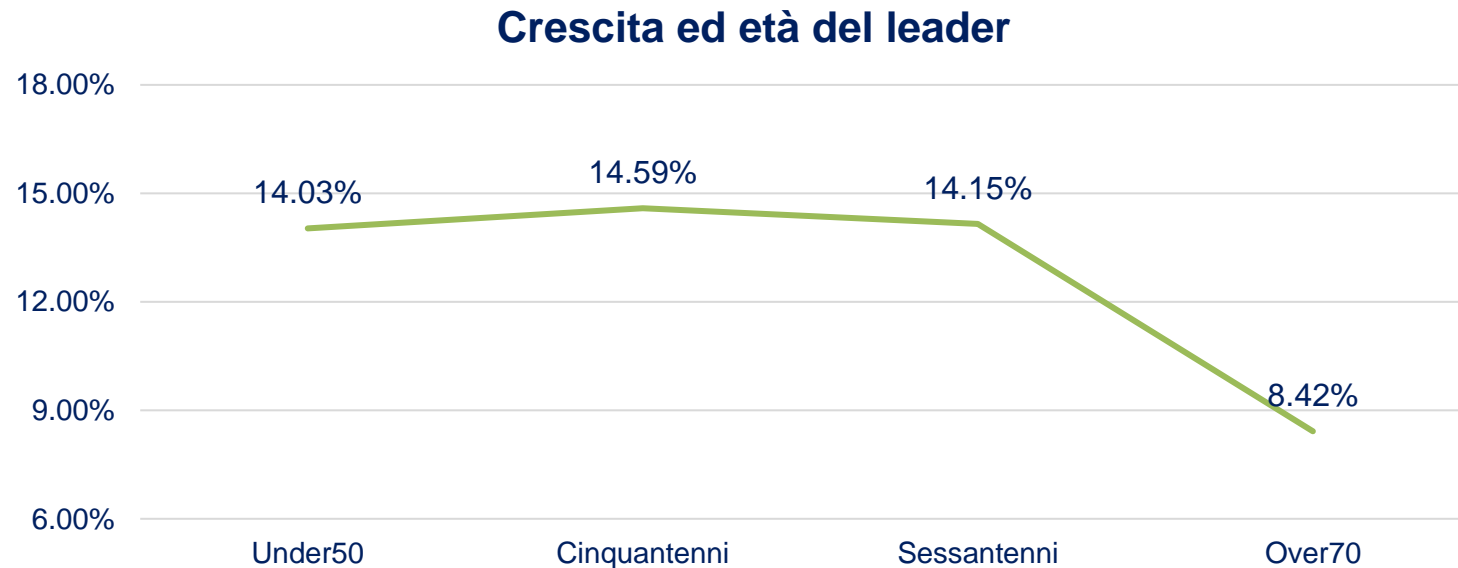


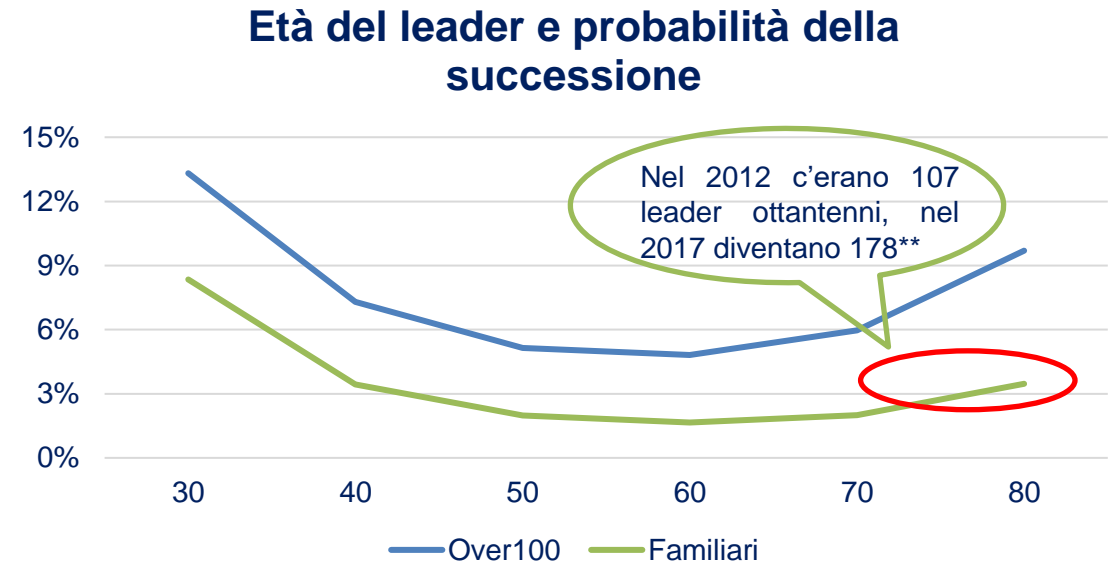
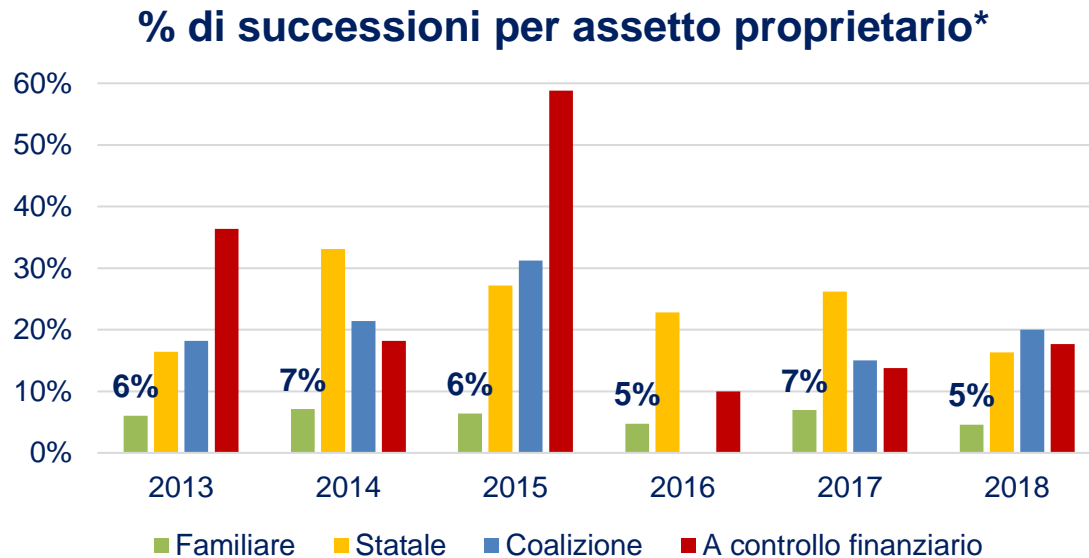
Età del leader per assetto proprietario



- **La leadership collegiale** ha un impatto generalmente **negativo sul ROA adj. (-0,5 punti)** nelle Over100.
- L'età del leader ha un impatto consistente, in particolare sulla redditività e sulla crescita dell'impresa:
 - Un leader «under 50» ha un impatto positivo sulle performance: in media il **ROE adj.** è più alto di **+0,74 punti** e la sua variazione (anno su anno) di **+2 punti**.
 - Un leader «over 70», invece, ha un impatto negativo sul **ROA adj.** di **-0,31 punti** e sulla variazione del **ROE adj.** di **-2 punti**.

L'età del leader ha un impatto rilevante sulla crescita dell'impresa. Osservando il tasso percentuale annuo, **la tensione alla crescita si riduce considerevolmente dopo i 70 anni**, passando da una media di circa il 14% (stabile fino a questa età) ad una crescita media annua di appena 8,4%.



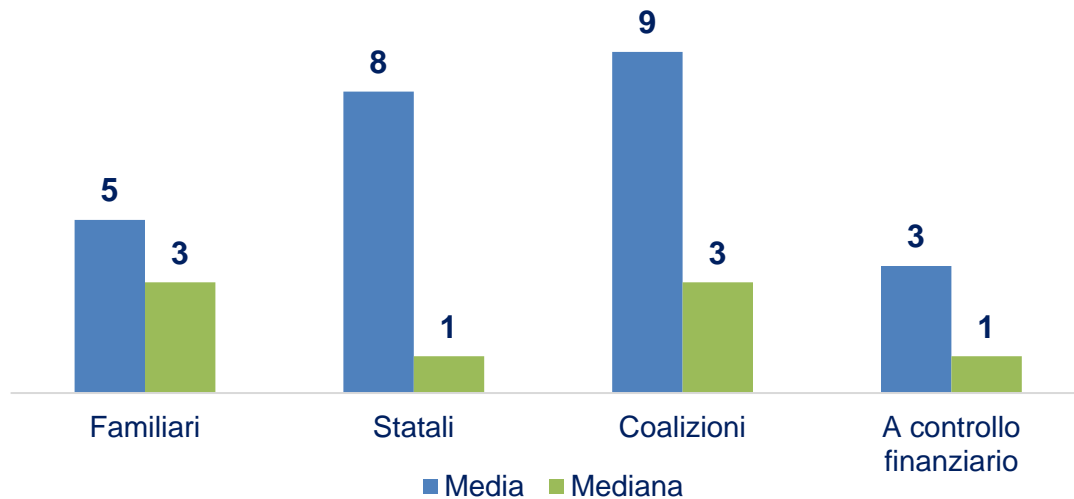


- Se il **ROA** è **negativo** per due esercizi consecutivi, la probabilità di successione aumenta del **50%**.
- Avere **consiglieri outsider** all'interno del CdA aumenta la probabilità di una successione: un aumento del 10% degli outsider aumenta la probabilità di successione del **+6%**.
- **La concentrazione di potere** diminuisce la probabilità di successione: se il leader è un AU la probabilità si **dimezza**, mentre in presenza di **CEO duality** la probabilità si riduce di circa **un quarto**.
- Le **imprese familiari** hanno **circa un quinto delle probabilità di cambiare leader** rispetto agli altri assetti proprietari.
- Se il leader è il fondatore (**-52%**) o un membro della famiglia (**-73%**) è meno probabile che ci sia un cambio al vertice.

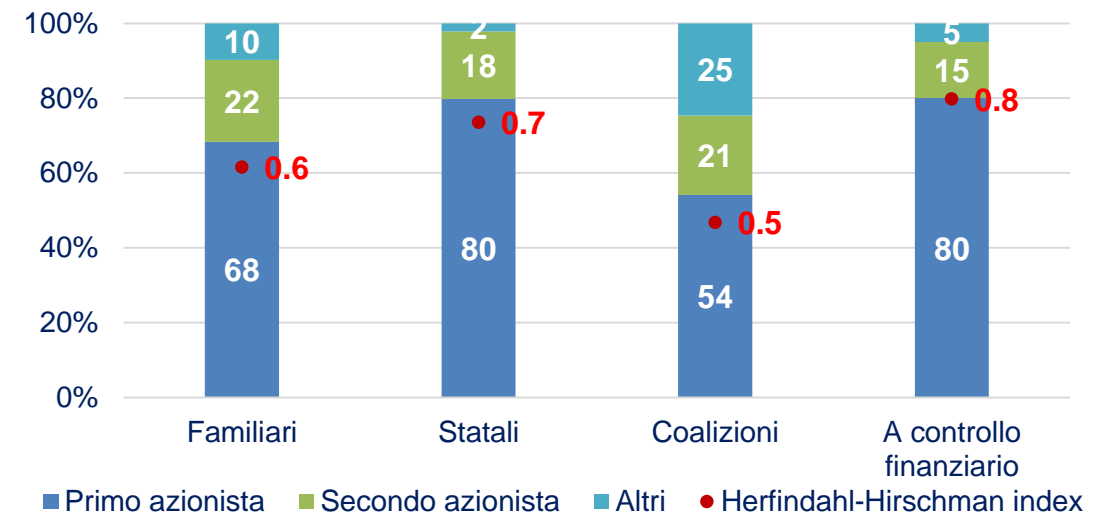
** da 47 a 61, se si escludono i modelli collegiali

* Sono escluse le aziende con leadership collegiale

Numero di azionisti



Concentrazione della proprietà

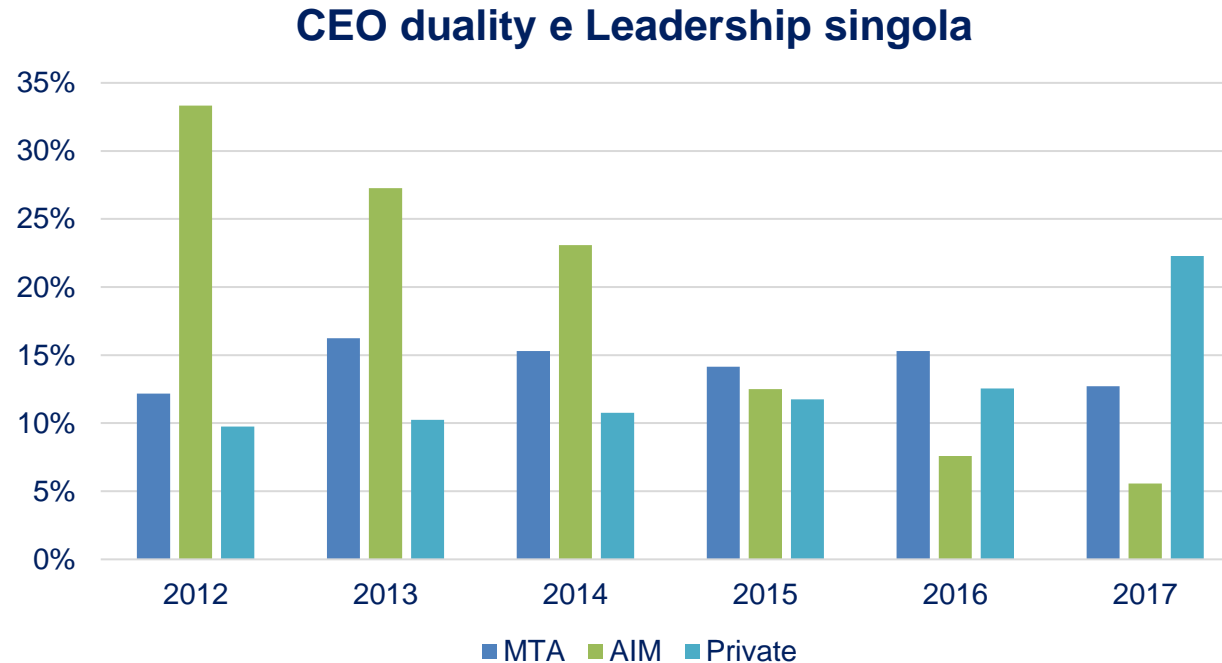


- L'aumento del numero di azionisti ha un impatto tendenzialmente negativo sulle performance: **all'aumentare del numero di azionisti si riduce la redditività (ROA adj. e ROE adj.)**. Una struttura troppo complicata riduce l'efficacia delle imprese.
- La concentrazione della proprietà tende a far aumentare l'**indebitamento**: l'impresa deve ricorrere a fonti alternative per finanziare i suoi fabbisogni. In particolare, un aumento dell'indice di Herfindahl¹ di 0,1 è associato ad un aumento medio del **rapporto di indebitamento di +0,3 punti**.

Le soluzioni: il fattore governance

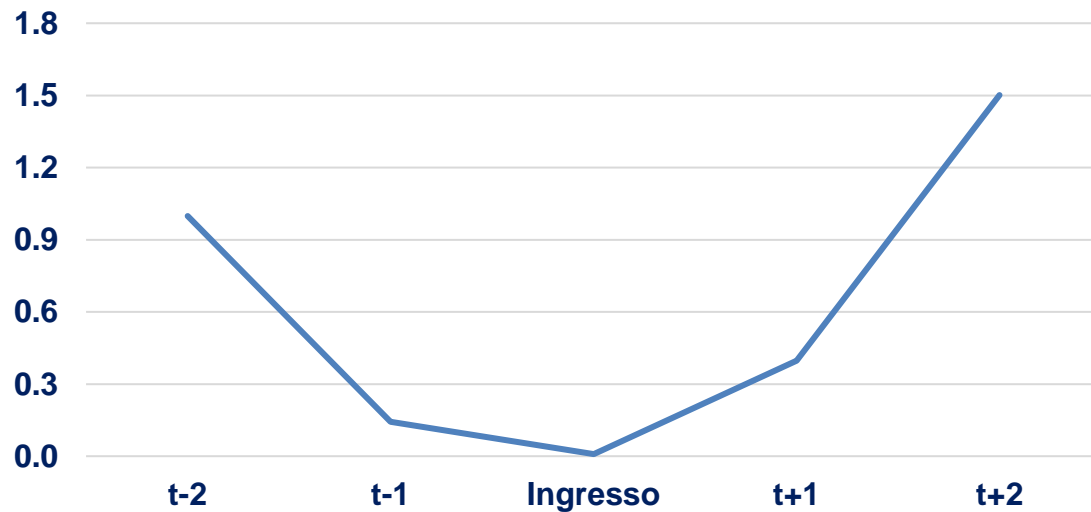


Un CdA efficace: separare il ruolo di leader del CdA e leader dell'azienda

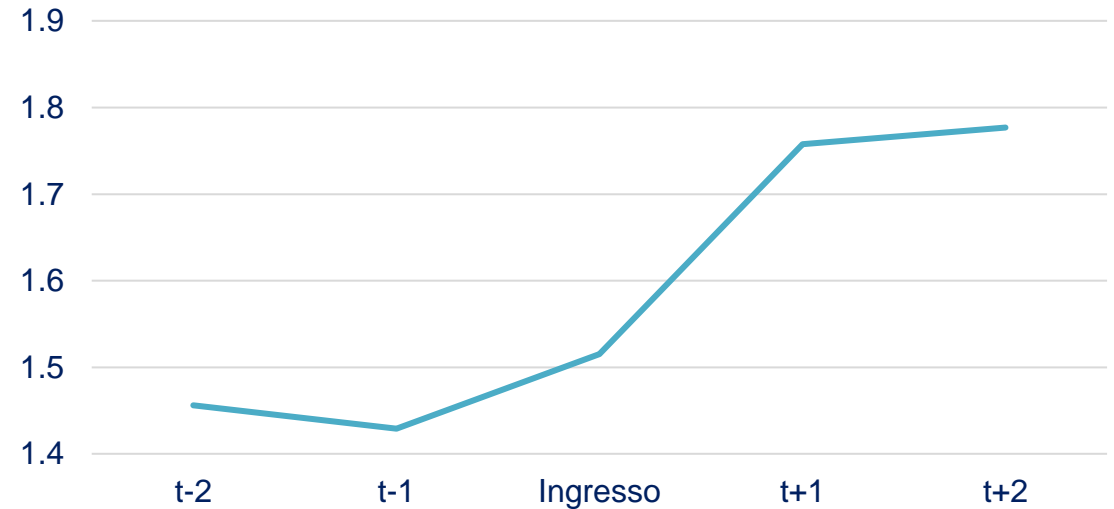


- **Il percorso di quotazione** sembra indicare **l'importanza di separare le cariche di P e AD**: nelle aziende quotate all'AIM, la riduzione della CEO duality è particolarmente visibile, mentre al contrario le aziende private tendono ad aumentare la concentrazione di cariche nel tempo.

ROE adjusted



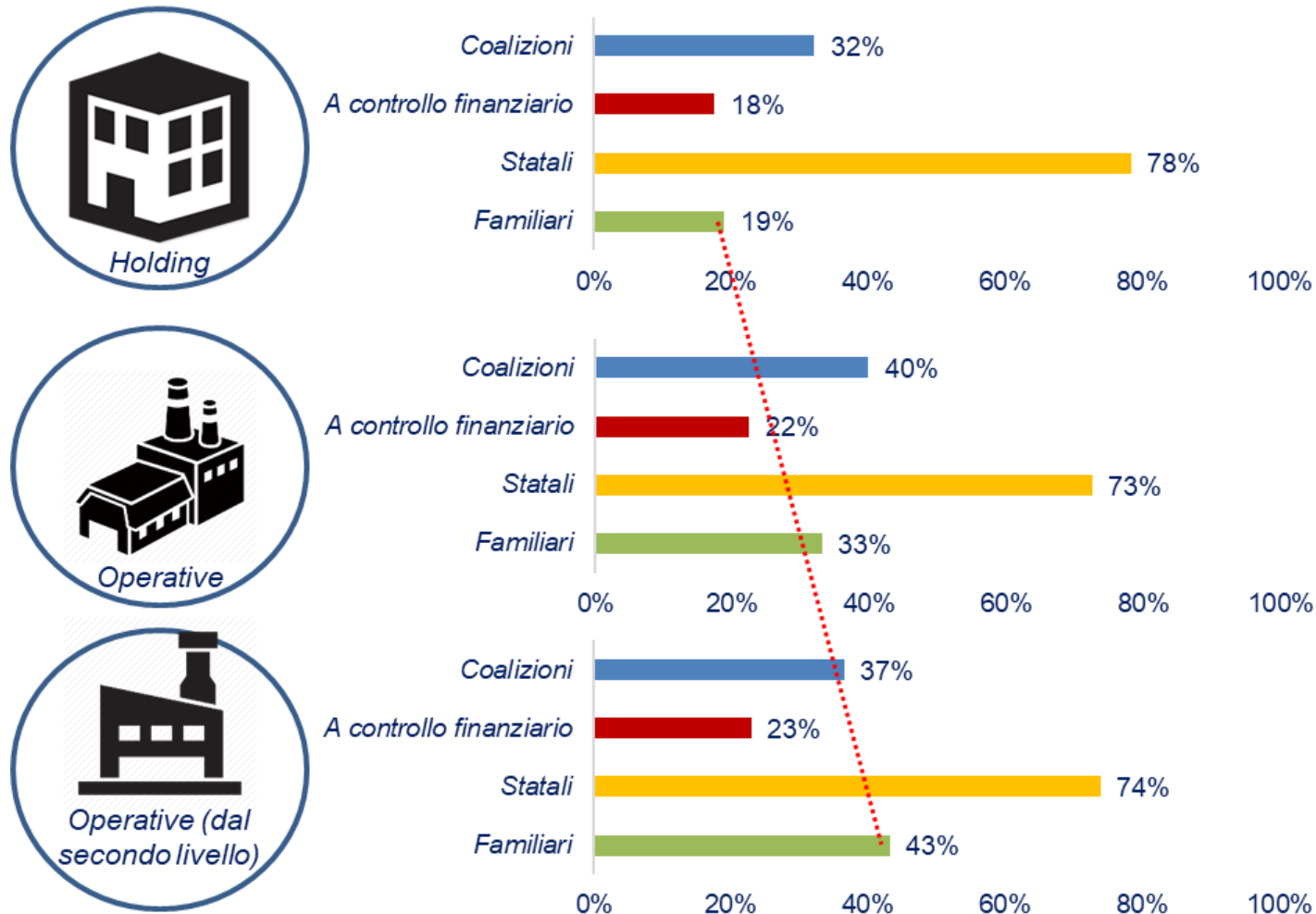
ROA adjusted



- Quando le imprese aprono la governance a consiglieri outsiders, **le performance migliorano**:
 - Il ROE adj. delle aziende che inseriscono un outsider è di **+0,9 punti rispetto alle altre**.
 - Il ROA adj. migliora in media di **+0,26 punti** rispetto all'anno precedente l'ingresso di un *outsider*.

L'apertura del CdA: holding vs operative

Percentuale di consiglieri outsider



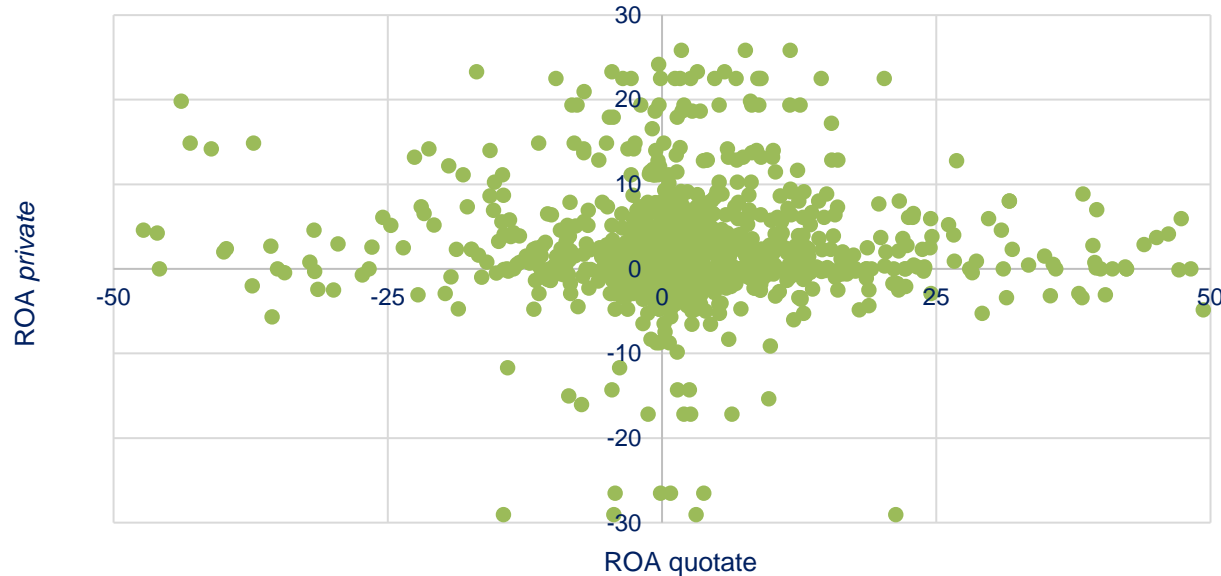
- I consiglieri outsider hanno un impatto migliore sulle performance quando hanno un incarico in **società operative**.
- Se la percentuale di outsider sale del 10%:
 - il **ROE adj.** aumenta di **+0,23 punti** nelle operative rispetto alle holding
 - il **ROA adj.** aumenta di **+0,1 punti** nelle operative rispetto alle holding.

L'apertura del CdA: confronto tra quotate e non quotate

Numerosità	ROA			ROE			Debito		
	MTA	AIM	Private	MTA	AIM	Private	MTA	AIM	Private
Percentuale Consiglieri Outsider			+			+			+ +
75% Consiglieri Outsider			+	- -		+ +	-	-	

La presenza di Consiglieri *outsider* nel CdA ha un impatto positivo sulle performance reddituali (sia operativa che netta) solo nelle imprese «private», pur a fronte di un maggior livello di debito. Questo sembra indicare l'importanza di prevedere outsider dove questi sono meno presenti.

Il «valore» dell'esperienza dei Consiglieri nelle società quotate: performance di società *private* e quotate a confronto



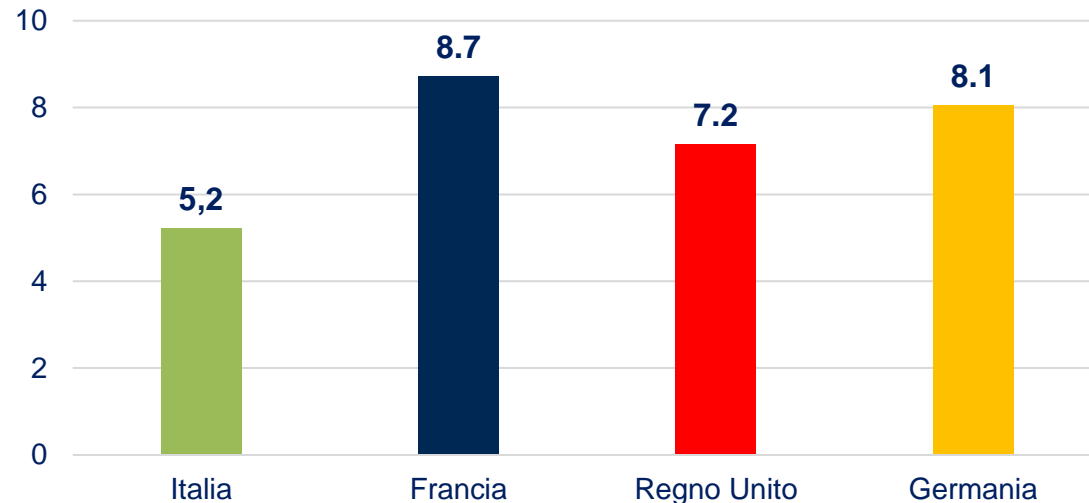
Confrontando le performance delle società quotate con quelle delle società private in cui siede almeno un Consigliere di quotate si nota un'associazione positiva. In altri termini, **Consiglieri siedono alternativamente in società che vanno mediamente meglio o mediamente peggio dei *peer*.**

	<i>Private con consiglieri anche in quotate</i>	<i>Altre private</i>
ROA	7,48%	6,18%
ROA adj.	4,17%	2,72%

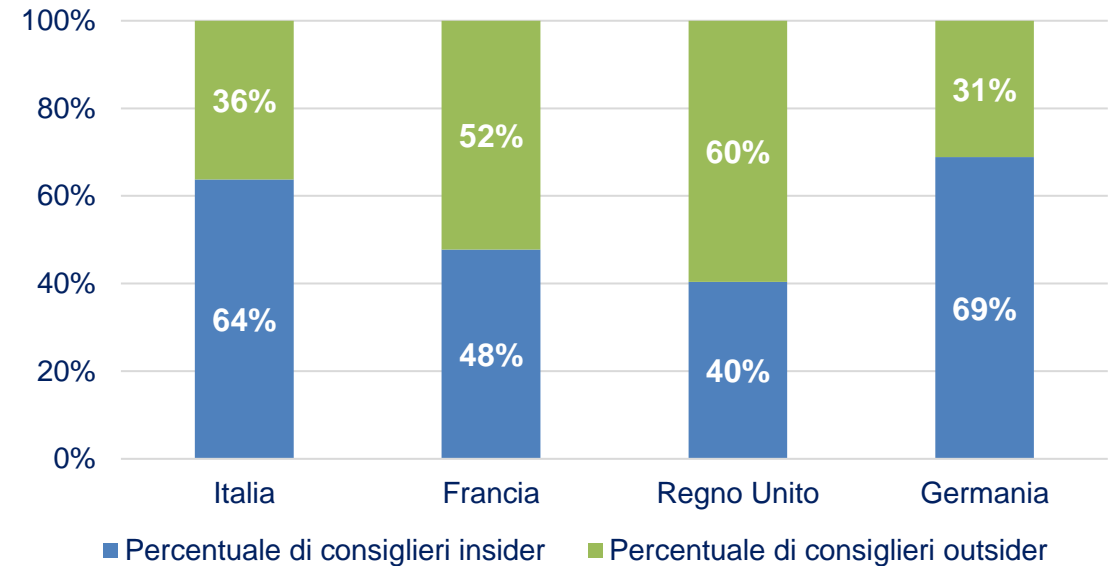
Restringendo l'analisi alle sole società private (Over100), si osserva una migliore performance operativa in quelle in cui siede almeno un Consigliere con esperienza di società quotate. In altri termini, **i Consiglieri di quotate sembrano fungere da «volano di trasmissione» di *practice* per le non quotate.**

L'apertura del CdA: un confronto internazionale

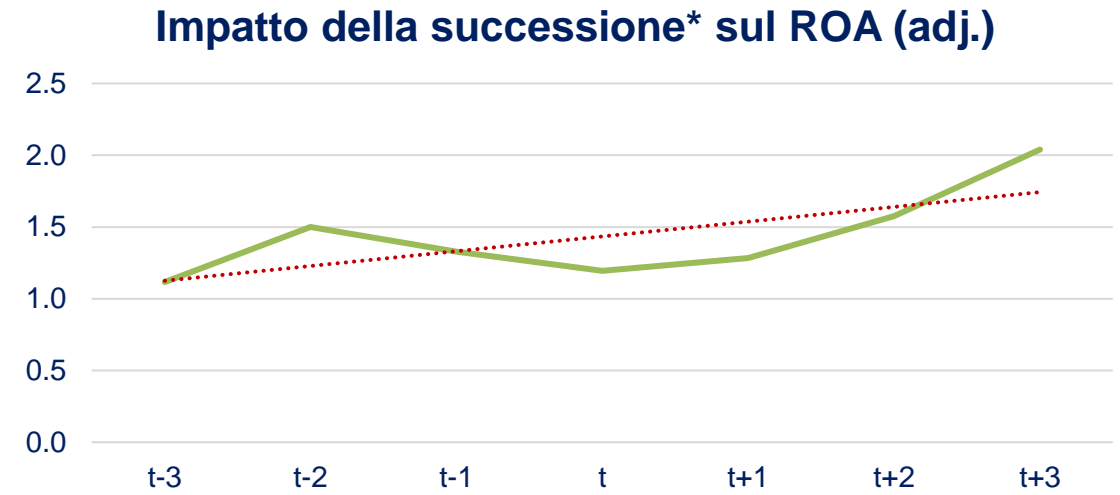
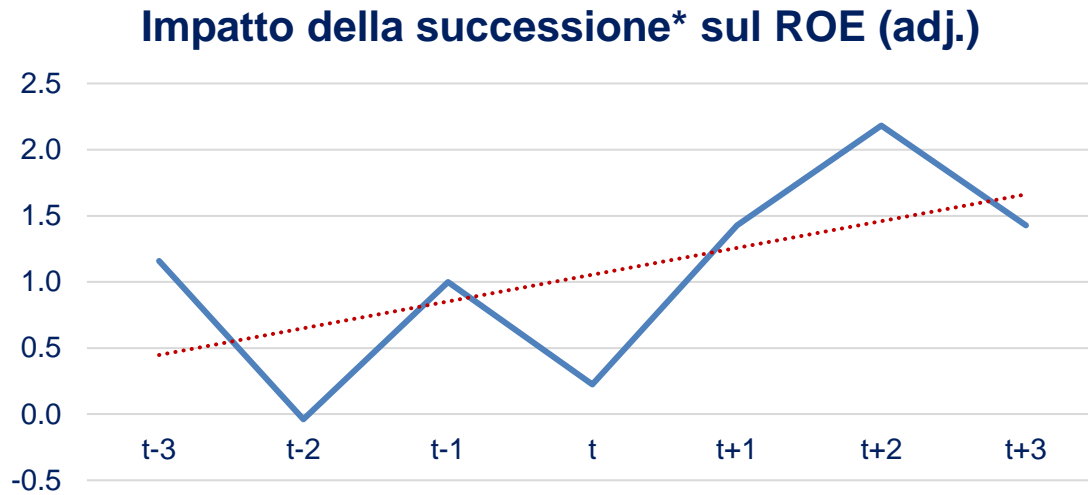
Dimensione del CdA



Consiglieri outsider



I consiglieri *outsider* hanno un impatto positivo anche nelle imprese non quotate degli altri Paesi EU analizzati (+0,57 punti di ROA ogni 10% di consiglieri outsider). Come per l'Italia, invece, l'impatto degli outsider si dimostra non statisticamente significativo nelle imprese quotate.

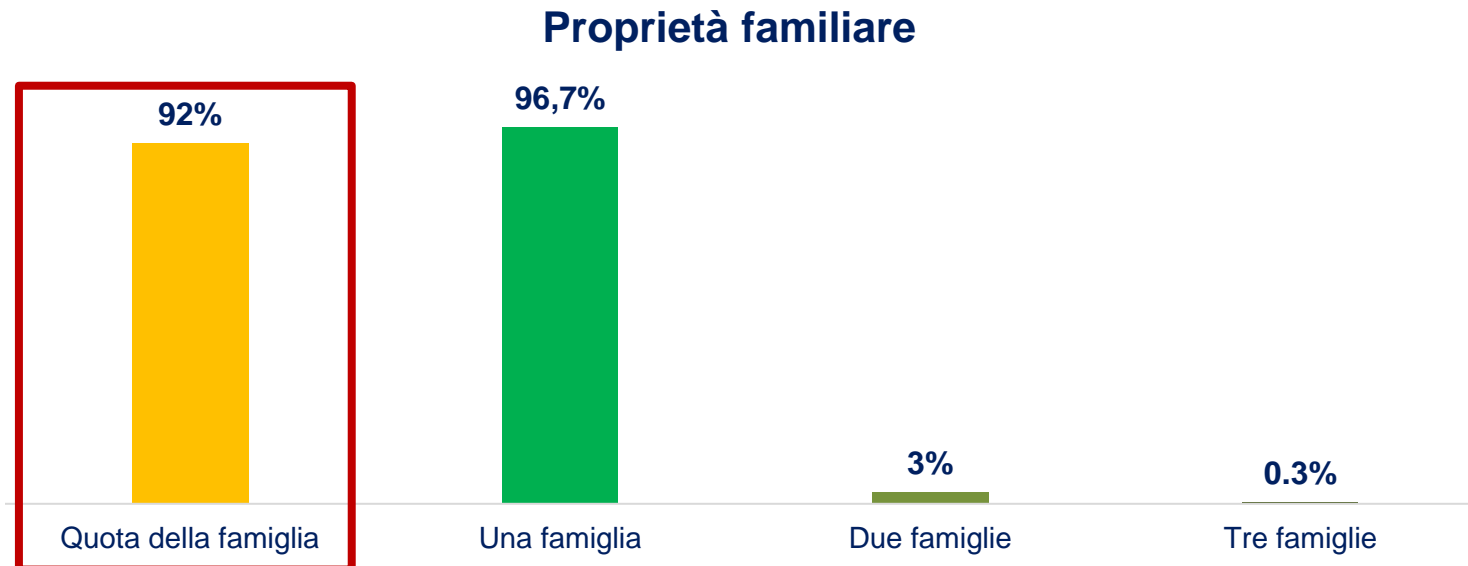


- **La successione ha un impatto positivo sulle performance:** in media, il **ROE adj.** migliora di **+2,36 punti** e il **ROA adj.** di **+0,86 punti** tra l'anno prima e quello successivo alla successione del leader.
- Le aziende familiari devono avere il **coraggio di andare oltre la primogenitura** e scegliere saggiamente il successore della leader: quelle che lo fanno, sono anche quelle che sperimentano una maggiore performance post-successione**.

* Sono escluse le aziende con leadership collegiale

**Calabrò, A., Minichilli, A., Amore, M. D., & Brogi, M. (2018). The courage to choose! Primogeniture and leadership succession in family firms. *Strategic Management Journal*, 39(7), 2014-2035.

- Se si considerano le sole imprese a controllo familiare, l'apertura del capitale a soggetti esterni alla famiglia sembra avere un impatto positivo sulle performance: **al diminuire della quota controllata dalla famiglia, la redditività netta (ROE adj.) è più alta**, in media, di **+0,28 punti** ogni 10% di azioni possedute da un soggetto terzo.
- Se l'azienda è controllata da più di una famiglia, il ROE adj. è più alto, in media, di **+7,4 punti** e il ROA adj. di **+2,9 punti**.



DESIGNED FOR YOUR WORLD

SDA Bocconi
SCHOOL OF MANAGEMENT

GRAZIE

Alessandro Minichilli

Direttore Corporate Governance Lab
Director of Research, Corporate and Financial Institutions SDA Bocconi
Professore Associato Università Bocconi

Contatti: alessandro.minichilli@unibocconi.it