



OSSERVATORIO
DEI BILANCI



● Università
● degli Studi
● della Campania
Luigi Vanvitelli



IL PROGRAMMA ELITE DI BORSA ITALIANA: UN'ANALISI PRELIMINARE

Giugno 2021

Michele Pizzo, Nicola Moscariello, Giorgio Ricciardi
Università degli Studi della Campania "Luigi Vanvitelli",
Dipartimento di Economia

Marco Addezio
Wealth Manager Private Asset Advisor
Azimut Capital Management SGR S.p.A.

Osservatorio dei bilanci e della comunicazione economico – finanziaria

INDICE

<i>Abstract</i>	3
1. Introduzione	4
2. Il programma ELITE	6
3. Composizione e caratteristiche del campione	9
4. Propensity Score Matching: costruzione del campione di controllo	13
5. L'effetto ELITE: un confronto tra il campione ELITE ed il campione di Controllo	
5.1. Composizione del Board e assetto proprietario	15
5.2. Performance economico-finanziaria	18
6. Conclusioni	22
Bibliografia	24

Abstract

ELITE è una piattaforma internazionale di servizi integrati nata nel 2012 da un'idea di Borsa Italiana con l'obiettivo di promuovere, supportare e accelerare lo sviluppo delle PMI più virtuose, rendendole maggiormente attraenti nei confronti degli investitori e facilitandone l'accesso al mercato dei capitali.

Ad oggi, ELITE è una realtà consolidata che vanta un network di 1.563 società con sede in 40 diversi paesi ed un fatturato aggregato di 105 miliardi di euro. Riferendoci al contesto nazionale, i dati restano promettenti. L'Italia, infatti, rappresenta il motore del progetto con 932 società ammesse (il 60% del totale) ed un fatturato aggregato pari a circa 88 miliardi di euro.

Il presente lavoro – mediante l'osservazione dei risultati conseguiti da 823 aziende ELITE, nel periodo 2012-2019 – intende quindi condurre un'analisi preliminare in merito agli effetti prodotti sulle PMI italiane dal Programma, indagando gli aspetti relativi alla qualità della governance ed alla performance economico-finanziaria delle imprese in esso coinvolte. Al fine di isolare gli effetti generati dal programma ELITE da quelli, invece, evidentemente attribuibili alle caratteristiche proprie delle aziende partecipanti, i valori ottenuti vengono poi confrontati con i dati rilevati su un campione di controllo, costruito con l'ausilio della tecnica statistica del propensity score matching, mitigando, in tal modo, distorsioni statistiche riconducibili al fenomeno dell'endogeneità.

I risultati mostrano un impatto significativo del programma ELITE sulla qualità della governance e sui dati contabili delle aziende coinvolte. Nello specifico, operando un confronto con il campione di controllo, le aziende ELITE risultano caratterizzate da una maggiore presenza di donne e giovani all'interno del loro CdA e da una significativa incidenza di investitori istituzionali tra gli azionisti. Appaiono, inoltre, evidenti i benefici apportati dal Programma in relazione alla performance economico-finanziaria, soprattutto in termini di fatturato ed Ebitda.

1. Introduzione

Negli ultimi anni, sono state sviluppate diverse iniziative (con l'istituzione, ad esempio, del Mercato Expandi nel 2003¹, del Mercato Alternativo dei Capitali [MAC] nel 2007² e dell'Alternative Investment Market Italia [AIM Italia] nel 2008³) tese a stimolare la crescita e la redditività delle piccole-medie imprese italiane (PMI)⁴ 5.

Tuttavia, i tentativi di fare decollare mercati alternativi di capitale dedicati alle PMI non hanno prodotto il successo sperato a causa di problematiche connesse alla scarsa liquidità, ad una ridotta diversificazione di settori di titoli negoziati e, spesso, ad un numero limitato di società in essi quotate. Ciò nonostante, ad oggi, sono attive numerose iniziative promosse da diverse organi istituzionali con l'obiettivo di supportare le PMI. Nell'ambito delle attività nazionali funzionali a dare stimolo alla crescita delle PMI, il presente studio intende analizzare il Progetto Elite (ELITE).

Il progetto ELITE nasce nel 2012 da un'idea di Borsa Italiana che, con la collaborazione di diversi partner⁶, ha creato una piattaforma di servizi integrati avente l'obiettivo di favorire lo sviluppo e l'internazionalizzazione delle PMI italiane. In particolare, ELITE offre alle aziende del network un ventaglio di strumenti e servizi per prepararsi al reperimento di nuove forme di finanziamento, compresi i mercati dei capitali pubblici e privati. Attualmente, il network ELITE conta 1.563 società in 40 diversi paesi (erano 1.345 nel 2019) con un fatturato aggregato di 105 miliardi di euro⁷.

Come accennato, l'obiettivo del presente lavoro è quello di condurre un'analisi preliminare sugli effetti prodotti dal programma ELITE.

A tal fine, sono state analizzate 823 aziende italiane facenti parte del network nel periodo 2012–2019. Una prima parte dell'indagine è stata quindi dedicata all'analisi descrittiva del campione di riferimento, evidenziandone i tratti maggiormente significativi in termini sia quantitativi sia qualitativi.

¹Obiettivo principale del Mercato Expandi era quello di facilitare l'ingresso in borsa valori di aziende di piccole dimensioni rendendo meno oneroso e complesso il processo di quotazione.

²Il MAC fu istituito per iniziativa della Pro Mac S.p.A., società partecipata dai più importanti gruppi bancari italiani e da associazioni di categoria. Riservato ad investitori professionali (caratteristica che giustificava anche la presenza di obblighi informativi estremamente ridotti) e fondato su requisiti d'accesso semplificati, il MAC dal 2010, in seguito all'acquisizione del 94,4% di Pro Mac S.p.A. da parte di Borsa Italiana, venne gestito direttamente da quest'ultima.

³L'introduzione di AIM Italia rappresenta uno dei principali risvolti dell'integrazione tra la Borsa Italiana ed il London Stock Exchange ed ha come obiettivo quello di offrire alle PMI italiane un flusso maggiore di investimenti, provenienti in particolar modo dal mercato borsistico inglese (caratterizzato dalla presenza di numerosi fondi specializzati negli investimenti alle PMI).

⁴Le PMI rappresentano il 99,9% del tessuto imprenditoriale italiano, impiegando il 66,9% della forza lavoro e contribuendo per il 56,4% alla creazione del valore aggiunto (Commissione Europea, 2019 SBA Fact Sheet, Italy).

Successivamente, adottando la tecnica del Propensity Score Matching, al fine di isolare in modo accurato i reali effetti del Programma e mitigare le problematiche riconducibili al fenomeno dell'endogeneità, i risultati conseguiti sono stati confrontati con i valori rilevati su un campione di controllo, evidenziando significative differenze in termini di performance, sia sotto il profilo della governance sia in ambito economico-finanziario.

Il presente lavoro è diviso quindi in 5 paragrafi.

Il primo paragrafo descrive in dettaglio la piattaforma ELITE analizzandone le peculiarità come i requisiti d'accesso, le fasi del programma, le aziende coinvolte e, infine, i risultati conseguiti fino ad oggi.

Il secondo paragrafo descrive, invece, il campione delle aziende oggetto di studio analizzando, da un lato, alcune caratteristiche anagrafiche (come la presenza sul territorio nazionale e i settori maggiormente coinvolti) ed osservando, dall'altro lato, aspetti più quantitativi relativi, ad esempio, ad alcuni indicatori di natura economico-finanziaria, in modo da fornire al lettore uno sguardo d'insieme sul campione oggetto di indagine.

Il terzo paragrafo è dedicato ad una descrizione dettagliata del Propensity Score Matching e, quindi, della metodologia utilizzata per la costruzione del campione di controllo.

Il quarto paragrafo si divide in due sezioni. La prima si focalizza sulle differenze tra il campione ELITE ed il campione di controllo, relativamente agli aspetti di governance e di struttura proprietaria. In particolare, verranno analizzati aspetti come la composizione del consiglio di amministrazione, la concentrazione proprietaria e la presenza di investitori istituzionali. La seconda sezione, invece, analizza l'andamento nel tempo di alcuni indicatori di performance sia di natura economica sia patrimoniale, evidenziando i risultati raggiunti dalle aziende appartenenti ad ELITE rispetto alle dirette comparabili (campione di controllo).

Alcune riflessioni conclusive sono infine sviluppate nel quinto paragrafo.

⁵Diversi studi hanno mostrato che la dimensione ridotta delle imprese ed il profilo familiare dell'assetto proprietario hanno spesso ostacolato l'ingresso di nuovi soci finanziatori, la quotazione in borsa e gli accordi con investitori istituzionali (M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales, 1998. *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, in *Journal of Finance*, vol. LIII, n. 1.) determinando elevati costi in termini di minori tassi di crescita e di redditività e maggiore vulnerabilità come dimostra il periodo successivo alla crisi economico-finanziaria del 2007 che ha certamente esasperato in tutta Europa tali costi per effetto dell'adozione da parte del sistema bancario di politiche di restrizione creditizia che hanno colpito in particolare le PMI frenandone ulteriormente le potenzialità di crescita (Rapporto Cerved 2017, pp. 45-46).

⁶Tra cui: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Cassa Depositi e Prestiti, Confindustria, ABI, Università Bocconi e London Stock Exchange.

⁷Elite, 2021. Numeri e crescita del network. Elite monitor.

2. Il programma ELITE

ELITE è una piattaforma nata nel 2012 dalla collaborazione tra Borsa Italiana e alcune delle più importanti istituzioni e organizzazioni italiane come l'Associazione Bancaria Italiana (ABI), il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), Confindustria, il Fondo Italiano di Investimento, il Fondo Strategico Italiano, la Società Italiana per le Imprese all'Estero (SIMEST), Cassa Depositi e Prestiti (CDP), l'Università Bocconi e la LSE Academy.

La nascita del progetto si colloca in un periodo estremamente difficile per l'economia italiana, caratterizzato dalla crisi dei debiti sovrani e dal fenomeno del credit crunch, con conseguente difficoltà per le piccole e medie imprese di accedere al credito bancario. ELITE rappresenta, quindi, la risposta del sistema istituzionale e produttivo nazionale al contesto macroeconomico globale che aveva a messo a dura prova la solidità e la redditività delle PMI italiane⁸. Infatti, l'obiettivo del programma è quello di consentire alle imprese di minori dimensioni di avere accesso a tutte le opportunità di fund raising disponibili a livello locale e internazionale, rappresentando un ponte tra le stesse e il mercato dei capitali e fungendo come strumento di supporto per l'accesso alle più diversificate fonti di finanziamento, sino alla quotazione in borsa.

1563 Società ELITE
626.000 dipendenti
€105 miliardi di fatturato aggregato
45 paesi
36 settori

+218 società ammesse nel 2020



Figura 1 – ELITE nel mondo

Fonte: www.elite-network.it

⁸Il rapporto Cerved 2012 sui bilanci delle PMI italiane riporta che: i) il 17,3% delle PMI ha riportato un MOL negativo; ii) il tasso di crescita medio del fatturato per le PMI era del -3,4%; iii) in media i debiti finanziari erano 6 volte il MOL.

Nonostante la presenza in 45 paesi, l'Italia occupa una posizione di rilievo all'interno del network. Infatti, circa il 60% (932) delle aziende ammesse al programma hanno sede legale sul territorio nazionale.



Figura 2 – ELITE in Italia

Fonte: www.elite-network.it

L'ammissione al programma ELITE non è immediata, ma richiede il soddisfacimento di alcuni requisiti. Per essere ammessi è necessario soddisfare, in primis, alcuni requisiti di natura economica-quantitativa:

- Fatturato maggiore di 10 mln di euro (è consentito l'ingresso a società che presentano ricavi inferiori se la crescita del fatturato dell'ultimo anno è superiore al 15%);
- Return on sales maggiore del 5%;
- Reddito netto positivo al momento della presentazione della domanda.

Borsa Italiana si riserva la facoltà di consentire l'accesso ad ELITE pur in caso di mancato rispetto dei criteri economici precedentemente citati, in considerazione dell'andamento macroeconomico, di eventuali circostanze aziendali sfavorevoli di carattere temporaneo e straordinario, delle caratteristiche del settore di appartenenza e dell'eventuale recente ingresso nel capitale di investitori istituzionali⁹. Oltre ai criteri quantitativi/economici precedentemente riportati, le imprese che vogliono entrare a far parte della community ELITE sono chiamate a rispettare anche alcuni criteri di carattere qualitativo: devono dimostrare di avere una chiara strategia di crescita, accompagnata da un modello di business solido, godere di un'ottima reputazione e di un forte commitment e manifestare, infine, uno spiccato interesse verso il fund raising e verso i progetti di internazionalizzazione.

⁹www.elite-network.it

Terminata la fase di ammissione, le aziende ELITE intraprendono un percorso di due anni, distinto in una fase di training, finalizzata ad allineare l'organizzazione delle società agli obiettivi di sviluppo e cambiamento e valutare eventuali fonti di finanziamento, ed in una successiva fase di coaching, durante la quale l'impresa viene guidata nell'implementazione dei cambiamenti necessari per un più ottimale sviluppo del progetto di crescita.

Dopo aver completato il percorso, le imprese ricevono il c.d. "Certificato di Qualità Élite" ottenendo, così, accesso ad una variegata comunità finanziaria nazionale ed internazionale composta da private equity, investitori istituzionali, imprenditori, management di gruppi quotati e professionisti di Borsa Italiana. In sostanza, le società ELITE hanno accesso a tutte le opportunità di fund raising disponibili a livello locale e internazionale.

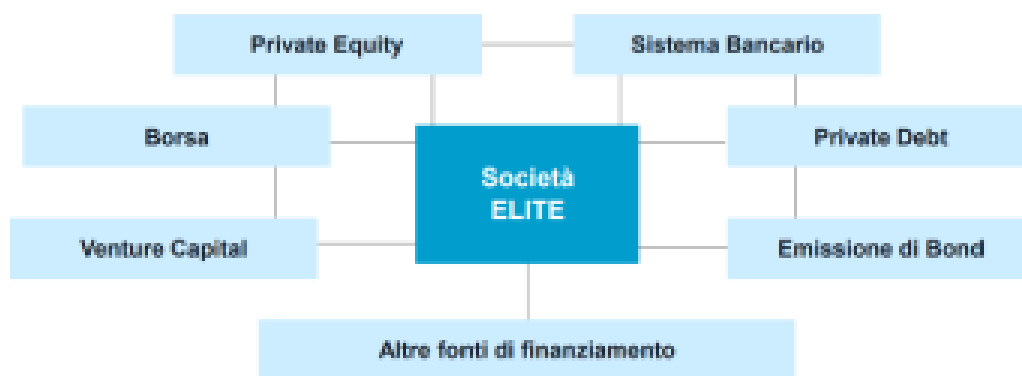


Figura 3 – Opportunità di funding in ELITE

Fonte: www.elite-network.it

Per quanto concerne le opportunità di fund raising, a livello globale, ELITE ha raggiunto traguardi importanti. La tabella successiva mostra dati e caratteristiche delle operazioni principali.

Numero delle operazioni	Tipo di operazione	Importo raccolto (€/mld)
122	Emissione di bond	1,6
39	IPO	2,9
149	Operazioni diverse	2,0

Tabella 1 – Operazioni ELITE

Fonte: www.elite-network.it

3. Composizione e caratteristiche del campione

Come menzionato precedentemente, l'obiettivo del lavoro è quello di condurre un'analisi preliminare del programma ELITE relativamente al solo contesto nazionale. Il campione oggetto di studio (campione ELITE) consiste in 823 aziende con sede legale in Italia che hanno preso parte al progetto ELITE dal 2012 al 2019¹⁰. I dati necessari all'analisi sono stati estratti dal database AIDA della Bureau van Dijk.

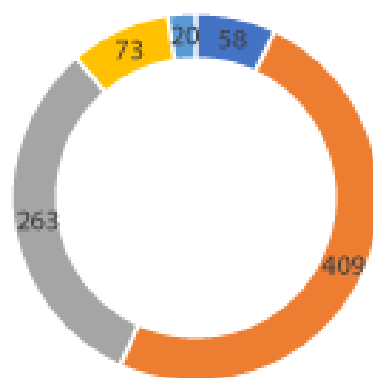
Primo aspetto che occorre sottolineare è che il 68% delle aziende incluse nel campione ELITE è entrato a far parte del programma dal 2017 al 2019, mentre solo 258 aziende hanno raggiunto ELITE tra il 2012 ed il 2016.



Figura 4 – Distribuzione del campione per anno d'ingresso

In aggiunta, considerati i requisiti di accesso al programma ELITE, soprattutto in riferimento a quelli di natura qualitativa, non sorprende che circa la metà delle aziende appartenenti al campione è di recente costituzione. Infatti, aspetti come uno spiccato interesse verso le opportunità di fund raising o la propensione ad intraprendere progetti di internazionalizzazione sono ritracciabili più facilmente in aziende "giovani".

¹⁰Al 31.12.2019, facendo riferimento al contesto italiano, le aziende entrate in ELITE erano 830. Tuttavia, per 7 aziende non è stato possibile recuperare i dati necessari.



■ > 2010 ■ 1990 - 2010 ■ 1970 - 1989 ■ 1950 - 1970 ■ < 1950

Figura 5 – Distribuzione del campione per anno di costituzione

In termini di distribuzione sul territorio, la maggior parte delle aziende ELITE ha sede nella regione Lombardia (294), seguita dal Veneto (92) e dalla Campania (75). In particolare, il 67% delle aziende ha sede nel nord Italia mentre le restanti sono equamente distribuite tra il centro ed il sud.

Region i	Numero Aziende
Lombardia	294
Veneto	92
Campania	75
Piemonte	64
Emilia-Romagna	58
Lazio	49
Toscana	42
Puglia	36
Marche	21
Liguria	19
Umbria	16
Friuli-Venezia Giulia	14
Sicilia	14
Trentino-Alto Adige	8
Basilicata	7
Abruzzo	6
Sardegna	6
Calabria	1
Molise	1

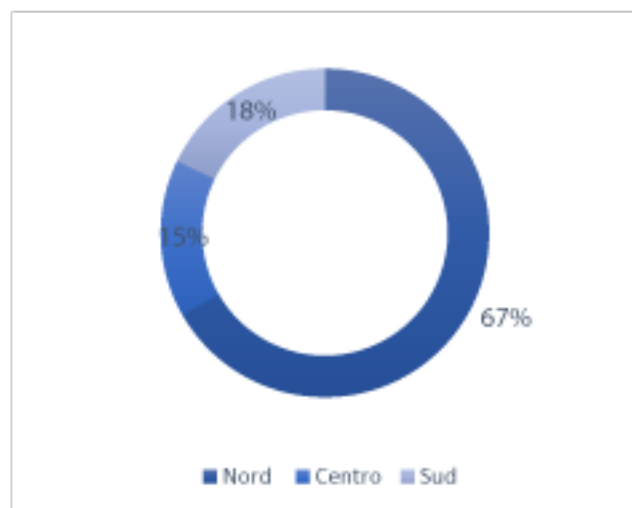


Figura 5 – Distribuzione del campione per area geografica

Infine, tra i settori in cui operano le aziende appartenenti al campione, il comparto industriale risulta quello maggiormente popolato (44%).

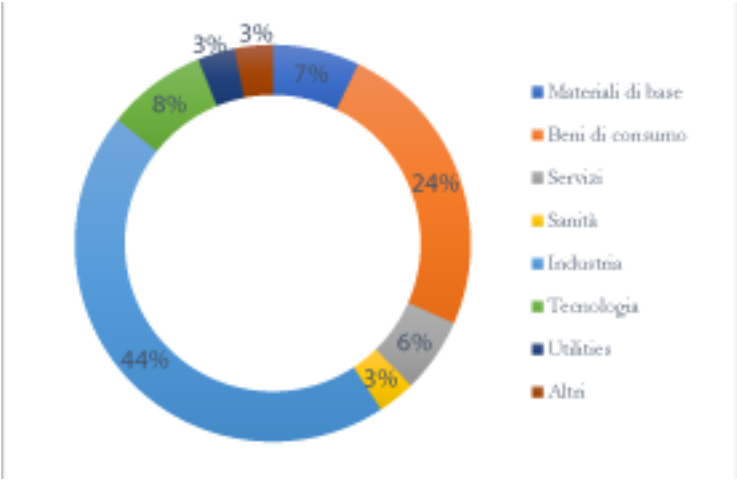


Figura 7 – Settori di riferimento

Facendo riferimento, invece, ad aspetti più quantitativi, occorre evidenziare il tasso di crescita che ha caratterizzato il numero dei dipendenti dal 2010 (periodo antecedente all’avvio del programma) al 2019. In particolare, il numero dei dipendenti medio è passato da 125 nel 2010 a 216 nel 2019, registrando quindi un incremento percentuale del 73% e un tasso di crescita CAGR₂₀₁₉₋₂₀₁₀ del 6,3%.

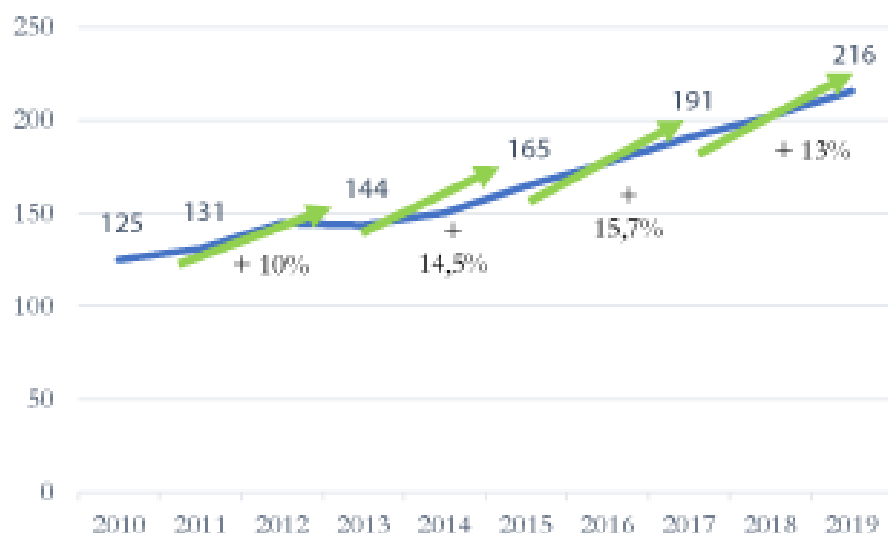


Figura 8 – Andamento del numero medio di dipendenti

Spostando l'attenzione verso gli aspetti economico-finanziari, i grafici successivi mostrano una fotografia dei principali indicatori di bilancio, in termini di media, al 31.12.2019. Nello specifico, è stato preso in considerazione l'intero campione di aziende¹¹ senza operare alcuna distinzione per anno d'ingresso nel programma ELITE¹². Inoltre, occorre precisare che le variabili sono state winsorizzate ($p = 0.01$) con l'obiettivo di escludere outliers che potevano potenzialmente invalidare le statistiche.

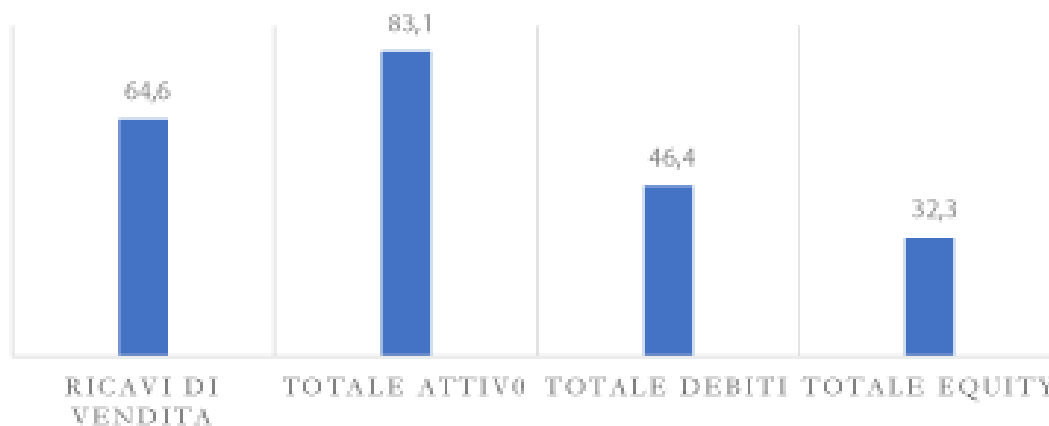


Figura 9 – Risultati economici e patrimoniali medi al 31.12.2019 (in € mln)

Per quanto concerne gli indici di redditività, le aziende analizzate presentano dei risultati promettenti soprattutto in relazione alla redditività del capitale investito dai soci.

¹¹Relativamente a tale analisi sono state escluse 81 osservazioni per la mancanza di dati. Il campione consiste, quindi, in 742 aziende.

¹²Ad esempio, relativamente al fatturato, il dato è ottenuto dal rapporto tra i ricavi aggregati al 31.12.2019 e il numero delle osservazioni (742).

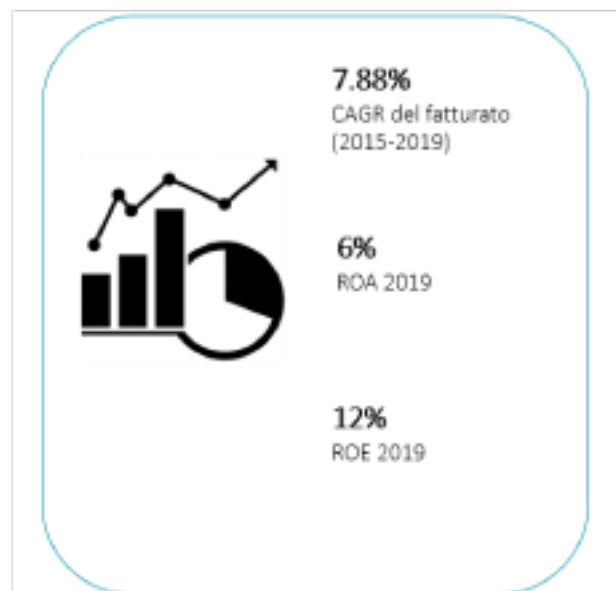


Figura 10 – Indici di redditività medi al 31.12.2019

4. Il *Propensity Score Matching*: costruzione del campione di controllo

In linea generale, nell'ambito degli studi che tentano di misurare l'effetto di un programma/trattamento su una variabile d'interesse, il campione oggetto di analisi viene diviso in due sotto-campioni: a) il gruppo che ha ricevuto il trattamento (*treated group*); b) il gruppo che non ha ricevuto il trattamento (*Control Group*). L'obiettivo principale è quello di isolare l'effetto del programma/trattamento sul *treated group*, indipendentemente dalle caratteristiche peculiari delle aziende che vi fanno parte.

A tal proposito, i c.d. *Randomized controlled studies* sono considerati in letteratura i più affidabili in termini di evidenze prodotte¹³. In questi studi l'assegnazione di un'osservazione ad un gruppo piuttosto che ad un altro è randomica. L'obiettivo della randomizzazione è bilanciare i due gruppi su eventuali fattori di confusione (osservati o non osservati), eliminando i *bias* di selezione del trattamento in modo da assicurare che i gruppi siano comparabili¹⁴.

¹³Burns, P. B., Rohrich, R. J., & Chung, K. C. (2011). The levels of evidence and their role in evidence-based medicine. *Plastic and reconstructive surgery*, 128(1), 305.

¹⁴Nello specifico, in questi studi i soggetti appartenenti a gruppi diversi sono comparabili perché tutti i soggetti hanno la stessa probabilità di essere parte di un determinato programma/trattamento.

Tuttavia, l'assegnazione casuale di un'osservazione ad un gruppo non è sempre praticabile. Ad esempio, la partecipazione di un'azienda al programma ELITE non è casuale ma dipende, in primis, dalla volontà della stessa e, in secondo luogo, dal soddisfacimento di determinati requisiti. In questo caso, si parlerà di *Observational Studies (non-randomized study)* dove, appunto, a differenza dei *randomized study*, la probabilità che un soggetto riceva il trattamento non è conosciuta, ma dipenderà dalle caratteristiche dello stesso soggetto. Si intuisce che, considerando l'esistenza di caratteristiche simili tra gli individui appartenenti al *treated group* e al *control group*, risulta molto difficile valutare gli effetti che il programma/trattamento ha avuto sulla variabile dipendente di interesse¹⁵. In sostanza, gli *observational studies* sono soggetti ad un *selection bias* in quanto le caratteristiche degli individui oggetto di studio interferiscono con l'assegnazione di un soggetto al programma, rendendo non comparabili il *treated group* ed il *control group*. Il *Propensity Score Matching* è una procedura statistica utilizzata per ridurre il *selection bias*, mitigare i conseguenti problemi di endogeneità e costruire un campione di controllo che sia comparabile con il campione trattato.

Nello specifico, il modello consiste in una *logit* o in una *probit* per la valutare la propensione delle osservazioni di essere assegnate al *treated group*:

$$p(x) = \text{prob}(D=1|x) = E(D|x)$$

dove:

- D è una variabile dummy che assume il valore 1 se l'osservazione appartiene al *treated group*;
- x sono le variabili che possono impattare sulla probabilità che l'osservazione venga assegnata al *treated group*;
- $\text{prob}(D=1|x)$ è la probabilità che D sia 1 dato x;
- $E(D|x)$ è il valore atteso di D dato x.

In definitiva, il *propensity score* misura la probabilità di ricevere il trattamento date delle variabili pre-trattamento (x).

Il calcolo del *propensity score* consentirà poi di associare le osservazioni del *treated group* a quelle del *control group*. Per ogni osservazione "trattata" *i*, verrà individuata l'osservazione di controllo corrispondente *j*, con caratteristiche simili¹⁶ poter isolare e, quindi, efficacemente valutare l'effetto prodotto dal programma ELITE.

In primo luogo, è stato costituito un macro-campione (composto da 649.854 aziende) di società con caratteristiche simili a quelle delle società ELITE¹⁷.

¹⁵Ad esempio, come faccio a valutare se il miglioramento della performance lavorativa è dovuto alla partecipazione ad certo corso di formazione o ad altre caratteristiche degli individui esaminati.

¹⁶Occorre precisare che ad ogni osservazione del *treated group* possono corrispondere anche più di una osservazione del gruppo di controllo.

¹⁷Tale ricerca è stata effettuata con l'ausilio del database AIDA utilizzando come criteri di ricerca le caratteristiche del campione ELITE in termini di fatturato, totale attivo, reddito netto positivo ecc.

Utilizzando la tecnica del propensity score matching, sono state quindi isolate all'interno del macro-campione le osservazioni più simili – in termini di codice ATECO, fatturato, tasso di crescita del fatturato, ROS e rapporto di indebitamento – a quelle appartenenti al campione ELITE¹⁸, dando così origine ad un campione di controllo composto da 2.274 aziende.

5. L'effetto ELITE: un confronto tra il campione ELITE ed il campione di Controllo

5.1. Composizione del Board e assetto proprietario

Una volta costruito il campione di controllo, è possibile iniziare ad analizzare le differenze esistenti tra i due campioni in termini di struttura della governance e assetto proprietario.

La funzione di corporate governance si sostanzia, essenzialmente, nel definire le attività, la struttura e il ruolo del consiglio di amministrazione (CdA) (Campbell, 2007). A tal proposito, è importante evidenziare che, nonostante una composizione ottimale del CdA non esista (Rebeiz, 2016), la letteratura identifica, comunque, alcuni aspetti che impattano sulla sua efficacia (Nordberg e Booth, 2019) e di conseguenza sulla performance aziendale. Tra questi, la dimensione del board è uno degli aspetti più discussi in letteratura. Diversi studi sostengono che dimensioni maggiori del CdA potrebbero migliorare l'efficacia del processo decisionale grazie alla condivisione delle informazioni (Lehn et al., 2009). Inoltre, un board più ampio può trarre vantaggio da una maggiore varietà, garantita dalla presenza di amministratori provenienti da diversi settori professionali, con competenze diverse e capacità diverse (Pearce e Zahra, 1992).

Al contempo, alcuni autori suggeriscono che un Cda più ampio è meno efficace nel migliorare le performance aziendali, in quanto è meno probabile che nuove idee e opinioni vengano espresse all'interno di un ampio gruppo di amministratori e, inoltre, il processo di monitoraggio tende ad essere meno efficace (Ahmed, et al., 2006; Dalton et al., 1999). In aggiunta, board più grandi aumentano i problemi di comunicazione e coordinamento (Jensen, 1993; Bonn et al., 2004; Cheng, 2008) e aumentano i costi legati al rapporto di agenzia (Lipton e Lorsh, 1992; Cheng, 2008).

¹⁸Nello specifico, il propensity score matching non è stato applicato utilizzando l'intero campione ELITE. Infatti, il campione ELITE è stato diviso in tanti sotto-campioni (8) a seconda dell'anno d'ingresso dell'azienda nel programma. Di conseguenza, ogni sotto-campione ha dato origine ad un sotto-campione di controllo come descritto nella tabella seguente:

Sotto-Campione ELITE	Numero di osservazioni di controllo individuate
2012	145
2013	195
2014	155
2015	200
2016	255
2017	520
2018	645
2019	159

Un secondo aspetto, ampiamente discusso in letteratura, è la presenza di amministratori indipendenti all'interno del *board*. In particolare, una percentuale più elevata di amministratori indipendenti nei consigli di amministrazione dovrebbe tradursi in un ruolo di monitoraggio più efficace e limitare l'opportunismo manageriale. Ciò dovrebbe portare a maggiori vantaggi per gli azionisti (Byrd e Hickman, 1992) e ad un miglioramento della performance economica e finanziaria dell'azienda (Waldo, 1985; Vancil, 1987).

Accanto all'effetto degli amministratori indipendenti, ciò che, recentemente, è stato ampiamente dimostrato dalla letteratura è il beneficio apportato in termini di *performance* dalla *board diversity* e, in particolare, dalla presenza di donne nel consiglio di amministrazione. Molti studi sostengono che una maggiore incidenza di donne nei CdA ha l'effetto di produrre un importante miglioramento dei risultati economici dell'azienda (Bonn et al. 2004; Campbell e Mínguez-Vera 2008; Carter et al. 2003; Erhardt et al. 2003). Il beneficio apportato dalla presenza delle donne nel Cda non è riscontrabile unicamente in termini di *performance* economica. Nel *framework* della *Stakeholder Theory* la presenza di donne in un CdA è positivamente associata alla *performance* in termini di sostenibilità. Le donne, difatti, sono più orientate ai problemi sociali rispetto agli uomini (Orij, 2010), in quanto sono più inclini ad utilizzare il ragionamento sociale, che consente loro di stabilire buone relazioni e di rispondere ai bisogni degli altri. Gli studiosi che si sono interessati alla relazione che intercorre tra la *board diversity* e la *performance* aziendale hanno evidenziato che non solo il genere dei componenti del CdA, ma anche la loro età impatta sul segno della relazione. A tal proposito, un CdA composto da giovani membri è più incline ad assumersi dei rischi sui cambiamenti strategici, creando, di conseguenza, aspettative di crescita della *performance* aziendale (Wiersema e Bantel, 1992).

La citata letteratura è stata richiamata con l'obiettivo di poter esaminare in maniera esaustiva le differenze che sussistono tra il campione ELITE ed il campione di controllo in termini di composizione del *board*.

Campione	Media dei componenti del <i>Board</i>	Percentuale di azionisti nel <i>Board</i>	Percentuale di aziende caratterizzate dalla presenza di almeno una donna nel <i>Board</i>	Percentuale di aziende caratterizzate dalla presenza di almeno un giovane ¹⁹ nel <i>Board</i>
ELITE	4	50%	48,30%	13,80%
Controllo	2	70%	34,50%	6,90%

¹⁹Per "giovane" si intende una persona di età compresa tra i 25 e i 35 anni.

Dalla Tabella 2 è possibile osservare che:

- a) le aziende ELITE sono dotate, in media, di un CdA più ampio rispetto alle aziende appartenenti al gruppo di controllo;
- b) in media, il CdA delle aziende di controllo vede una maggiore percentuale di soci al suo interno.

In secondo luogo, facendo riferimento alla letteratura relativa alla *board diversity*, occorre sottolineare che:

- a) quasi la metà delle aziende ELITE è caratterizzata dalla presenza di una donna nel CdA (a fronte del 34,5% del campione di controllo);
- b) la percentuale di aziende ELITE che presenta almeno un giovane all'interno del CdA è pari al doppio di quella riscontrata per le aziende di controllo.

Tali risultati, letti unitamente alla letteratura richiamata, evidenziano, per le aziende ELITE, un'elevata qualità della *governance*, se confrontate con le aziende del gruppo di controllo. Il programma ELITE sembra infatti sollecitare una maggiore "professionalizzazione" del board (evidenziata da una minor presenza di amministratori-soci), una più solida e fitta rete di relazioni instaurate tramite i suoi componenti (desunta da una ampiezza del board mediamente maggiore rispetto al gruppo di controllo) ed una maggiore diversità (in termini di presenza di donne e di giovani amministratori) nella composizione dell'organo amministrativo.

Per quanto concerne, invece, la struttura proprietaria, la nostra analisi si è focalizzata su due aspetti in particolare: la concentrazione proprietaria e la presenza di investitori istituzionali.

Relativamente alla concentrazione proprietaria non sono state trovate differenze significative tra il campione ELITE e il campione di controllo. Infatti, in entrambi i casi, circa il 63% delle aziende è caratterizzata dalla presenza di un singolo azionista che detiene almeno il 51% dell'*equity*. Il dato conferma quindi la forte concentrazione proprietaria tipica delle PMI Italiane.

Facendo riferimento, invece, alla presenza di investitori istituzionali, le aziende ELITE si discostano significativamente dalle aziende di controllo. Infatti, solo il 5,3% del *matched sample* presenta almeno un investitore istituzionale tra i suoi azionisti, mentre la percentuale sale al 18,4% se applicata al campione ELITE.

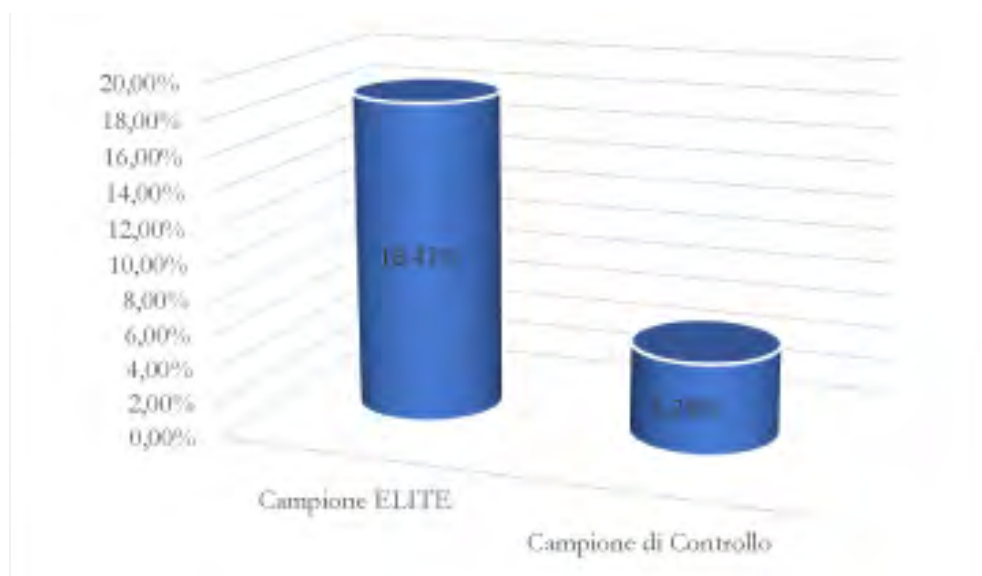


Figura 11 – Aziende caratterizzate dalla presenza di almeno un investitore istituzionale²⁰

Le aziende ELITE si mostrano, quindi, in grado di attrarre capitali da terzi investitori, la cui efficace attività di monitoraggio (dettata da ingenti risorse finanziarie ed elevate competenze ed esperienze professionali) non può che impattare positivamente sulla gestione aziendale e sui conseguenti risultati economico-finanziari di periodo (Hutchinson et al., 2015; Arora e Sharma, 2016; Lin and Fu, 2017; Borochin e Yang, 2017).

5.2. Performance economico-finanziaria

Una volta esaminate le differenze sotto il profilo della governance e dell'assetto proprietario tra il campione ELITE ed il campione di controllo, l'indagine prosegue analizzando l'andamento nel tempo di alcuni indicatori di bilancio. In particolare, per quanto riguarda la performance economica, viene analizzato il trend del fatturato, del reddito operativo e dell'utile netto²¹.

²⁰Per investitori istituzionali si intende: Banche, Assicurazioni, SGR, Fondi Pensioni.

²¹L'analisi che si sta per presentare merita un approfondimento di natura metodologica considerando che, come già detto in precedenza, non tutte le aziende ELITE sono state ammesse al programma all'inizio del periodo oggetto di analisi (2012). Di conseguenza, per gli anni antecedenti il 2019, i risultati conseguiti dalle aziende non ancora ammesse al programma non stati presi in considerazione. A titolo di esempio, il valore dei ricavi al 2012 è la media dei ricavi complessivi al 31.12.2012 relativi alle sole aziende entrate in ELITE nel 2012; coerentemente, il valore dei ricavi al 2013 è la media dei ricavi al 31.12.2013 relativi sia alle aziende entrate in ELITE nel 2012 sia alle aziende entrate nel programma nel 2013. Lo stesso approccio è stato utilizzato per le aziende di controllo.

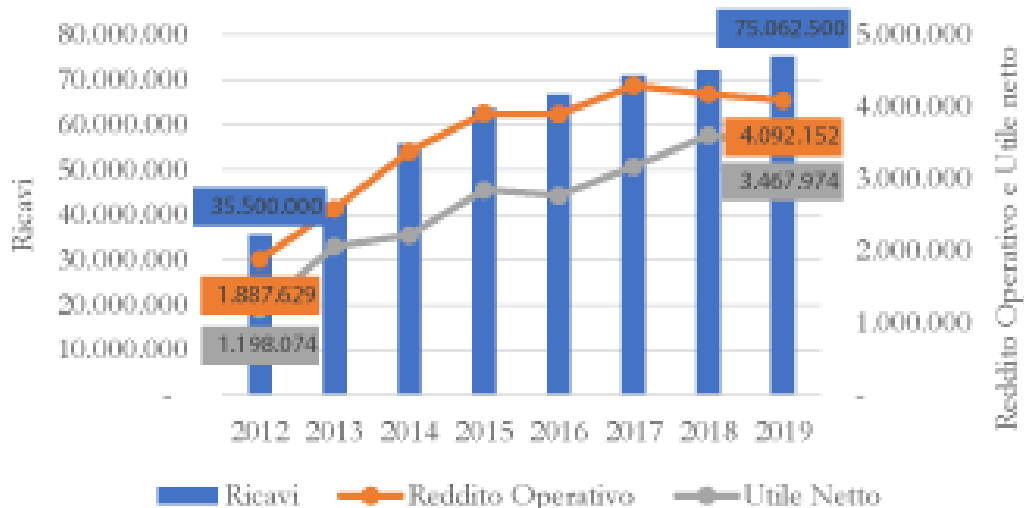


Figura 12 – Performance economica delle aziende ELITE

Come mostrato in figura, durante il periodo di riferimento le aziende ELITE mostrano una costante crescita del fatturato (CAGR pari al 11,2%). Anche il reddito operativo e l'utile netto crescono stabilmente nel periodo di riferimento (CAGR: 11,69% e 16,40% rispettivamente), ad eccezione degli ultimi due anni in cui si registra un lieve calo. Operando, quindi, un confronto con il campione di controllo, emergono due aspetti di particolare rilievo:

- le aziende appartenenti al campione di controllo evidenziano un trend altalenante dei ricavi, con un tasso di crescita inferiore rispetto alle aziende ELITE (CAGR pari al 9,05%);
- il reddito operativo e l'utile netto, invece, ad eccezione dell'ultimo periodo (2018-2019), mostrano una importante crescita (CAGR: 16% e 28,7% rispettivamente).

La figura successiva mostra nel dettaglio gli aspetti appena richiamati.

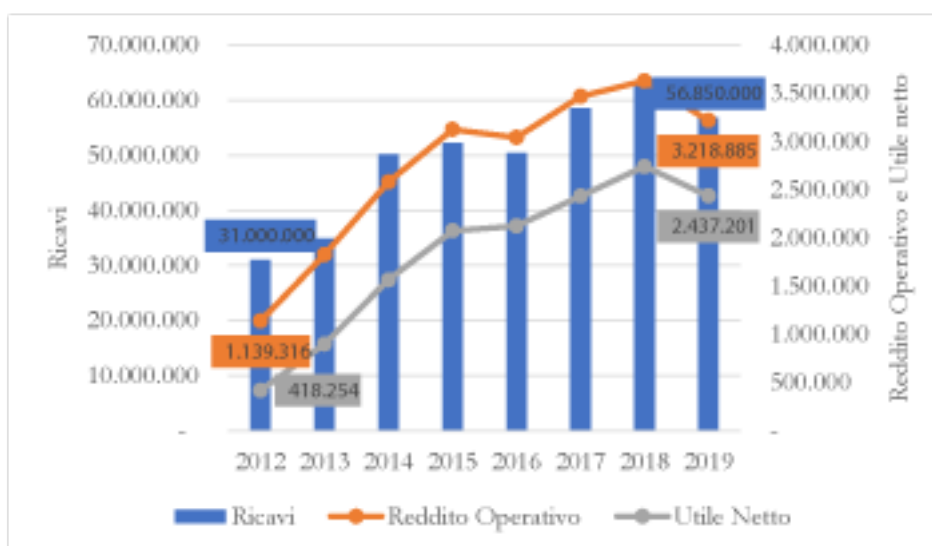


Figura 13 – Performance economica del campione di Controllo

Per quanto concerne, invece, l'analisi di natura patrimoniale, si è osservato, in primo luogo, l'andamento dei debiti finanziari e della posizione finanziaria netta. A tal riguardo, si evidenziano due aspetti:

- a) il valore dei debiti finanziari presenta un andamento crescente, sia relativamente al campione ELITE sia al campione di controllo (CAGR pari al 2,53% e 2,15% rispettivamente);
- b) in termini assoluti, il valore dei debiti finanziari relativi al campione ELITE è, in media, superiore a quello attribuibile al campione di controllo.

Le Figure 14 e 15 mostrano in dettaglio gli aspetti appena richiamati.



Figura 14 – Campione ELITE

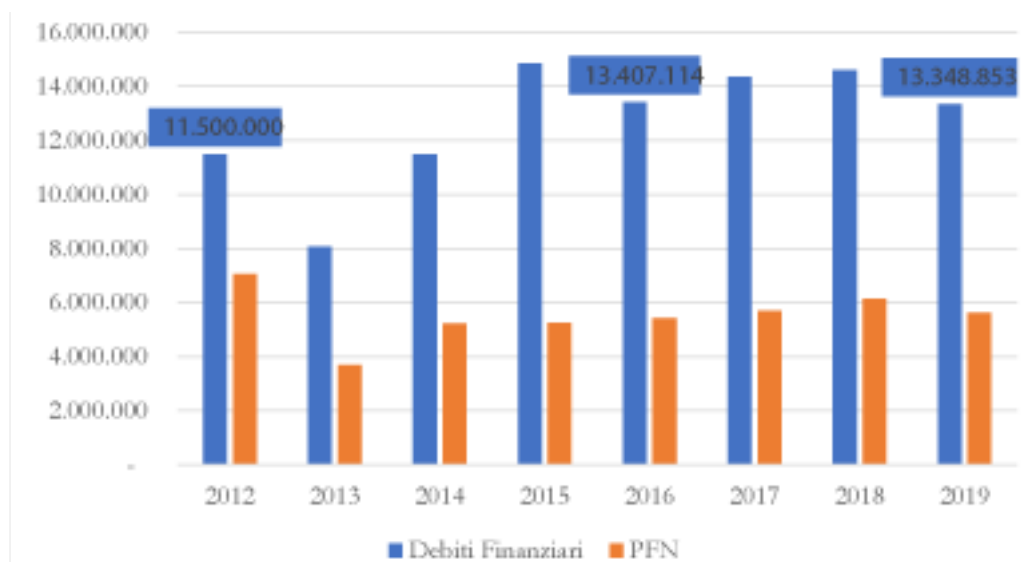


Figura 15 – Campione di Controllo

Tuttavia, l'analisi delle fonti di finanziamento mostra anche un leverage medio (calcolato come rapporto tra il totale patrimonio netto ed il totale attivo) del campione ELITE in crescita nel periodo di riferimento, a fronte di una lieve riduzione del costo debito (Figura n.16). Il maggior indebitamento, pur crescente in relazione al patrimonio netto, non sembra quindi essere accompagnato da un intensificarsi del rischio finanziario; ancor più, se si considera che un analogo trend del costo del debito si registra anche per il campione di controllo, in presenza però, in tal caso, di una minor incidenza dei mezzi di terzi sul totale attivo.

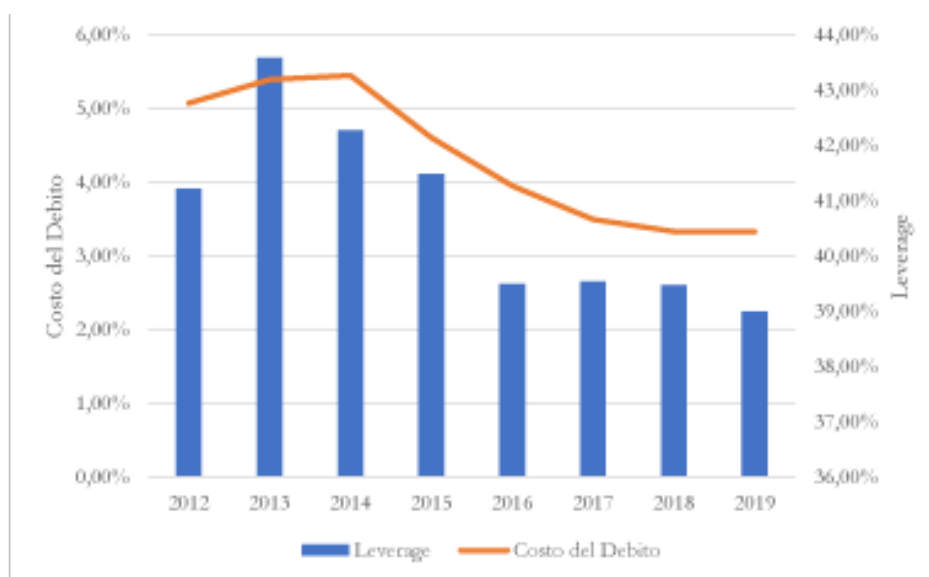


Figura 16 – Campione ELITE

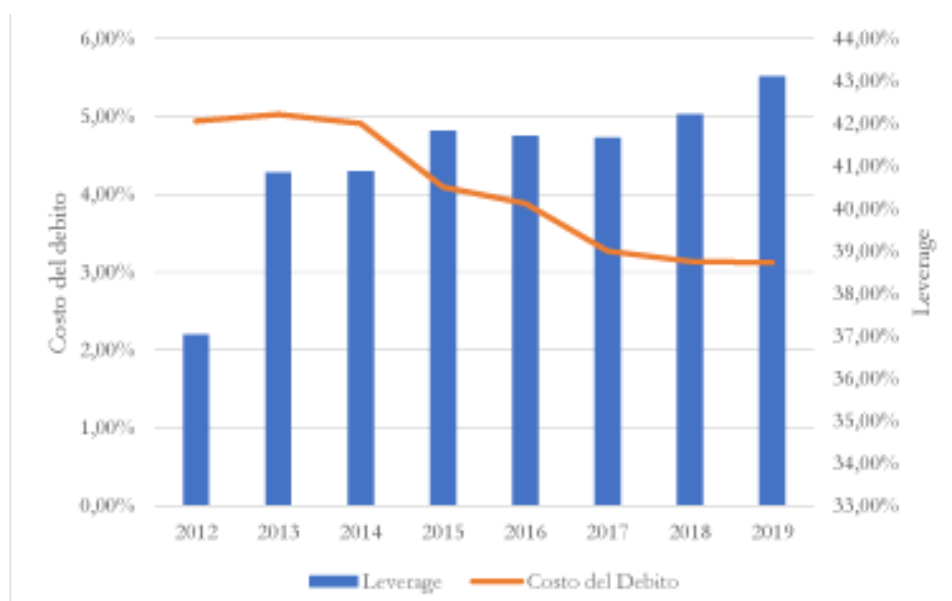


Figura 17 – Campione di Controllo

Infine, è stata analizzata la performance reddituale delle aziende ELITE, facendo riferimento al tempo trascorso nel programma (c.d. since joining analysis). I risultati mostrano una relazione crescente tra i ricavi annui ed il margine operativo lordo ed il tempo di permanenza al programma ELITE. La partecipazione al network sembra dunque rafforzare gli equilibri reddituali delle imprese e, in particolar modo, la loro capacità di generare autofinanziamento in termini di variazioni positive di capitale circolante netto commerciale.

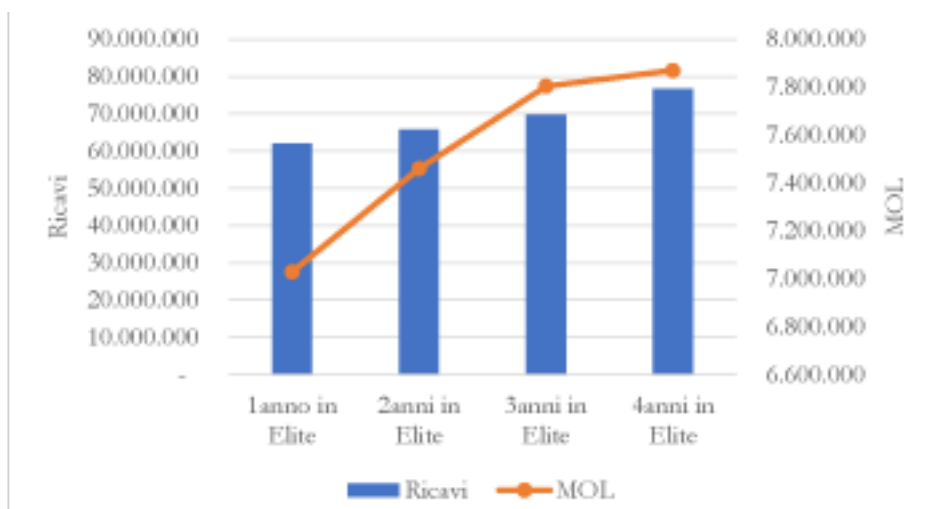


Figura 18 – Since Joining Analysis²²

6. Conclusioni

La crisi finanziaria del 2008 e la conseguente stretta creditizia hanno messo a dura prova l'economia europea nell'ultimo decennio. In tale scenario, l'Italia, in quanto caratterizzata da un tessuto imprenditoriale costituito essenzialmente da piccole e medie imprese, si colloca tra i Paesi che hanno subito gli effetti della crisi in maniera più evidente. I dati dimostrano infatti che la piccola dimensione rappresenta un limite allo sviluppo, alla capacità di competere e alla stabilità finanziaria. Un contesto simile può essere affrontato solo fornendo alle imprese le conoscenze e gli strumenti che consentano loro di raggiungere standard adeguati.

²²Nello specifico, tale analisi mira a valutare se il tempo trascorso nel programma incide sull'andamento, ad esempio, del fatturato. A titolo esemplificativo, il valore del fatturato relativo a "1 anno in Elite" pari ad € 61,925,000 € è la media tra: a) il fatturato medio al 31.12.2013 delle aziende entrate in ELITE nel 2012; b) il fatturato medio al 31.12.2014 delle aziende entrate in ELITE nel 2013; c) il fatturato medio al 31.12.2015 delle aziende entrate in ELITE nel 2014; d) il fatturato medio al 31.12.2016 delle aziende entrate in ELITE nel 2015.

ELITE, la piattaforma internazionale di servizi integrati nata nel 2012 da un'idea di Borsa Italiana, è la risposta alle esigenze di formazione, conoscenza e, quindi, di sviluppo delle PMI italiane. A tal proposito, l'obiettivo dell'iniziativa è di promuovere, supportare e accelerare lo sviluppo delle PMI più virtuose, rendendole maggiormente attraenti nei confronti degli investitori e facilitandone l'accesso al mercato dei capitali (realizzando un incontro tra domanda ed offerta di risorse finanziarie ed umane), in modo da favorirne la crescita dimensionale.

Come è stato mostrato nel presente lavoro, relativamente al contesto nazionale, ELITE riesce a guidare le imprese selezionate verso un percorso di crescita dimensionale, attirando nuovi investitori sino, eventualmente, ad una possibile quotazione in borsa.

Operando un confronto con un campione di controllo costruito con l'ausilio della tecnica statistica del propensity score matching, è stato osservato che le aziende ELITE, durante l'arco temporale considerato (2012-2019), presentano un significativo miglioramento in termini di governance (maggiore professionalizzazione e diversità del board, significativa presenza di investitori istituzionali nel capitale) e di performance economico-finanziaria (sia in relazione ai risultati reddituale sia in merito alla struttura delle fonti ed al conseguente costo del capitale).

Naturalmente, il presente lavoro deve considerarsi come un'analisi solo preliminare del programma ELITE e degli effetti esercitati dallo stesso sulla performance delle PMI italiane; uno studio esplorativo utile a porre le basi per studi successivi, dotati di maggiore rigore scientifico, estesi sia nel loro campo di indagine (con approfondimento sull'andamento di variabili non osservate sinora) sia nello spazio (con un confronto dei risultati conseguiti in mercati esteri).

Bibliografia

Ahmed, K., Hossain, M., & Adams, M. B. (2006). The effects of board composition and board size on the informativeness of annual accounting earnings. *Corporate governance: an international review*, 14(5), 418-431.

Arora, A., & Sharma, C. (2016). Corporate governance and firm performance in developing countries: evidence from India. *Corporate governance*.

Bonn, I., Yoshikawa, T., & Phan, P. H. (2004). Effects of board structure on firm performance: A comparison between Japan and Australia. *Asian Business & Management*, 3(1), 105-125.

Borochin, P., & Yang, J. (2017). The effects of institutional investor objectives on firm valuation and governance. *Journal of Financial Economics*, 126(1), 171-199.

Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of financial economics*, 32(2), 195-221.

Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of management Review*, 32(3), 946-967.

Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of business ethics*, 83(3), 435-451.

Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial review*, 38(1), 33-53.

Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of financial economics*, 87(1), 157-176.

Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management journal*, 42(6), 674-686.

Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate governance: An international review*, 11(2), 102-111.

Hutchinson, M., Seamer, M., & Chapple, L. E. (2015). Institutional investors, risk/performance and corporate governance. *The International Journal of Accounting*, 50(1), 31-52.

Lehn, K. M., Patro, S., & Zhao, M. (2009). Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935-2000. *Financial management*, 38(4), 747-780.

Lin, Y. R., & Fu, X. M. (2017). Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 49, 17-57.

Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*, 59-77.

Nordberg, D., & Booth, R. (2019, July). Evaluating boards: A policy agenda in need of perspective. In *The Conference Board Inc., Director Notes*, July.

Orij, R. (2010). Corporate social disclosures in the context of national cultures and stakeholder theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.

Pearce, J. A., & Zahra, S. A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of management studies*, 29(4), 411-438.

Rebeiz, K. S. (2016). Design guidelines for boardroom's effectiveness: the case of Fortune 500 firms. *Corporate Governance*.

Vancil, R. F. (1987). *Passing the baton: Managing the process of CEO succession*. Harvard Business Review Press.

Waldo, C. N. (1985). *Boards of directors: Their changing roles, structure, and information needs*. Quorum Books.

Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management journal*, 35(1), 91-121.

**OSSERVATORIO DEI BILANCI
E DELLA COMUNICAZIONE
ECONOMICO – FINANZIARIA**

PIAZZA DELLA REPUBBLICA N. 59
00185 ROMA (RM)
E-MAIL: INFO@OSSERVATORIOSUIBILANCI.IT
WWW.OSSERVATORIOSUIBILANCI.IT



Università
degli Studi
della Campania
Luigi Vanvitelli



ISBN: 978-88-946669-2-2