

**ASSETTI DI GOVERNO  
E STRATEGIE  
NELLE MEDIE IMPRESE**

**Un approfondimento  
sulle medie imprese  
quotate**

**a cura di  
Pietro Genco  
Lara Penco**

**FrancoAngeli**

## Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.





I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.





**ASSETTI DI GOVERNO  
E STRATEGIE  
NELLE MEDIE IMPRESE**

**Un approfondimento  
sulle medie imprese  
quotate**

**a cura di  
Pietro Genco  
Lara Penco**

**FrancoAngeli**

Copyright © 2012 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

# INDICE

<b>1. Le medie imprese quotate italiane: rilevanza del fenomeno e obiettivi di ricerca</b> , di <i>Pietro Genco e Lara Penco</i>	pag.	11
1.1. La letteratura in tema di medie imprese: lo stato dell'arte	»	11
1.2. L'oggetto della ricerca: le medie imprese quotate	»	16
1.3. Le domande della ricerca e i risultati conseguiti	»	18
Bibliografia	»	23
<b>2. Caratteri strutturali delle medie imprese quotate italiane</b> , di <i>Francesco Parola e Giovanni Satta</i>	»	25
2.1. Obiettivi e delimitazione dell'oggetto di studio	»	25
2.2. Il processo di definizione del campione	»	26
2.3. L'ambito di attività	»	32
2.4. Gli aspetti localizzativi	»	34
2.5. Dalla costituzione alla quotazione	»	36
2.6. La capacità di crescita in termini di fatturato e addetti	»	40
2.7. La redditività delle medie imprese quotate italiane	»	43
2.8. Conclusioni	»	48
Bibliografia	»	49
<b>3. Governance e assetti proprietari delle medie imprese quotate italiane</b> , di <i>Giorgia Profumo</i>	»	51
3.1. Introduzione	»	51
3.2. Gli assetti di governo delle imprese di minori dimensioni nella letteratura: un filone ancora aperto	»	52
3.2.1. Le medie imprese: una questione italiana	»	57
3.3. Il contesto di analisi: il modello di governance italiano	»	60
3.4. Proprietà e controllo delle medie imprese quotate in Italia: i risultati di un'indagine empirica	»	62

3.4.1. Gli strumenti per l'esercizio del controllo	pag.	69
3.4.2. L'assetto direzionale	»	71
3.5. Considerazioni conclusive	»	73
Bibliografia	»	75
<b>4. Gestione e struttura finanziaria nelle medie imprese quotate italiane</b> , di <i>Dario Peirone e Giovanni Satta</i>	»	79
4.1. Rilevanza della gestione finanziaria nelle MI quotate	»	79
4.2. Gli obiettivi sottostanti alla quotazione	»	82
4.3. Struttura e situazione finanziaria	»	85
4.3.1. Scelta tra capitale di rischio e di credito: il ricorso alla leva finanziaria	»	85
4.3.2. Le modalità di finanziamento delle MI quotate italiane	»	88
4.3.3. L'equilibrio finanziario	»	92
4.4. Standing creditizio e costo del capitale di credito	»	95
4.5. Il finanziamento dello sviluppo	»	98
4.6. MI e private equity	»	105
4.7. Considerazioni conclusive	»	107
Bibliografia	»	109
<b>5. Diversificazione e internazionalizzazione delle medie imprese quotate</b> , di <i>Lara Penco</i>	»	113
5.1. Alcuni riferimenti sulle strategie nelle medie imprese nella letteratura	»	113
5.2. Dalla focalizzazione verso la diversificazione	»	117
5.2.1. Alcuni presupposti teorici sulla strategia di diversificazione	»	117
5.2.2. La composizione del portafoglio delle medie imprese quotate	»	118
5.3. L'adiacenza internazionale: l'internazionalizzazione come leva per la competitività	»	129
5.3.1. Internazionalizzazione e dimensione d'impresa	»	129
5.3.2. La proiezione internazionale delle medie imprese quotate	»	131
5.4. Le operazioni di Merger and Acquisition	»	133
5.5. Conclusioni	»	145
Bibliografia	»	146
<b>6. La media impresa quotata "Made in Italy": strategie e risultati</b> , di <i>Nicoletta Buratti e Roberto Garelli</i>	»	150
6.1. Introduzione	»	150
6.2. Le fonti del vantaggio competitivo nella media impresa	»	151

6.3. Selezione delle imprese e raccolta dei dati	pag.	154
6.4. Comportamenti e risultati	»	158
6.4.1. Uno sguardo d'insieme	»	158
6.4.2. Approfondimenti sulle performance economico-finanziarie	»	162
6.5. Alla ricerca di fattori comuni	»	169
6.6. Riflessioni conclusive	»	174
Bibliografia	»	177
<b>7. Differenziali di performance tra medie imprese quotate indipendenti e società <i>comparables</i>, di Massimo Albanese</b>	»	180
7.1. Introduzione e finalità dell'analisi	»	180
7.2. Profili metodologici: applicazione della <i>shift-share analysis</i> e grandezze indagate	»	182
7.3. Medie imprese quotate indipendenti e società <i>comparables</i>	»	189
7.3.1. Il valore della produzione	»	189
7.3.2. Il return on assets	»	193
7.3.3. L'indipendenza finanziaria	»	199
7.3.4. Il grado di rigidità della struttura degli impieghi	»	203
7.4. Una visione d'insieme sulle società campione	»	207
Allegato statistico	»	210
Bibliografia	»	215



# 1. LE MEDIE IMPRESE QUOTATE: RILEVANZA DEL FENOMENO E OBIETTIVI DI RICERCA

di *Pietro Genco e Lara Penco*

## **1.1. La letteratura in tema di medie imprese: lo stato dell'arte**

Un connotato che contraddistingue il tessuto economico nazionale rispetto a quello degli altri Paesi dell'UE è costituito dalla rilevanza, in termini di creazione di valore aggiunto e di occupazione, delle medie imprese (Unioncamere, Tagliacarne, 2005; Mediobanca, 2012). Anche in termini dinamici, secondo i Conti Economici delle Imprese (Istat, 2012) e i rapporti di Mediobanca, le medie imprese industriali hanno presentato un tasso di crescita del valore aggiunto superiore rispetto a quello delle grandi imprese e delle piccole imprese nell'ultimo decennio. Esse hanno altresì registrato performance economico-finanziarie migliori rispetto alle altre classi dimensionali "estreme", anche in una fase di crisi dell'economia e in un mutato quadro concorrenziale indotto dall'emergere di nuovi competitor.

In questo senso, la rilevanza economica e il dinamismo che la media impresa ha sin qui espresso vengono considerati nel dibattito corrente elementi tali da conferire a questa tipologia di impresa un ruolo determinante nel rilancio dello sviluppo e della competitività internazionale dell'economia italiana (Fortis, 2005; Mediobanca, 2011; Rey e Varaldo, 2011).

Si tratta, peraltro, di un ruolo che, a partire dagli anni Novanta, quando entrano in crisi i "due poli" (la grande e la piccola impresa) che hanno caratterizzato l'evoluzione dell'industria italiana nell'ultimo dopoguerra, è diventato sempre più significativo. A questo proposito è utile sottolineare che da tempo si è consolidato il principio secondo cui, in un'economia che si sviluppa in termini di PIL, anche la distribuzione della ricchezza prodotta abbandona la classica forma piramidale (in cui la concentrazione del reddito è molto elevata in una quota minima della popolazione delle imprese)

per assumere una forma “a fiasco”, in cui si amplia la middle class delle imprese (Unioncamere, 2005).

Inoltre, in un sistema strutturalmente frammentato qual è quello italiano, la media impresa rappresenta un soggetto che organizza e spesso attiva segmenti di filiere tecnico-produttive costituite da una rete di subfornitori e da altre imprese, generalmente di piccole dimensioni, spesso co-localizzate in una medesima area. In altri casi, la media impresa costituisce il terminale di una rete transnazionale, «dando luogo a quella dialettica tra locale e globale che caratterizza le grandi reti di divisione del lavoro» (Rullani, 2003).

Proprio per le suddette motivazioni, la media impresa italiana è anche divenuta un oggetto rilevante di più approfondite e focalizzate indagini, seguendo così una svolta rispetto alla copiosa letteratura prodotta sulla generica categoria delle PMI di cui non si colgono spesso le problematiche peculiari delle diverse tipologie di impresa incluse nell’aggregato. Il soggetto media impresa si trova talvolta uniformato sul versante delle imprese minori; altre volte, sul versante della grande impresa. La media impresa risulta, pertanto, rientrando in una «zona grigia» (Poiani, 1998) e definita in senso negativo come un “non è” (non è la piccola impresa, non è la grande impresa, non è il distretto ecc.). Alla media impresa è spesso attribuito un ruolo interstiziale e meramente congiunturale, diventando una categoria concettuale priva di caratteri propri, riconducibile ad una fase di passaggio, di transizione dalla piccola alla grande dimensione (Marchini, 1995).

Con riferimento poi al tipo di approccio, negli studi che hanno affrontato il tema della media impresa, appare prevalente l’intento di definire più o meno esaurienti quadri conoscitivi di carattere quantitativo, oppure si privilegiano l’analisi delle caratteristiche strutturali della media impresa e la sua collocazione nell’ambito del tessuto economico-produttivo nazionale, secondo un’ottica propria dell’*Industrial Organization* (Rey, Varaldo, 2011; Arrighetti, Ninni, 2008; Fortis, 2004; Balconi *et al.*, 1998). In questo ambito disciplinare, si sono generati studi teorici che hanno intravisto nell’affermazione di una *middle class* la progressiva trasformazione del tessuto economico-sociale nazionale. L’affermazione della media impresa viene identificata come la concretizzazione di una nuova era, ovvero il c.d. Quarto Capitalismo; secondo questa impostazione alla diffusa idea di declino (Gallino, 2003) si dovrebbero contrapporre invece i concetti di metamorfosi, evoluzione e trasformazione del tessuto produttivo nazionale (Berta, 2004; Colli, 2005; Fortis, 2004). Il percorso evolutivo del capitalismo italiano è stato connotato dall’avvicinarsi di quattro epoche: il primo Capitalismo delle origini (il capitalismo delle fabbriche tipo Mirafiori), il secondo dell’impresa pubblica, il terzo dei distretti e delle piccole imprese

riconducibile alla c.d. Terza Italia. Il “Quarto Capitalismo” è quello costituito da imprese di media dimensione che svolgono un ruolo sempre più incidente nell’economia nazionale di fronte alla crisi della grande impresa e alle difficoltà manifestate dalle piccole.

La media impresa è diventata progressivamente oggetto dell’attenzione di studi di impostazione manageriale (Genco e Penco, 2012; Varaldo *et al.*, 2009; Tunisini, Dalli, 2007). Tali studi prendono le mosse da contributi e ricerche focalizzati sul tema della “dimensione aziendale”; tema che, come è noto, è stato sviluppato in Italia nell’ambito della tematica del decentramento produttivo rispetto alle grandi imprese e, soprattutto, nella copiosa letteratura riconducibile ai distretti industriali e, più in generale, ai network di imprese minori (Vaccà, 1985). Su queste problematiche che hanno condotto l’attenzione sulle imprese minori, si sono poi focalizzati studi monografici sull’innovazione tecnologica, sulle strategie, sulle reti ecc.

Occorre precisare che, fino agli anni Novanta, la media impresa non è stata analizzata quale soggetto specifico, ma, piuttosto, come una tipologia di PMI “più grande”. Le recenti evidenze empiriche hanno invece sollecitato una produzione scientifica di matrice aziendalistica incentrata sulla media impresa, all’interno della quale possono individuarsi due filoni prevalenti.

Nel primo, le medie imprese sono state oggetto di analisi che hanno esaminato le più recenti evoluzioni dei modelli distrettuali; il tessuto produttivo distrettuale non è omogeneo, ma tende a caratterizzarsi sempre di più per la presenza di imprese di medie dimensioni. Si tratta del fenomeno dei distretti core-ring *with lead firm*, nei quali emergono imprese di media dimensione che talvolta diventano un elemento di rottura dell’equilibrio e della pariteticità dei rapporti tra le imprese distrettuali.

Nel secondo, si individuano lavori scientifici finalizzati a dimostrare come la media impresa sia connotata da una propria identità che coniuga i vantaggi propri della piccola e della grande.

Alcuni di questi studi hanno privilegiato un approccio organizzativo (Butera, 1998), di governance (Corbetta, 2000), di strategie e di marketing (Varaldo *et al.*, 2009; Simon, Zatta, 2007).

Con riferimento all’ultimo filone e in particolare all’approccio strategico e di marketing, gli studi esistenti sono accomunati dal fatto di descrivere le medie imprese come imprese che hanno fondato il proprio vantaggio competitivo su strategie di differenziazione, che spesso si rivolgono a segmenti di elevato profilo, grazie a sistemi di offerta contraddistinti da qualità e innovazione (Napolitano, De Nisco, 2012)

Tali imprese, morfologicamente complesse e generalmente strutturate secondo la forma di gruppo, a prescindere dal settore in cui operano, tendono

ad una decisa focalizzazione su nicchie di mercato, con l'obiettivo di conseguire una posizione di leadership. È interessante notare come nella maggior parte dei casi sono le stesse imprese a creare queste nicchie di mercato, sviluppando nuovi business o reinventandone di vecchi; ciò consente infatti all'impresa di difendere meglio il proprio vantaggio competitivo. Il concetto di nicchia non deve tuttavia essere assunto in termini riduttivi; questi ambiti competitivi possono assumere in alcuni casi una dimensione mondiale.

Le medie imprese infatti non incontrano le stesse difficoltà delle piccole e piccolissime imprese sui mercati internazionali, ma sviluppano in tali ambiti la propria impostazione strategico-competitiva, con l'obiettivo di raggiungere la loro "massa critica" a livello produttivo e gestionale. È quindi possibile affermare, in prima approssimazione, che lo sviluppo sui mercati esteri rappresenta per questa tipologia di imprese una scelta fondamentale per la sopravvivenza e il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario; ma al tempo stesso occorre considerare che il processo di internazionalizzazione di queste imprese non segue in modo esclusivo la modalità "mercantile" dell'import/export ma anche un crescente flusso di investimenti diretti e l'attivazione di network internazionali.

Tra le principali fonti del vantaggio competitivo di questa tipologia di impresa la capacità di gestione del cliente e delle leve del marketing assumono un ruolo molto significativo.

I "campioni nascosti" hanno investito risorse consistenti nella creazione di brand – contraddistinti in molti casi da forte carica "emozionale" – raggiungendo spesso un posizionamento distintivo e una solida reputazione; oppure si sono affermati come realtà "nascoste" per scelta, la cui limitata visibilità è dovuta al fatto di realizzare prodotti "invisibili" (ossia incorporati in prodotti finiti o prodotti "di basso profilo"), ma dotate di elevata flessibilità e capacità di customizzazione e adattamento ai bisogni dei clienti.

La gestione del rapporto con il mercato non si configura secondo un approccio strutturato. Tali tratti distintivi, sebbene rilevati nella letteratura nazionale come una peculiarità del cosiddetto *marketing all'italiana* (Varaldo, Dalli, Resciniti, 2006) presentano in realtà numerosi elementi in comune con quelli identificati nel filone di studi dell'entrepreneurial marketing, da tempo oggetto di attenzione da parte della letteratura internazionale.

Lo studio della Società Italiana Marketing ha posto in evidenza che le *medie imprese italiane di successo* (definite "tesoro emergente") si contraddistinguono per alcuni tratti peculiari, quali<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> A riprova della forte attenzione degli studiosi italiani verso il fenomeno delle medie impre-

- la stabilità del nucleo imprenditoriale, che promuove la continuità nel percorso di crescita dell'impresa e, nel contempo, genera uno sviluppo orientato all'innovazione e alla diversificazione,
- la “focalizzazione dinamica” su nicchie che consente di conciliare la flessibilità strategica e la capacità di risposta al mercato, proprie della piccola dimensione, con la strategia di differenziazione tipica delle imprese di grandi dimensioni,
- un percorso di innovazione spesso fondato su una rete di interazioni e interdipendenze con gli altri attori del sistema di business (clienti, fornitori, intermediari ecc.), in grado di generare complesse e virtuose costellazioni del valore, e una spiccata tendenza all'internazionalizzazione, che in taluni casi costituisce un elemento fondante della ragion d'essere dell'impresa.

Una delle caratteristiche che sembra accomunare una parte significativa delle medie imprese industriali analizzate è proprio la stabilità del nucleo imprenditoriale che spesso viene a coincidere con la famiglia proprietaria.

La *family governance* dell'impresa costituisce in molti casi fonte di rilevanti risorse che facilitano la crescita continuativa dell'impresa. La garanzia dell'affidabilità della gestione per i terzi che si relazionano con l'organizzazione, la possibilità di adottare una prospettiva a lungo termine nelle politiche di investimento, il *commitment* dei familiari e la presenza nell'impresa di un patrimonio di valori comuni possono costituire la base su cui poggiano strategie di crescita di successo.

Al tempo stesso, la conduzione familiare non comporta nella maggior parte dei casi carenza di cultura manageriale (Corbetta, 2000). Nelle imprese familiari di maggiori dimensioni, infatti, sono spesso previsti meccanismi di formalizzazione dei canali comunicativi e dei luoghi preposti all'assunzione delle decisioni di maggiore portata strategica (contrariamente a quanto si verifica nella maggior parte delle micro e piccole imprese) (Rey, Varaldo, 2011). Inoltre, le posizioni di vertice inoltre risultano aperte a soggetti terzi rispetto al nucleo familiare, più di quanto non si verifichi nelle piccole imprese a conduzione familiare, assicurando così un adeguato

se del nostro Paese, nel 2006 la Società Italiana Marketing ha avviato un ampio studio che ha coinvolto circa 60 ricercatori universitari nella elaborazione di casi aziendali di medie imprese italiane contraddistinte da mance di fatturato superiori rispetto alle dinamiche dei settori di appartenenza (Dalli, 2009). Le trenta medie imprese selezionate sono state indagate sotto il profilo dei percorsi di cambiamento strategico, strutturale e operativo che hanno generato il successo imprenditoriale.

rinnovamento delle competenze professionali presenti all'interno dell'organizzazione.

## 1.2. L'oggetto della ricerca: le medie imprese quotate

I temi affrontati nel volume si collocano in una prospettiva manageriale e sono volti all'obiettivo di integrare le conoscenze sulla media impresa, focalizzando l'attenzione sui suoi meccanismi di funzionamento e ricercando le possibili interazioni tra variabili strutturali e comportamentali da un lato e performance aziendale dall'altro.

In questa prospettiva, il campo di indagine prescelto privilegia le medie imprese che si sono quotate. Il tema è rilevante per diverse motivazioni.

Le medie imprese che si quotano costituiscono un soggetto rappresentativo di realtà aziendali che, pur non essendo grandi, risultano idonee a superare i limiti che sono peculiari delle imprese minori. Come è noto, le medie imprese, oltre a prevedere un generalizzato rafforzamento della cultura manageriale mediante l'introduzione nella gestione aziendale di manager professionisti (Rey, Varaldo, 2011), presentano una maggiore apertura verso i mercati dei capitali (e all'ingresso nella società di nuovi soci esterni) in quanto l'apertura viene vista come un'opportunità per la crescita. Questa cultura del capitale di rischio rende più solida la struttura finanziaria con assetti proprietari che favoriscono le possibilità di manovra per strategie di crescita.

Le nuove imprese che si quotano sono generalmente contraddistinte da un forte orientamento alla crescita e alla performance, sia nella fase pre-IPO, al fine di maturare un *track record* positivo da valorizzare successivamente in sede di collocamento, sia nella fase post-IPO al fine di soddisfare le attese degli azionisti.

Nonostante ciò, la presenza in Borsa delle medie imprese quotate risulta assai scarna. Riprendendo i dati dell'indagine Mediobanca (2012), le medie imprese quotate a fine 2008 erano appena 18 (0,5% del totale di tutte le medie imprese), una in meno rispetto al 2007: 10 avevano sede nel Nord-Ovest, 7 nel NEC e una nel Sud; esse costituivano lo 0,2% appena della capitalizzazione dell'intero listino italiano. Tali società si sono incrementate di un'unità sino alle fine del 2010. Sono pure trascurabili gli interventi dei fondi chiusi negli assetti proprietari. Le operazioni annuali di private equity realizzate nel periodo 1999-2008 hanno riguardato mediamente lo 0,4% appena delle medie imprese italiane (3,8% nel totale del periodo 1999-2008).

La propensione alla quotazione risulta assai modesta; le medie imprese sperimentano spesso un lungo periodo di vita senza attingere alle risorse pro-

venienti dai mercati finanziari, prima di avviare il processo di quotazione, a testimonianza di una certa riluttanza nei confronti della stessa (Aifi, 2006; Franzosi, 2008). E in effetti, le medie imprese oggi quotate hanno compiuto questo passo in anni recenti.

Le medie imprese quotate non sono state, peraltro, oggetto di grande attenzione da parte della letteratura, quale fattispecie di indagini “monografiche”.

Infine, la quotazione sul mercato azionario significa obbligo di trasparenza nei confronti degli investitori, cosicché la *disclosure* di informazioni sugli assetti di governo e sulla performance crea un quadro di analisi realistico e appropriato su cui impostare ulteriori approfondimenti.

Criticità e opportunità della quotazione, scarsa numerosità delle medie imprese quotate e presenza di una letteratura ancora scarna sul tema costituiscono le motivazioni che hanno sollecitato la presente ricerca.

Per impostare il percorso di ricerca, occorre necessariamente partire dagli effetti che il processo di quotazione comporta per un’impresa, specie se di piccole o medie dimensioni. Studi monografici sul tema evidenziano che la quotazione induce ripercussioni non solo sulla struttura proprietaria, ma anche sui modelli di governo, sulla struttura finanziaria; inoltre cambiano le strutture organizzative e i comportamenti strategici (Franzosi, Pellizzosi, 2005).

Da un punto di vista della struttura finanziaria, gli studi condotti sulle nuove IPO hanno valutato come gli effetti della quotazione siano rilevanti (nonostante essi siano destinati ad esaurirsi nel breve, avendo essi un carattere temporaneo). Particolarmente significativo sembra l’effetto sul *costo dell’indebitamento* che, grazie alla maggiore reputazione, all’allargamento delle relazioni, al maggior potere contrattuale assunto da un’impresa quotata, può ridursi significativamente.

La struttura proprietaria si modifica, naturalmente, poiché la proprietà si amplia a nuovi investitori. La gestione dell’impresa e l’operato dell’imprenditore e/o dei manager, inoltre, dovendo trovare un immediato riscontro nei mercati dei capitali, viene assoggettata al giudizio e alla sanzione espressi dell’andamento del titolo sul mercato azionario.

L’apertura del capitale incide inoltre sulla *corporate governance*: le esigenze di maggiore trasparenza e di tutela *ex ante* dei diritti degli azionisti di minoranza comportano riflessi molto significativi sulla configurazione delle regole che sottendono alla direzione dell’impresa (per esempio, presenza di amministratori indipendenti, comitato di controllo interno, comitati per la remunerazione del management ecc.).

Anche sotto il profilo organizzativo, la quotazione genera nuovi fabbisogni e quindi esigenze di cambiamento. Con la quotazione, come si è già rilevato, la propensione alla *disclosure* informativa tende ad aumentare. A

seguito della quotazione, infatti, crescono gli obblighi informativi verso la comunità degli investitori, si amplia la tipologia di strumenti di comunicazione adottati e aumenta la rilevanza della comunicazione della strategia al mercato come elemento per la creazione di valore. Le imprese si dotano di una funzione di *Investor Relations* (IR), volta ad approcciare i mercati. Una maggiore managerializzazione viene richiesta in tutte le aree funzionali.

Di conseguenza, gli impatti che la quotazione può esercitare sulle caratteristiche delle medie imprese quali la stabilità del nucleo imprenditoriale; la “focalizzazione dinamica” e l’innovazione mediante le reti possono essere potenzialmente numerosi.

### **1.3. Le domande della ricerca e i risultati conseguiti**

Alla luce di queste osservazioni, la ricerca affronta preliminarmente un aspetto di carattere conoscitivo riguardante le caratteristiche strutturali dell’impresa oggetto di studio. Di fronte ad un fenomeno poco studiato, infatti, un’analisi dei connotati strutturali delle imprese che si sono avviate nella quotazione diventa importante, anche al fine di comprenderne l’evoluzione a fronte del processo di apertura del capitale sui mercati azionari.

Al riguardo, il Capitolo 2 di Giovanni Satta e Francesco Parola si focalizza su questi aspetti, partendo da una definizione dei criteri necessari per delimitare il campo di indagine.

A tale scopo, sono stati selezionati diversi cluster e un campione di 34 imprese, facendo riferimento ai parametri quantitativi di Mediobanca, mantenuti per almeno tre anni nell’arco temporale considerato, unitamente alla presenza di una situazione di indipendenza della compagine azionaria. Sotto un profilo strutturale, le evidenze ricavate dalle analisi delle informazioni relative al campione delle MI considerate segnalano chiaramente che le MI quotate analizzate svolgono attività riconducibili ad alcuni comparti del *Made in Italy* (prodotti personali e per la casa, alimentare, beni e servizi industriali), presentano una localizzazione prevalente nel Nord-Ovest e nel Centro e un’età delle compresa tra i 10 e i 20 anni.

Affrontando più specificatamente le implicazioni derivanti dalla quotazione, la ricerca affronta due questioni centrali riguardanti gli assetti di governo e la struttura finanziaria delle medie imprese che si sono quotate.

Per quel che riguarda il primo profilo, l’attenzione riservata al rapporto con gli stakeholder, le procedure volte a creare una maggiore trasparenza circa le strategie perseguite e i risultati conseguiti verso il mercato degli investi-

tori e l'aumento della managerializzazione, connessi alla quotazione, possono considerarsi fattori atti ad introdurre maggiori livelli di rigidità richiesti dalla quotazione contribuiscono a creare significativi cambiamenti e possono indurre a un maggior irrigidimento dei processi organizzativi con riflessi assai negativi sul *binomio imprenditorialità-managerialità* che contraddistingue le medie imprese di successo. In altri termini, le imprese – in seguito alla quotazione – potrebbero assegnare una maggiore rilevanza agli aspetti procedurali e burocratici, andando ad attenuare quei processi decisionali basati sull'intuito e la creatività *à la* Mintzberg. Non si dimentichi, inoltre, che l'enfasi sui risultati a breve – finalizzata ad assecondare le esigenze degli investitori – potrebbe rappresentare anche un fattore che distorce i comportamenti aziendali, andando di fatto a compromettere l'orientamento imprenditoriale verso scelte che consolidano l'impresa nel lungo termine.

L'ipotesi del nostro lavoro è, invece, che la quotazione rappresenti un fattore che possa consolidare la posizione dell'impresa, soprattutto laddove l'impresa sappia conservare una struttura proprietaria concentrata, nella quale l'imprenditore svolge un ruolo chiave, essendo in grado di determinare le scelte strategiche con grande flessibilità.

Dal punto di vista del governo e degli assetti proprietari, le evidenze empiriche sul campione oggetto di indagine condotte da Profumo (Capitolo 3) confermano le ipotesi, testimoniando un livello di concentrazione proprietaria piuttosto elevato; rispetto alle medie imprese non quotate, le strutture proprietarie appaiono però tendenzialmente più aperte, anche se non del tutto contendibili. Dopo la quotazione è, infatti, ancora presente un azionariato rilevante “non anonimo”, in gran parte dei casi di carattere familiare, con una o più famiglie che detengono quote proprietarie tali da garantirsi il controllo, spesso attraverso trust familiari e società di comodo anche di diritto estero. Nella media impresa quotata il peso della gestione familiare appare così ancora significativo: in gran parte dei casi, all'interno del Consiglio di Amministrazione, sono presenti soggetti di derivazione familiare che, molto spesso, coprono ruoli chiave quali Amministratore Delegato o Presidente. Il peso della famiglia, però, risulta temperato dall'affermarsi progressivo di una gestione di tipo manageriale che si integra in maniera armonica con essa e da una maggiore partecipazione degli azionisti di minoranza negli organi di governo. Non a caso, quindi, i modelli di controllo più diffusi risultano essere di tipo “coalizionale”, formali ed informali, in cui l'azionista principale, soggetto economico dell'impresa, è affiancato da altri azionisti rilevanti, che spesso partecipano anche negli organi di governo aziendali. Di conseguenza, la famiglia e l'imprenditore continuano ad esercitare un ruolo significativo, confermando come la quotazione non abbia nella maggioranza dei casi cambiato