

Composizione del board, competitività e risultati economico- reddituati

Research Department

Ottobre 2026

Indice

Abstract	2
Introduzione	3
1. Passaggio generazionale e contributo dei giovani alla governance: evidenze dalla letteratura	4
2. Analisi della composizione dei board	8
3. Giovani nei board e crescita aziendale: un'analisi econometrica	11
3.1 La costruzione del campione bilanciato: metodologia e qualità del matching	12
3.2 L'effetto della governance giovane sulla crescita: risultati del modello	14
3.3 Giovani nei board e adozione di leve strategiche	16
Conclusioni	19
Bibliografia	21

A cura di Romina Galleri, Massimiliano Rossetti e Rosa Maria Vitulano

Abstract

Il lavoro analizza il rapporto tra composizione anagrafica dei board, passaggio generazionale e performance delle imprese manifatturiere italiane, con particolare attenzione ai distretti industriali. A partire da un campione di 67.814 imprese con informazioni sulla struttura degli organi di governo e sui dati economico-finanziari, lo studio distingue tra imprese con almeno un amministratore under 40, imprese con board interamente composto da over 65 e altri assetti di governance. L'analisi descrittiva mostra che la presenza di giovani nel board si associa a una maggiore crescita del fatturato, a migliori dinamiche occupazionali e a una più elevata propensione ad adottare leve strategiche quali marchi, brevetti, certificazioni di qualità e ambientali, investimenti in energie rinnovabili e internazionalizzazione. Tali evidenze sono rafforzate da modelli econometrici basati su campioni bilanciati tramite Propensity Score Matching e da stime OLS e probit, che confermano il ruolo positivo della partecipazione giovanile alla governance, pur evidenziando l'importanza di dimensione, settore e solidità patrimoniale. Il contributo dello studio consiste nel proporre una lettura quantitativa del ricambio generazionale nei board come possibile canale di rinnovamento strategico e competitività delle PMI manifatturiere italiane.

Introduzione

Il passaggio generazionale rappresenta un tema cruciale per la competitività delle imprese italiane. Una sfida complessa che, se non affrontata con efficacia e nei tempi dovuti, può mettere a rischio intere filiere produttive composte da innumerevoli piccole medie imprese (PMI) familiari e compromettere la vocazione industriale del nostro Paese. In questo approfondimento proponiamo una fotografia al 2023 della composizione dei board, con l'obiettivo di analizzare la quota di imprese con urgenza di passaggio generazionale (identificata con le aziende che hanno tutto il board costituito da componenti "over 65") e la quota di imprese in cui è già stato inserito almeno un giovane nel consiglio di amministrazione (in questo caso identificato come "under 40")¹. Abbiamo poi confrontato il posizionamento strategico e le performance delle imprese, in funzione della composizione per età del board. Il focus è sui distretti, ma abbiamo anche segnalato analogie e differenze rispetto alle aree non distrettuali. Questo tipo di analisi non considera i casi in cui l'inserimento dei giovani in azienda avvenga per vie diverse dal board, come ad esempio figure manageriali².

Il campione su cui sono basate le analisi è di 67.814 imprese manifatturiere (49.578 non distrettuali e 18.236 distrettuali) per le quali disponiamo di informazioni sulla composizione del board (fonte Cerved). I dati di bilancio³ di queste imprese sono stati, inoltre, incrociati con un ricco set informativo proveniente dal datamart del Research Department di Intesa Sanpaolo (ISID, Intesa Sanpaolo Integrated Datamart), che fotografa l'adozione di leve strategiche, quali: Certificazioni di qualità dei prodotti/della gestione aziendale (fonte Accredia); Certificazioni ambientali (fonte Accredia); Marchi registrati sui mercati internazionali (fonte WIPO); Domande di brevetto presentate presso lo European Patent Office (EPO); Incentivi ricevuti dal GSE (Gestore dei Servizi Energetici) per l'installazione di impianti alimentati da Fonti Rinnovabili di Energia (FER)⁴.

Il lavoro è articolato come segue: il capitolo 1 richiama i principali filoni della letteratura economico-manageriale sul passaggio generazionale, sulla composizione dei board e sul contributo delle nuove generazioni alla governance d'impresa. Il capitolo 2 presenta un'analisi descrittiva della composizione anagrafica dei board delle imprese manifatturiere italiane, con un focus sui distretti industriali, mettendo in relazione la presenza di giovani amministratori con performance economico-reddituale e adozione di leve strategiche. Il capitolo 3 illustra la metodologia econometrica adottata, articolata nella costruzione del campione bilanciato e nella stima degli effetti sulla crescita e sull'attivazione delle leve strategiche. Nelle conclusioni sono sintetizzate le principali evidenze emerse e le implicazioni del ricambio generazionale per la competitività e la continuità del sistema produttivo italiano.

¹ Le imprese senza under 40 tra i componenti del board, ma con almeno un amministratore tra 40 e 65 anni sono state denominate "altri casi".

² In alcuni casi le aziende procedono con l'introduzione di figure più giovani in ruoli amministrativi/manageriali; in questi casi l'analisi sull'età dei componenti del board non è in grado di rilevare il passaggio generazionale della governance aziendale in atto.

³ I bilanci analizzati si riferiscono al quadriennio 2021-24. Il campione è composto da imprese con fatturato superiore a 400 mila euro nel 2021, non inferiore a 150 mila euro nel 2023 e nel 2024, e attivo superiore a zero in tutti i periodi oggetto di osservazione. La classificazione delle imprese come distrettuali è stata effettuata prendendo in considerazione sia i comuni di localizzazione produttiva sia il settore di appartenenza. Si propongono anche dei confronti con i risultati del 2019 su un campione di imprese più ristretto.

⁴ Nello specifico, si tratta delle imprese che hanno installato almeno un impianto da fonte rinnovabile per l'autoproduzione di energia elettrica utilizzando gli incentivi afferenti al Conto Energia, ai Certificati GRIN (Gestione Riconoscimento Incentivo) o alle FER elettriche.

1. Passaggio generazionale e contributo dei giovani alla governance: evidenze dalla letteratura

La letteratura economico-manageriale interpreta il passaggio generazionale non come un evento puntuale di sostituzione del vertice aziendale, ma come un processo graduale di trasferimento di controllo, conoscenza e capacità decisionale tra generazioni. I contributi di numerosi autori tra cui Handler (1994), Sharma et al. (2003), Le Breton-Miller et al. (2004) mostrano che la successione efficace richiede un percorso di preparazione del successore, una progressiva attribuzione di responsabilità, un trasferimento di conoscenza tacita accumulata in anni di esperienza, ma anche fiducia nel processo di delega tra generazioni e definizione chiara dei ruoli. L'esito dipende dall'interazione tra gli individui, il sistema organizzativo aziendale e il contesto in cui operano. In questa prospettiva, assumono rilievo variabili intangibili quali: disponibilità e motivazione del successore, volontà del predecessore di cedere progressivamente spazio decisionale, qualità delle relazioni familiari e/o aziendali, presenza di regole condivise e capacità degli organi di governo di ridurre conflitti e ambiguità (De Massis et al., 2008).

Il collegamento tra caratteristiche dei decisori, scelte strategiche e risultati aziendali trova un importante fondamento teorico nella Upper Echelons Theory (Hambrick e Mason, 1984): le caratteristiche osservabili dei vertici aziendali — tra cui età, formazione, esperienza e background professionale — possono influenzare le decisioni strategiche e, indirettamente, le performance dell'impresa. Successivamente si è osservato che gli esiti organizzativi riflettono il modo in cui i decisori interpretano contesti complessi e incerti, sulla base delle proprie esperienze, valori e caratteristiche personali (Hambrick, 2007). Carpenter et al. (2004) hanno inoltre evidenziato che la composizione demografica degli organi di vertice costituisce una dimensione rilevante per comprendere orientamenti strategici, processi decisionali e performance aziendali.

Si aggiunge nel dibattito scientifico la letteratura sulla board diversity (Milliken e Martins, 1996), che si concentra sulla diversità nei gruppi decisionali e nei consigli di amministrazione, mostrando che la diversità organizzativa può produrre effetti ambivalenti: da un lato amplia il patrimonio informativo, la varietà di prospettive, la capacità di problem solving e le qualità del confronto strategico; dall'altro può accrescere le difficoltà di coordinamento e di integrazione.

La letteratura più recente collega il passaggio generazionale alla qualità della governance e alla capacità dell'impresa di bilanciare obiettivi economici e non economici: la successione risulta più efficace quando il board partecipa attivamente alla definizione dei tempi, dei criteri di selezione, dei percorsi di affiancamento e delle responsabilità attribuite alla nuova generazione (Umans et al., 2018 e le rassegne di Marques et al., 2023, Nave et al., 2025, Reif et al., 2025). Questo tema è particolarmente significativo per le imprese familiari, per le quali talvolta si verifica una sovrapposizione tra obiettivi economici e non economici: il desiderio di preservare identità, controllo e reputazione familiare può sostenere un orientamento di lungo periodo, ma può anche rallentare l'evoluzione dell'impresa, accentuando obiettivi non finanziari legati alla socioemotional wealth (Naldi et al., 2013).

Il riferimento alle imprese familiari è rilevante nel caso italiano⁵, dove la struttura produttiva è caratterizzata da una presenza diffusa di PMI a controllo familiare e da una frequente sovrapposizione tra proprietà, famiglia e management. I contributi di Dell'Atti (2007), Corbetta (2010) e Montemerlo (2011) sottolineano anch'essi che la continuità generazionale richiede

⁵ Secondo le rilevazioni della Commissione Europea le imprese familiari rappresentano oltre il 60% delle imprese europee. L'Osservatorio AUB-AIDAF ha stimato quote pari all'85% in Italia e Spagna, all'83% in Francia e al 79% in Germania, confermando la centralità delle imprese familiari nei principali sistemi produttivi europei.

strumenti di governance, accordi familiari, pianificazione, criteri di legittimazione della generazione entrante e capacità di gestire le tensioni tra controllo familiare e apertura a nuove competenze. A questi contributi si affiancano fonti istituzionali, come l'Osservatorio AUB Bocconi-AIDAF, utili per evidenziare il ruolo di una governance familiare strutturata nel ridurre i conflitti, ordinare il processo successorio e preservare la continuità dell'impresa. Il contributo di Corsico (2020), infine, consente di collegare il family business alle trasformazioni organizzative e digitali che rendono il passaggio generazionale sempre più intrecciato con il tema del rinnovamento manageriale.

Alcuni studi empirici riferiti all'Italia hanno indagato in modo più diretto sulle connessioni tra successione, assetti di governance e performance. Le successioni manageriali nelle imprese familiari italiane possono modificare le politiche finanziarie e il profilo di crescita, soprattutto quando l'ingresso di manager professionali interagisce attivamente con la struttura del board e con la famiglia proprietaria (Amore et al., 2011). La presenza familiare nei team di vertice produce effetti ambivalenti: può favorire la coesione, ma può anche generare fratture interne se non bilanciata da processi decisionali efficaci e criteri meritocratici (Minichilli et al., 2010). La scelta del successore non dovrebbe essere automatica o fondata esclusivamente su logiche di primogenitura, poiché criteri di selezione più meritocratici possono incidere sulla qualità della leadership e sulla redditività post-successione (Calabrò et al., 2018).

Un ulteriore gruppo di contributi italiani, più vicino al mondo delle PMI familiari, rafforza l'idea che il passaggio generazionale possa rappresentare una leva di rinnovamento strategico. Alberti (2013) richiama le implicazioni gestionali e organizzative della successione nelle imprese artigiane familiari; Marino e Gallucci (2011) collegano il ricambio generazionale all'apertura internazionale delle imprese storiche familiari; Sciascia et al. (2022) evidenziano il ruolo di armonia familiare, governance e strategia. Nel loro insieme, questi lavori sono utili per il presente studio perché spostano l'attenzione dalla sola trasmissione del controllo alla capacità della nuova generazione di contribuire a innovazione, internazionalizzazione, adattamento organizzativo e rafforzamento competitivo.

Il legame tra successione, nuove generazioni e rinnovamento strategico è coerente anche con la letteratura sull'innovazione nelle imprese familiari (Chirico et al., 2010; Kellermanns et al., 2010); il coinvolgimento di amministratori più giovani, infatti, può costituire uno dei canali attraverso cui l'impresa aggiorna il proprio patrimonio di competenze. I contributi di De Massis et al. (2013; 2016) sull'innovazione nelle imprese familiari rafforzano tale interpretazione: tradizione, identità familiare e conservazione del controllo non sono necessariamente ostacoli al cambiamento, ma, anzi, possono diventare risorse strategiche quando vengono combinate con apertura cognitiva e orientamento all'innovazione.

Gli studi quantitativi specificamente dedicati agli effetti della componente giovane nei board sono più limitati rispetto alla letteratura su successione e governance familiare, ma offrono spunti interessanti. He, Miletkov e Staneva (2020) analizzano l'ingresso di amministratori appartenenti alla Generazione X nei consigli delle società statunitensi incluse nello S&P Composite 1500 e documentano una relazione positiva con performance di mercato e operative, più intensa nelle imprese caratterizzate da attività di R&S e brevetti; il contributo, pur essendo un working paper, è utile perché collega direttamente età dei consiglieri, innovazione e risultati aziendali. Il lavoro di Gardiner (2022) mostra tuttavia che l'età e la diversità anagrafica del board producono effetti non univoci sulla performance finanziaria, mentre le associazioni positive risultano più frequenti per dimensioni non finanziarie, quali sostenibilità, CSR⁶ e qualità dei processi di governance. Katsiampa et al. (2024), analizzando società fintech quotate, sottolineano che la diversità

⁶ Corporate Social Responsibility

anagrafica non genera automaticamente migliori risultati, poiché il suo impatto dipende dal settore, dal ruolo effettivo dei consiglieri e dall'equilibrio tra esperienza accumulata e nuove competenze.

Nonostante l'ampia letteratura sul passaggio generazionale e sulla governance delle imprese familiari, restano relativamente limitati gli studi quantitativi che utilizzano informazioni osservabili sulla composizione anagrafica dei board per analizzare il rapporto tra coinvolgimento della generazione più giovane, adozione di leve strategiche e performance economiche. Tale lacuna è particolarmente rilevante per le PMI manifatturiere italiane (e di conseguenza per quelle distrettuali), nelle quali i processi successori sono spesso informali, gradualisti e difficili da osservare direttamente.

Il presente lavoro si inserisce in questo spazio di ricerca, adottando un impianto metodologico che combina indicatori di bilancio, misure qualitative del posizionamento strategico, caratteristiche della governance e fattori strutturali. Per controllare la distorsione derivante da differenze osservabili tra imprese, applichiamo un Propensity Score Matching (PSM)⁷ alla variabile che identifica la presenza di almeno un under 40 nel board, seguendo l'approccio di Rosenbaum e Rubin (1973; 1983; 1984; 1985; 2006), Abadie e Imbens (2000; 2006; 2009) e le applicazioni di Dehejia e Wahba (1999; 2002). Il PSM consente di costruire un campione bilanciato di imprese comparabili in termini di covariate pre-trattamento, sul quale stimiamo modelli OLS⁸ e probit⁹ per valutare l'associazione tra apertura generazionale della governance, leve strategiche adottate e crescita¹⁰. La qualità del bilanciamento è verificata tramite le Standardized Mean Differences (SMD)¹¹, seguendo le indicazioni metodologiche di Austin (2007; 2009; 2011; 2013), così da confrontare l'equilibrio delle covariate prima e dopo il matching. L'utilizzo congiunto di PSM e regressione è coerente con quanto suggerito da Mahani e Sharabiani (2022), secondo cui la stima su un campione bilanciato può contribuire a ridurre ulteriormente il bias residuo, rafforzando l'affidabilità delle stime.

Per controllare l'effetto di fattori non osservabili che potrebbero influenzare sia la composizione dei board sia le scelte strategiche e la crescita, integriamo l'analisi con un modello di Heckman (1979). Questo approccio consente di affrontare simultaneamente il problema della selezione non casuale e quello delle differenze osservabili tra imprese, migliorando la solidità complessiva

⁷ Il Propensity Score Matching (PSM) è una tecnica di inferenza causale che consente di rendere comparabili due gruppi (trattati e controlli) sulla base della probabilità di ricevere il trattamento, stimata condizionatamente alle caratteristiche osservabili. Il contributo seminale è quello di Rosenbaum P. R. e Rubin D. B. (1983). Un riferimento generale alla metodologia del PSM e della causal inference è fornito anche da Rubin D. B. (2006) e da Imbens e Rubin (2015), che offrono una sistematizzazione completa delle tecniche di bilanciamento e delle strategie di valutazione degli effetti causali in studi osservazionali.

⁸ La regressione OLS (Ordinary Least Squares) è un metodo statistico utilizzato per stimare relazioni lineari: individua i coefficienti che minimizzano la somma degli scarti quadratici tra valori osservati e valori stimati. In questo modo fornisce una misura dell'effetto medio di ciascuna variabile esplicativa sulla variabile dipendente, mantenendo costanti le altre.

⁹ Il probit è un modello di regressione non lineare utilizzato per analizzare variabili dipendenti di tipo binario. La probabilità che si verifichi un evento di interesse è modellata come funzione della distribuzione normale cumulata di una combinazione lineare delle variabili esplicative. In altre parole, il modello stima la relazione tra le caratteristiche osservabili e la probabilità che un'osservazione assuma il valore 1 (impresa con almeno un under 40 nel board), assumendo che gli errori siano distribuiti normalmente.

¹⁰ Per la parte econometrica si è fatto riferimento a diversi manuali. In particolare, per la sua completezza e per l'ampia trattazione dei modelli non lineari, dei metodi di selezione e delle tecniche di valutazione causale, si cita Wooldridge J. M. (2010). Altri testi consultati per approfondimenti specifici sono Lucchetti R. (2026) e Cottrell A. e Lucchetti R. (2026). Per una trattazione sistematica dei fondamenti dell'econometria, si veda anche Johnston J. (2016).

¹¹ La Standardized Mean Difference misura la distanza tra le medie di una covariata nei due gruppi, divisa per la deviazione standard combinata, per verificare l'equilibrio delle caratteristiche pre e post-matching.

delle stime e verificando se l'associazione tra presenza di giovani nei board e leve strategiche rifletta un contributo autonomo della componente più giovane.

Nel complesso, la presenza di almeno un under 40 nel board viene interpretata come una proxy osservabile dell'apertura generazionale della governance e come un elemento che si inserisce in assetti aziendali caratterizzati da una maggiore attenzione a innovazione, sostenibilità, internazionalizzazione e crescita. Le competenze delle nuove generazioni — digitali, ambientali, comunicative e internazionali — possono integrarsi con l'esperienza e la conoscenza tacita degli amministratori senior, arricchendo il repertorio cognitivo del board e favorendo contesti decisionali nei quali emergono scelte strategiche più dinamiche.

2. Analisi della composizione dei board

L'analisi che segue propone una fotografia al 2023 delle imprese distrettuali italiane in base all'età degli amministratori, distinguendo tra realtà con almeno un under 40 nel board, imprese con organi di governo interamente composti da over 65 e situazioni intermedie.

Nei distretti, il 13,3% delle imprese ha un board costituito interamente da amministratori con età superiore ai 65 anni, il 68,7% dei board ha componenti tutti con età superiore ai 41, ma non completamente oltre i 65 anni e nel 18% dei casi è presente almeno un under 40¹². Poiché la distribuzione per classi di età risulta molto simile nelle aree non distrettuali, l'analisi che segue si concentra esclusivamente sui distretti.

Il Mezzogiorno è l'area geografica che si distingue per la maggior quota di imprese con almeno un under 40 nel board (19,6%)¹³; seguono Nord-Est (18%), Centro (17,8%) e Nord-Ovest (17,6%). Al contempo, l'area che si mette in luce per la minor quota di imprese con board completamente over 65 è il Nord-Est (11,9%); a seguire con un po' di distacco Nord-Ovest (13,7%), Centro (14,2%) e Mezzogiorno (14,6%).

A livello di settori, spicca l'agro-alimentare che mostra la maggior quota di board con almeno un under 40 (23%). Gli altri comparti, invece, presentano valori più allineati, con quote che oscillano dal 18,4% dei beni intermedi al 15,8% del sistema casa. I settori risultano molto vicini anche per quota di board completamente over 65, dal 12,4% del sistema casa al 14% del sistema moda.

L'analisi per dimensioni aziendali¹⁴ evidenzia che la presenza di almeno un under 40 nei board aumenta al crescere delle dimensioni aziendali: si passa dal 17,2% delle micro imprese al 24,1% delle grandi imprese. Contestualmente, la quota di imprese con tutto il board over 65 è inversamente proporzionale alle dimensioni aziendali: più le imprese sono piccole e più questa quota è elevata (14,2% e 14,9% rispettivamente per le imprese micro e piccole); più le imprese sono grandi e più questa quota si riduce (6,7% per le grandi imprese). Questa evidenza è spiegata anche dal fatto che le imprese più grandi hanno generalmente board più numerosi (solo il 9,2% delle imprese grandi è guidata da un amministratore unico) e, quindi, su un numero maggiore di componenti del board, è più probabile trovare almeno un under 40. Al contrario, le imprese di dimensioni minori sono caratterizzate da una presenza rilevante di amministratori unici: rispettivamente il 54,5% del totale per le micro imprese, il 42,1% per le piccole imprese e il 25,5% per le medie imprese.

Tra le imprese con amministratore unico, solo il 10,6% presenta almeno un under 40 nei board, mentre quasi un quarto è guidato da amministratori over 65. In quest'ultimo caso, ancora più che negli altri casi, la staffetta generazionale, se non gestita correttamente, potrebbe mettere a rischio la stessa sopravvivenza dell'azienda. Quando il board è composto da più di una persona, la presenza di almeno un under 40 è molto più diffusa (23,4%), mentre il caso in cui tutto il board sia over 65 si riduce al 5,4%. Quando l'amministratore è uno solo, è molto raro che sia under 40 se l'impresa è media o grande (rispettivamente 6,3% e 6,5% dei casi), mentre la probabilità sale al diminuire delle dimensioni aziendali (8,9% per le piccole e 12,9% per le micro). Al contrario nel 42,4% dei casi un amministratore unico di un'impresa grande è over 65; si passa al 27,2% dei casi per le imprese medie, al 26,7% per le piccole e al 21% per le micro.

¹² Le caratteristiche del campione oggetto di analisi escludono le imprese di più recente costituzione, che potenzialmente potrebbero essere quelle a maggior guida giovane.

¹³ Ciò si verifica per il peso particolarmente elevato nei distretti del Mezzogiorno dell'agro-alimentare.

¹⁴ Le dimensioni aziendali sono state definite sulla base del fatturato 2023.

Tab. 1 – Distretti: composizione del Board (%)

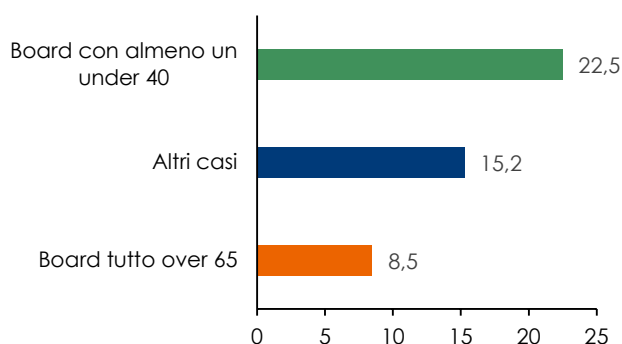
	Board con almeno un under 40	Board tutto over 65
Totale imprese	18,0	13,3
Mezzogiorno	19,6	14,6
Nord-Est	18,0	11,9
Centro	17,8	14,2
Nord-Ovest	17,6	13,7
Agro-alimentare	23,0	12,8
Beni intermedi	18,4	13,5
Filiera dei metalli	18,0	12,7
Sistema moda	18,0	14,0
Meccanica	16,8	13,5
Sistema casa	15,8	12,4
Grandi	24,1	6,7
Medie	19,3	10,0
Piccole	17,3	14,9
Micro	17,2	14,2
Board composto da più di una persona	23,4	5,4
Amministratore unico	10,6	24,1

Nota: le categorie sono ordinate per composizione board con almeno un under 40 decrescente. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Cerved e ISID

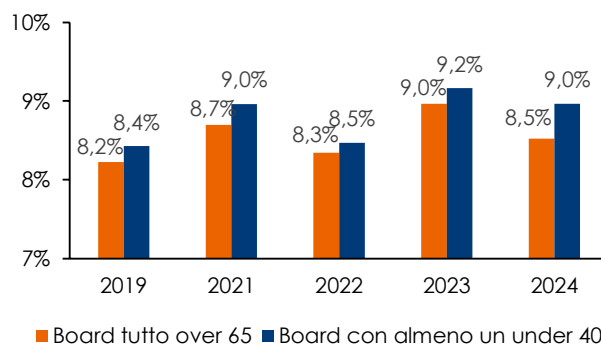
Le evidenze che seguono mostrano come la presenza di almeno un under 40 nel board si associ a una migliore dinamica economico-reddituale e a un posizionamento competitivo più evoluto.

Analizzando i bilanci delle imprese distrettuali appartenenti al campione, è possibile notare che quelle con almeno un under 40 nel board sono cresciute di più in termini di fatturato tra il 2019 e il 2024, realizzando un incremento mediano del 22,5%, a fronte di un aumento dell'8,5% delle imprese a guida totalmente over 65. Il vantaggio dell'inserimento di almeno un under 40 nel board è evidente per tutte le dimensioni aziendali, con risultati particolarmente marcati nelle micro imprese: +14,5% contro +0,8% delle imprese delle stesse dimensioni con board completamente over 65. Le differenze si attenuano al crescere delle dimensioni aziendali, ma permangono.

Anche dal punto di vista della marginalità unitaria le imprese con almeno un giovane nel board mostrano un andamento migliore rispetto alle imprese con tutto il board over 65, condizione verificata in tutti gli anni dal 2019 al 2024 (il 2020 non è stato rappresentato in quanto si tratta di un anno fuori dall'ordinario per via della pandemia Covid-19). Concentrandoci sul solo 2024, emergono differenze lievi in termini mediani per le imprese micro e piccole, mentre il differenziale a favore delle imprese con almeno un under 40 risulta più marcato per le imprese grandi e medie.

Fig. 1 – Distretti: crescita del fatturato tra il 2019 e il 2024 per composizione del board (var. % mediana)

Nota: la categoria "altri casi" comprende i board composti da nessun under 40 e non completamente da over 65. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Cerved e ISID

Fig. 2 – Distretti: EBITDA margin per composizione del board (% mediana)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Cerved e ISID

Tab. 2 – Distretti: analisi economico-reddituale per composizione del board

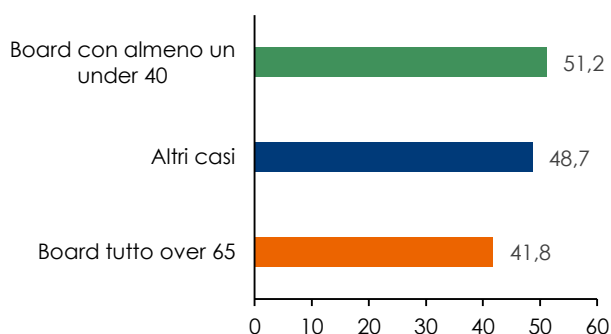
	Board con almeno un under 40	Board tutto over 65
Crescita del fatturato tra il 2019 e il 2024 (var% mediana)		
Totale imprese	22,5	8,5
Grandi	33,3	31,0
Medie	27,4	19,0
Piccole	23,4	10,1
Micro	14,5	0,8
EBITDA margin 2024 (% mediana)		
Totale imprese	9,0	8,5
Grandi	8,9	8,1
Medie	9,6	8,8
Piccole	8,8	8,7
Micro	8,7	8,4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Cerved e ISID

Le imprese con almeno un under 40 nel board tra il 2019 e il 2024 mostrano anche una crescita più diffusa in termini occupazionali: la quota di imprese che ha visto aumentare il numero dei dipendenti¹⁵ è stata pari al 51,2% per le imprese con almeno un under 40 nel board e al 41,8% per le imprese con board composto solo da over sessantacinquenni.

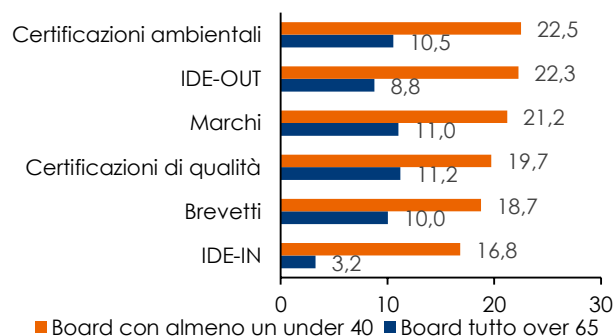
Le imprese che hanno inserito un giovane nel board, infine, si dimostrano anche più attente a mettere in atto strategie per aumentare la propria competitività. Ad esempio, si dotano maggiormente di certificazioni ambientali (nel 22,5% dei casi vs 10,5% per le imprese con board tutto over 65), a conferma della maggior sensibilità degli amministratori più giovani verso le tematiche green. Hanno inoltre più spesso marchi nel proprio portafoglio (21,2% vs 11%), certificano con maggiore frequenza la propria qualità (19,7% vs 11,2%) e risultano più innovative, come mostra la quota più elevata di imprese con almeno un brevetto (18,7% contro 10% nelle realtà con board interamente over 65). Infine, sono più propense verso gli investimenti diretti all'estero, sia in entrata che in uscita.

Fig. 3 – Distretti: quota di imprese con dipendenti in aumento tra il 2019 e il 2024 per composizione del board (%)



Nota: la categoria "altri casi" comprende i board composti da nessun under 40 e non completamente da over 65. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Cerved e ISID

Fig. 4 – Distretti: imprese che attuano strategie, 2023 (% sul totale)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Cerved e ISID

¹⁵ Fonte: INPS

3. Giovani nei board e crescita aziendale: un'analisi econometrica

Per comprendere in modo più rigoroso il legame tra composizione anagrafica del board e dinamica del fatturato, l'analisi descrittiva è stata affiancata da un esercizio econometrico finalizzato a isolare l'effetto specifico della presenza di giovani nella governance aziendale. L'analisi descrittiva, infatti, consente di cogliere analogie e differenze aggregate e di intuire possibili correlazioni, ma non permette di stabilire se le differenze osservate siano effettivamente attribuibili alla struttura del board o, piuttosto, ad altre caratteristiche rilevabili, come il settore di attività, la dimensione aziendale o la dotazione di leve strategiche. L'approccio econometrico consente invece di quantificare l'effetto puro della governance giovane, controllando simultaneamente per un ampio insieme di fattori che possono influenzare la crescita.

L'orizzonte temporale considerato, dal 2019 al 2024, è particolarmente complesso: il periodo è stato attraversato da shock esogeni di natura eccezionale, come la pandemia di Covid-19, le tensioni geopolitiche legate alla guerra in Ucraina, gli aumenti dei prezzi delle materie prime energetiche e i conseguenti rincari dei costi operativi, elementi che hanno amplificato l'eterogeneità delle performance aziendali e reso più difficile isolare effetti strutturali da dinamiche congiunturali. In questo contesto così eterogeneo, un approccio econometrico consente di attribuire in modo più affidabile le differenze di crescita alla composizione del board, controllando per un insieme ampio di fattori potenzialmente rilevanti.

La variabile di interesse è la crescita del fatturato tra il 2019 e il 2024. In questa finestra temporale, tuttavia, la distribuzione delle variazioni è caratterizzata da code molto pesanti: alcune imprese hanno registrato incrementi eccezionali, altre contrazioni molto marcate. Questa forte asimmetria rende le stime sensibili ai valori estremi e può generare instabilità nei coefficienti. Per attenuare questo problema, adottiamo due strategie complementari: la trasformazione logaritmica della crescita del fatturato, che riduce l'influenza degli outlier e consente di interpretare i coefficienti in termini percentuali, e la correzione dei valori estremi della variabile dipendente tramite il metodo di Winsor¹⁶, utilizzata come verifica di robustezza, in cui le code della distribuzione vengono riportate a un percentile prefissato (decimo e novantesimo), senza eliminarle dal campione.

L'analisi è stata condotta in due passaggi. Nel primo, abbiamo stimato il modello sul campione completo, includendo tutte le imprese per le quali erano disponibili informazioni complete. La specificazione comprende: le variabili sulla composizione del board (presenza di almeno un under 40, board interamente composto da over 65, amministratore unico), gli indicatori economico-finanziari (patrimonio netto su totale attivo, margine operativo lordo su fatturato, liquidità su totale attivo), le leve strategiche (brevetti, marchi, certificazioni di qualità, certificazioni ambientali, investimenti in rinnovabili, investimenti diretti esteri in entrata e in uscita), le variabili strutturali (settore, classe dimensionale, coorte di età, area geografica).

Questa prima stima fornisce una fotografia complessiva degli effetti medi, ma può risentire della diversa distribuzione delle caratteristiche tra imprese con governance giovane e imprese senza giovani nel board. Per questo motivo, il passo successivo, e centrale dell'analisi, è la stima del modello sul campione bilanciato, ottenuto tramite tecniche di matching che rendono

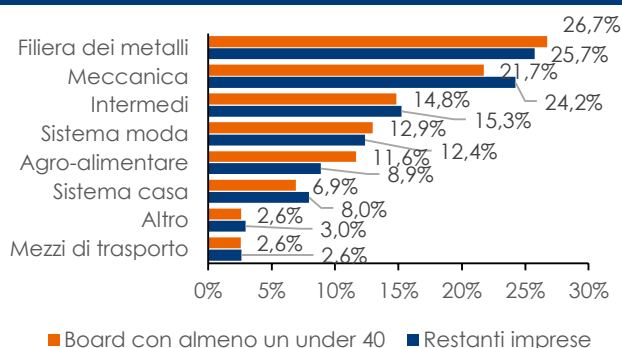
¹⁶ La correzione dei valori estremi tramite il metodo di Winsor consiste nel riportare le osservazioni più estreme a un valore soglia prefissato, senza eliminarle dal campione. Si differenzia dal troncamento (trimming) perché quest'ultimo elimina completamente le osservazioni oltre la soglia, alterando la numerosità e la composizione del campione. Il metodo di Winsor preserva invece l'informazione contenuta nei dati, riducendo l'influenza degli outlier e garantendo maggiore stabilità alle stime. Per una definizione metodologica si veda Reifman A. e Keyton K. (2010), in Salkind N. (a cura di). Per un approfondimento sui criteri di scelta dei cut-off per trimming e winsorization si veda Cheng K. e Young D. S. (2023).

confrontabili le imprese con e senza giovani nel board. È su questo campione che commenteremo i coefficienti principali, mentre le stime sul campione completo e su quello corretto con il metodo di Winsor verranno presentate per rafforzare la solidità dei risultati.

3.1 La costruzione del campione bilanciato: metodologia e qualità del matching

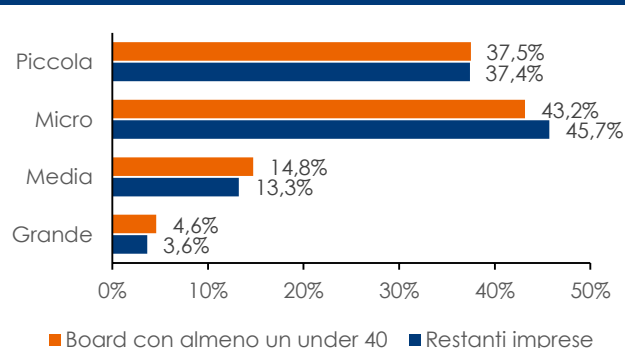
Per stimare l'effetto della governance giovane sulla crescita del fatturato è necessario confrontare imprese che siano tra loro realmente comparabili. Le imprese con almeno un under 40 nel board, infatti, non sono distribuite in modo casuale nel sistema produttivo: pur in assenza di uno sbilanciamento marcato, si osservano differenze sistematiche nella loro composizione. Come mostrano le distribuzioni riportate nelle Figure 5-8, le imprese con governance giovane risultano sovrarappresentate nell'agro-alimentare (11,6% vs. 8,9%), nel sistema moda (12,9% vs. 12,4%) e nella filiera dei metalli (26,7% vs. 25,7%), mentre sono meno presenti nella meccanica (21,7% vs. 24,2%) e nel sistema casa (6,9% vs. 8%). Sono inoltre più diffuse tra le start-up (43,6% vs. 26,2%) e leggermente più presenti nel Mezzogiorno, pur con una distribuzione relativamente omogenea tra le macro-aree. Infine, risultano relativamente più numerose tra le imprese medie e grandi.

Fig. 5 – Imprese con almeno un under 40 nel board: distribuzione per settore (% sul totale)



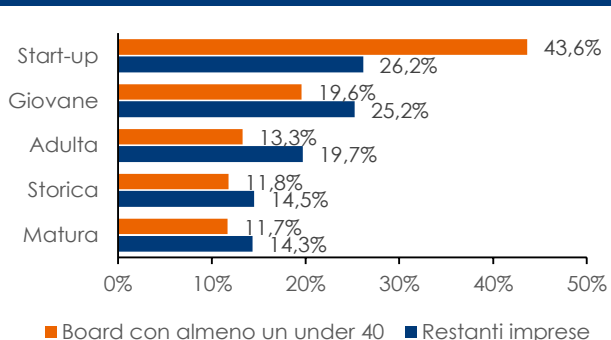
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISID.

Fig. 6 – Imprese con almeno un under 40 nel board: distribuzione per classe dimensionale (% sul totale)



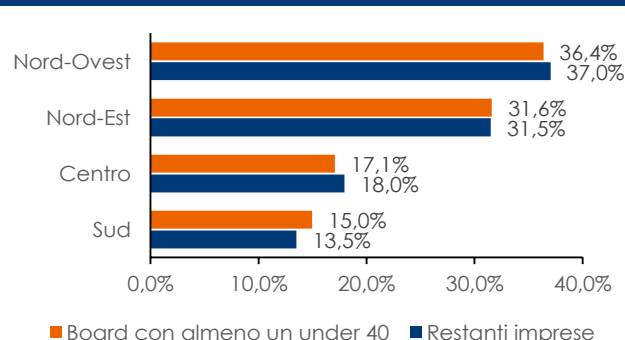
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISID.

Fig. 7 – Imprese con almeno un under 40 nel board: distribuzione per coorte d'età (% sul totale)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISID

Fig. 8 – Imprese con almeno un under 40 nel board: distribuzione per macro-ripartizione geografica (% sul totale)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISID

Queste differenze strutturali, se non correttamente gestite, rischiano di generare distorsioni nei risultati econometrici. Il coefficiente associato alla governance giovane potrebbe, infatti, riflettere anche l'effetto di settore, dimensione, età o localizzazione geografica, e non soltanto

l'impatto della composizione del board. Per questo motivo, la costruzione di un campione bilanciato tramite Propensity Score Matching rappresenta un passaggio metodologico importante, perché consente di confrontare imprese simili sotto tutti gli aspetti rilevanti, differenziate solo per la presenza o meno di giovani nel board. È su questo campione che si fondano le stime presentate nel paragrafo successivo.

Il campione bilanciato è stato costruito abbinando a ciascuna impresa trattata (con almeno un under 40 nel board) un'impresa di controllo con caratteristiche simili, ma senza giovani nel board. Il propensity score¹⁷ è stato stimato attraverso un modello probit in cui la variabile dipendente è la presenza di almeno un under 40 nel board nel 2019. Nel modello sono stati inclusi tutti i principali fattori di eterogeneità strutturale del campione, così da garantire che l'abbinamento avvenga tra imprese effettivamente comparabili: classe dimensionale (micro, piccola, media, grande), coorte di età (storica, matura, adulta, giovane, start-up), area geografica (Nord-Ovest, Nord-Est, Centro, Mezzogiorno), aggregato settoriale (filiera dei metalli, meccanica, sistema casa, agro-alimentare, sistema moda, beni intermedi, mezzi di trasporto, altro).

Una volta stimato il propensity score, abbiamo applicato un algoritmo di nearest-neighbor matching con caliper pari a 0,05¹⁸, che limita l'abbinamento a imprese con punteggi molto simili. In aggiunta, è stato imposto un vincolo di matching settoriale esatto, che richiede che ogni impresa trattata sia abbinata a un controllo appartenente allo stesso settore. Il risultato è un campione bilanciato composto da tutte le imprese trattate per le quali è stato possibile individuare un controllo adeguato e dai rispettivi controlli.

Per verificare la qualità del bilanciamento abbiamo confrontato, per ciascuna covariata, le Standardized Mean Differences tra imprese trattate e di controllo prima del matching (sul campione completo) e dopo il matching (sul campione bilanciato). Il bilanciamento è stato verificato per tutte le variabili strutturali: settore, dimensione, età dell'impresa e area geografica. Questo passaggio è cruciale perché garantisce che le differenze di crescita osservate tra i due gruppi non siano attribuibili a caratteristiche pre-esistenti, ma alla diversa composizione del board.

Dopo l'applicazione del Propensity Score Matching, la quasi totalità delle covariate rientra nella soglia di tolleranza comunemente accettata in letteratura (SMD in valore assoluto minore di 0,20)¹⁹, segnalando un bilanciamento soddisfacente tra i due gruppi. Il miglioramento è particolarmente evidente per le variabili che, nel campione completo, rappresentavano le principali fonti di potenziale confondimento. La categoria start-up, ad esempio, passa da un valore pre-matching molto elevato (0,412) a un valore post-matching ampiamente entro la soglia (-0,061). Un miglioramento analogo si osserva per la coorte adulta, che da -0,218 scende a -0,038. Questi aggiustamenti indicano che il matching ha correttamente allineato la

¹⁷ Il propensity score è la probabilità stimata che un'impresa appartenga al gruppo di trattamento (almeno un under 40 nel board), calcolata sulla base delle caratteristiche osservate.

¹⁸ Il caliper definisce una soglia massima di distanza ammissibile tra i punteggi di propensity score di una coppia (trattato e controllo). Impostare un caliper a 0,05 significa che un controllo viene abbinato a un distrettuale solo se la differenza fra i loro score non supera 0,05. Questo vincolo riduce il rischio di accoppiare unità troppo dissimili, aumentando la qualità del bilanciamento tra i gruppi. Austin P. C. (2011) suggerisce come regola generale un caliper pari a 0,20 volte la deviazione standard del propensity score; applicando tale criterio al nostro campione si otterrebbe un valore pari a 0,0160, leggermente inferiore alla soglia di 0,05 da noi utilizzata. Il buon bilanciamento ottenuto dopo il matching conferma comunque l'adeguatezza della scelta e la sua coerenza con le raccomandazioni metodologiche.

¹⁹ Austin (2009) evidenzia che, nel contesto del propensity score matching, valori assoluti di SMD inferiori a 0,10 indicano un ottimo bilanciamento delle covariate, riducendo in modo soddisfacente il bias da variabili osservabili. La letteratura successiva (Stuart, 2010) conferma l'uso di queste soglie come criteri pratici per valutare l'efficacia del bilanciamento tra gruppi.

distribuzione delle età d'impresa, una delle dimensioni più critiche per la comparabilità tra i gruppi.

Le variabili dimensionali e settoriali risultano tutte bilanciate, con valori post-matching molto vicini allo zero. La quasi totalità delle covariate rientra dunque nella soglia di tolleranza, con due sole eccezioni: la categoria storica, che resta a 0,367, e la variabile geografica Nord-Est, che raggiunge un valore post-matching lievemente superiore alla soglia di tolleranza (0,207). Questi squilibri residui suggeriscono una cautela interpretativa, ma la loro incidenza appare limitata, anche perché entrambe le variabili fungono da categorie di riferimento e non compaiono direttamente tra i regressori del modello²⁰.

Nel complesso, il matching riduce in modo sostanziale le differenze pre-esistenti tra i due gruppi, con 19 covariate su 21 che rientrano nella soglia di bilanciamento e con una marcata diminuzione delle SMD rispetto al campione completo. Il profilo strutturale delle imprese trattate e di controllo risulta quindi ampiamente sovrapponibile, confermando che il campione bilanciato è adeguato a stimare l'effetto della governance giovane sulla crescita e riducendo in modo significativo il rischio di distorsione delle stime dovuto a differenze strutturali tra i due gruppi.

Una volta costruito il campione bilanciato e verificata la qualità del matching, abbiamo stimato un modello OLS in cui la variabile dipendente è la crescita del fatturato (espressa in logaritmi) tra il 2019 e il 2024. Nel paragrafo successivo commenteremo i coefficienti stimati sul campione bilanciato e su quello bilanciato a livello distrettuale, così da cogliere eventuali specificità delle filiere locali.

3.2 L'effetto della governance giovane sulla crescita: risultati del modello

A seguire presentiamo i risultati del modello OLS sul campione bilanciato. Il bilanciamento riduce la numerosità da circa 67.800 a circa 31.800 osservazioni, migliorando la comparabilità tra imprese con e senza governance giovane e rafforzando la qualità predittiva del modello. Le statistiche complessive confermano una buona tenuta della specificazione.

Il cuore del modello riguarda la governance: la presenza di almeno un under 40 nel board è associata a una crescita del fatturato significativamente più elevata (+0,074; livello di significatività 1%)²¹, mentre le imprese con tutti amministratori over 65 mostrano una variazione negativa (-0,071; 1%)²². Nel complesso, emerge una relazione chiara tra composizione anagrafica del board e performance di crescita, con risultati coerenti nelle diverse specificazioni (Tab. 3).

²⁰ Le categorie di riferimento Nord-Est e storica non compaiono direttamente nel modello, poiché rappresentano il livello base delle rispettive variabili (zona geografica e coorte di età). Per questo motivo, uno sbilanciamento residuo su tali categorie ha un impatto diretto più contenuto sulle stime dei coefficienti. Rimane comunque possibile che differenze non osservate associate a queste categorie influenzino indirettamente la comparabilità tra i gruppi, motivo per cui è opportuno mantenere una certa cautela interpretativa.

²¹ I coefficienti delle variabili dummy rappresentano differenze percentuali di crescita rispetto alla categoria di riferimento. Ad esempio, il coefficiente di "Board con almeno un under 40" pari a 0,074 indica che le imprese con almeno un under 40 nel board hanno registrato una crescita del fatturato superiore di circa 7,4% rispetto alle imprese senza giovani, a parità di condizioni.

²² I coefficienti delle variabili Board con almeno un under 40 e Board tutto over 65 nella specificazione stimata sull'intero campione risultano pari rispettivamente a +0,070 ($p < 0,01$) e -0,056 ($p < 0,01$). Tutti gli altri coefficienti, relativi a variabili strutturali, leve strategiche e indicatori di bilancio, mantengono segno e significatività coerenti con il modello bilanciato tramite PSM. Ciò suggerisce che, per la governance giovane, il rischio di confondimento residuo sia contenuto e limitato principalmente ad alcuni valori delle variabili dummy, in particolare le classi dimensionali e, in misura minore, i settori.

Le variabili strutturali confermano quanto emerso nell'analisi descrittiva: micro, piccole e medie imprese crescono meno delle grandi, mentre le imprese più giovani e le start-up mostrano una maggiore capacità di espansione. Anche la geografia conta: alcune zone presentano differenziali positivi, come il Mezzogiorno, dove la forte presenza del comparto agro-alimentare contribuisce a sostenere le traiettorie di crescita.

Un risultato particolarmente robusto riguarda le leve strategiche: marchi, brevetti, certificazioni di qualità, certificazioni ambientali e investimenti diretti esteri in entrata e in uscita sono tutti associati a una crescita più elevata. L'evidenza suggerisce che le imprese che investono in asset immateriali, comunicazione, sostenibilità e innovazione riescono a cogliere più rapidamente le opportunità di espansione.

Infine, i principali coefficienti delle variabili economico-finanziarie del 2019 (margine operativo, patrimonio netto, liquidità) risultano negativi o non significativi. Per le variabili continue, i coefficienti esprimono l'effetto associato a una variazione unitaria della covariata, e, di conseguenza, l'impatto effettivo sulla crescita risulta generalmente contenuto. Ad esempio, il coefficiente del Margine operativo lordo su fatturato pari a -0,035 implica che un aumento di 0,10 punti (10 punti percentuali) del margine operativo si associa a una riduzione della crescita di circa -0,35 punti percentuali, un effetto economicamente molto limitato.

Nel complesso, il modello evidenzia un quadro coerente: la governance giovane e l'attivazione di leve strategiche rappresentano i principali fattori associati a una maggiore crescita del fatturato.

Passando alle imprese distrettuali, emergono evidenze sostanzialmente analoghe²³: l'effetto della governance giovane resta positivo e significativo (0,064; 1%), mentre quello delle governance più anziane mantiene segno negativo (-0,092; 1%). Le leve strategiche continuano a mostrare un'associazione positiva con la crescita, sebbene con intensità talvolta leggermente diversa rispetto al campione complessivo. In sintesi, i risultati distrettuali confermano la robustezza delle evidenze emerse sul campione generale: la presenza di giovani nel board e l'attivazione di leve strategiche rappresentano elementi chiave che favoriscono la crescita anche all'interno dei sistemi produttivi locali.

²³ L'utilizzo del campione bilanciato distrettuale riduce la numerosità a circa 7.000 osservazioni. Tale riduzione è fisiologica, poiché il bilanciamento seleziona solo le imprese distrettuali per le quali esiste un controllo adeguato. Dal punto di vista econometrico, un campione più contenuto può comportare una minore precisione delle stime (errori standard leggermente più elevati), ma non compromette la validità del modello: la significatività dei coefficienti principali e la coerenza dei segni rispetto al campione complessivo confermano, infatti, la robustezza delle evidenze già ottenute con la prima stima.

Tab. 3 - Determinanti della crescita del fatturato 2019–24: stime OLS con errori standard robusti

	Campione bilanciato	Campione bilanciato distrettuale
Log (fatturato 2019)	-0,312***	-0,278***
Board con almeno un under 40 ²⁴	0,074***	0,064***
Board tutto over 65	-0,071***	-0,092***
Board con amministratore unico	0,028***	0,032**
Marchi	0,105***	0,108***
Brevetti	0,054***	0,068***
Qualità	0,014***	0,113***
Rinnovabili	0,053***	0,039**
Ambiente	0,127***	0,164***
Investimenti diretti esteri in entrata	0,069***	0,100***
Investimenti diretti esteri in uscita	0,062***	0,047*
Margine operativo lordo su fatturato	-0,035***	-0,125*
Patrimonio netto su totale attivo	-0,030	-0,035
Disponibilità liquide su totale attivo	-0,068***	-0,035
Effetti fissi dimensionali	Inclusi e significativi	Inclusi e significativi
Effetti fissi settoriali	Inclusi e significativi	Inclusi e significativi
Effetti fissi per zona geografica	Inclusi e significativi	Inclusi e significativi
Effetti fissi per coorte di età	Inclusi e significativi	Inclusi e significativi
Media della variabile dipendente	0,284	0,215
R-quadro corretto	0,189	0,157
F-test	F(31, 28318) = 99,9 (p<0,01)	F(31, 7054) = 24,7 (p<0,01)

Nota: i simboli di significatività sono *** per il livello dell'1%, ** per il 5% e * per il 10%. I coefficienti riportati derivano da una regressione OLS con errori standard robusti rispetto all'eteroschedasticità. I coefficienti rappresentano l'associazione lineare tra ciascun regressore e la crescita del fatturato nel periodo 2019–2024, mantenendo costanti le altre variabili incluse nel modello. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISID

3.3 Giovani nei board e adozione di leve strategiche

In questa sezione analizziamo se la presenza di giovani nel board sia associata all'adozione di leve strategiche nelle imprese distrettuali, utilizzando il campione bilanciato distrettuale. La variabile dipendente è una dummy che assume valore 1 quando l'impresa attiva almeno una leva interna tra marchi, brevetti, certificazioni di qualità, certificazioni ambientali, investimenti in energie rinnovabili. Il modello probit è stimato controllando per dimensione, età dell'impresa, settore, area geografica e i principali indicatori economico-finanziari.

Un caveat metodologico è necessario. La presenza di almeno un under 40 nel board è rilevata nel 2019, mentre l'informazione sulle leve strategiche fotografa la situazione al 2022: ciò implica che, per alcune leve (in particolare quelle legate alle energie rinnovabili), l'attivazione potrebbe essere precedente alla composizione del board osservata. Di conseguenza, pur in presenza di un impianto econometrico solido, i risultati vanno interpretati con cautela, come evidenza di una relazione statisticamente robusta ma non necessariamente di un nesso temporale univoco.

I risultati mostrano un effetto positivo e statisticamente significativo della presenza di almeno un under 40 nel board (effetto marginale pari a 0,043 con livello di significatività 1%). Le imprese distrettuali con governance giovane hanno quindi una probabilità più elevata di adottare leve strategiche, confermando che la componente giovanile si associa più frequentemente a investimenti in qualità, sostenibilità e proprietà intellettuale. L'effetto è contenuto ma robusto, e suggerisce che la presenza di giovani amministratori si inserisce in contesti dove le leve strategiche risultano più diffuse. Anche la presenza di soli over 65 nel board mostra un coefficiente positivo, seppur non significativo, mentre l'amministratore unico è associato a una minore probabilità di adottare leve strategiche (Tab. 4).

²⁴ Il coefficiente "winsorizzato" risulta pari a 0,051 (p<0,01) nel campione bilanciato e a 0,040 (p<0,01) nel corrispondente campione distrettuale.

Le variabili strutturali confermano un quadro coerente: le imprese micro e piccole mostrano probabilità significativamente inferiori rispetto alle grandi, mentre alcuni settori, in particolare agro-alimentare, meccanica, beni intermedi e mezzi di trasporto, presentano una propensione più elevata all'adozione di leve strategiche. Anche l'età dell'impresa gioca un ruolo: le imprese adulte mostrano una maggiore probabilità di attivare leve interne, mentre le start-up risultano meno inclini, verosimilmente per via di risorse più limitate e di una operatività ancora in fase di consolidamento.

Le variabili di bilancio offrono indicazioni interessanti. Il coefficiente del margine operativo lordo non è statisticamente significativo, mentre un patrimonio netto più elevato è fortemente associato all'adozione di leve strategiche (0,279; 1%), segnalando che le imprese più patrimonializzate dispongono di una base finanziaria più solida che facilita gli investimenti in attività immateriali, tipicamente caratterizzati da ritorni differiti nel tempo e alto rischio. Infine, una maggiore incidenza di liquidità sul totale attivo si associa negativamente alla probabilità di adottare leve tradizionali (-0,215; 1%), un risultato coerente con l'idea che livelli elevati di liquidità possano riflettere anche un atteggiamento prudentiale sul fronte degli investimenti in asset immateriali.

Il confronto con il campione bilanciato complessivo conferma la solidità delle evidenze distrettuali. Anche nel campione totale la presenza di almeno un under 40 nel board è associata a una maggiore probabilità di adottare leve tradizionali, con un ordine di grandezza molto simile a quello osservato nei distretti (effetto marginale 0,040; 1%). Analogamente, l'amministratore unico riduce la probabilità di attivare leve interne, mentre la patrimonializzazione si conferma un fattore decisivo (0,264; 1%).

Per verificare la robustezza dei risultati, abbiamo stimato anche un modello di Heckman a due stadi²⁵, che consente di correggere l'eventuale selezione non osservabile sulla probabilità di avere un under 40 nel board. Nel primo stadio viene stimato un probit di selezione e ricavato l'Inverse Mills Ratio, che cattura l'effetto di fattori non osservati, come cultura organizzativa, propensione all'innovazione, qualità del management o reti relazionali, potenzialmente correlati sia alla composizione del board sia alle scelte strategiche. Nel secondo stadio, l'Inverse Mills Ratio viene incluso nel probit sulle leve strategiche. Il coefficiente del Mills risulta significativo, indicando che la selezione non è completamente casuale; tuttavia, la correzione non altera il quadro complessivo. L'effetto della governance giovane si attenua e perde lievemente di significatività, ma mantiene lo stesso segno (+0,007; $p < 0,10$), mentre le principali variabili strutturali e di bilancio conservano direzione e ordine di grandezza. Questo suggerisce che il modello probit semplice è ben specificato e che eventuali meccanismi di selezione non osservabile non sono sufficienti a spiegare integralmente l'associazione osservata.

Nel complesso, l'evidenza distrettuale e quella del campione totale convergono: la presenza di giovani nel board si associa a una maggiore propensione delle imprese ad attivare leve strategiche, mentre la loro adozione rimane fortemente influenzata anche da dimensione, settore e solidità patrimoniale. La governance giovane appare quindi coerente con percorsi di

²⁵ Il modello di Heckman a due stadi consente di correggere l'eventuale distorsione dovuta alla selezione non casuale nel gruppo delle imprese con governance giovane. Nel primo stadio si stima un probit che modella la probabilità di avere almeno un under 40 nel board; da questa equazione si ricava l'Inverse Mills Ratio, calcolato come rapporto tra la densità e la distribuzione cumulata della normale standard valutate nel predittore lineare del modello di selezione. L'Inverse Mills Ratio viene poi inserito nel probit di outcome (adozione delle leve strategiche), consentendo di controllare per la correlazione tra gli errori delle due equazioni. Un coefficiente significativo del Mills indica che la selezione non è del tutto casuale e che la correzione migliora la robustezza delle stime.

innovazione, qualità e sostenibilità che caratterizzano i sistemi produttivi locali e, più in generale, il tessuto manifatturiero italiano.

Tab. 4 – Effetti marginali dei fattori che influenzano la probabilità di adottare leve strategiche: stime probit

	Campione bilanciato	Campione bilanciato distrettuale
Board con almeno un under 40	0,040***	0,043***
Board tutto over 65	0,039***	0,041
Board con amministratore unico	-0,044***	-0,051***
Margine operativo lordo su fatturato	-0,001	-0,027
Patrimonio netto su totale attivo	0,264***	0,279***
Disponibilità liquide su totale attivo	-0,217***	-0,215***
Effetti fissi dimensionali	Inclusi e significativi	Inclusi e significativi
Effetti fissi settoriali	Inclusi e significativi	Inclusi e significativi
Effetti fissi per zona geografica	Inclusi e significativi	Inclusi e significativi
Effetti fissi per coorte di età	Inclusi e significativi	Inclusi e significativi
Media della variabile dipendente	0,375	0,363
Casi previsti correttamente	73,3%	74,6%
Chi-quadro	Chi-quadro(23) = 6343,4 (p<0,01)	Chi-quadro(23) = 1894,3 (p<0,01)

Nota: i simboli di significatività sono *** per il livello dell'1%, ** per il 5% e * per il 10%. La tabella riporta l'effetto marginale medio di ciascuna covariata sulla probabilità di adottare la leva strategica considerata. Si tratta della media degli effetti marginali calcolati per tutte le imprese del campione, ciascuna valutata al proprio livello iniziale delle variabili indipendenti.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISID

Conclusioni

Il tema del passaggio generazionale ha un'importanza strategica per la conservazione e il futuro del patrimonio industriale italiano. Una sfida così complessa, se non affrontata con efficacia e nei tempi dovuti, può mettere a rischio intere filiere produttive composte da innumerevoli PMI familiari e compromettere la vocazione industriale del nostro Paese. Tale obiettivo diventa ancor più importante alla luce delle discontinuità legate alla trasformazione digitale e alla transizione energetica, che richiedono flessibilità e multidisciplinarietà proprie delle nuove generazioni.

La letteratura converge su alcuni filoni principali. Il passaggio generazionale è un processo graduale, non un evento, e richiede pianificazione, affiancamento e legittimazione progressiva. La qualità della governance è decisiva per ridurre conflitti, chiarire ruoli, preservare la continuità e rendere effettivo il contributo della generazione entrante. Secondo la Upper Echelons Theory, le caratteristiche dei decisori possono influenzare interpretazioni, scelte strategiche e risultati aziendali. La diversità anagrafica del board può ampliare le basi cognitive del processo decisionale, ma i suoi effetti dipendono dalla capacità di integrare competenze nuove ed esperienza consolidata. Nel caso italiano, il tema assume particolare rilievo nelle PMI familiari, dove la sovrapposizione tra proprietà, famiglia e management rende essenziale bilanciare continuità, professionalizzazione, apertura manageriale e criteri meritocratici.

Nonostante l'ampia letteratura, restano relativamente limitati gli studi quantitativi che utilizzano informazioni osservabili sulla composizione anagrafica dei board. Il presente lavoro si inserisce in questo spazio di ricerca per analizzare il rapporto tra coinvolgimento della generazione più giovane, adozione di leve strategiche e performance economiche. La presenza di almeno un under 40 nel board non viene assunta come misura esaustiva del passaggio generazionale, ma come proxy osservabile dell'apertura della governance alla generazione più giovane e come indicatore di contesti aziendali che mostrano una maggiore attenzione a innovazione, sostenibilità, internazionalizzazione e crescita. La necessità di rinnovamento risulta particolarmente urgente quando l'intero board è composto da ultrasessantacinquenni, condizione che può accentuare rigidità decisionali e rallentare l'evoluzione dell'impresa.

L'analisi mostra che la presenza di giovani nei board si associa a percorsi di crescita più dinamici e a una maggiore propensione a investire in qualità, sostenibilità e asset immateriali. Questo risultato emerge in modo coerente sia nell'analisi qualitativa sia in quella econometrica, e si conferma anche nel perimetro distrettuale, suggerendo che il contributo della governance giovane ha un valore trasversale rispetto ai territori, ai settori e alle dimensioni aziendali. Il quadro che emerge è quello di un sistema produttivo in cui il passaggio generazionale rappresenta non solo un tema di continuità aziendale, ma si collega a modelli organizzativi più capaci di adattarsi a contesti incerti, di cogliere opportunità di sviluppo e di orientare le proprie strategie verso leve immateriali che determinano, sempre più, la posizione competitiva sui mercati.

Accanto a questo, l'analisi conferma il ruolo strutturale di dimensione, settore e solidità patrimoniale: la governance giovane si ritrova più frequentemente in imprese che adottano strategie evolute, ma tali strategie richiedono basi economico-finanziarie adeguate e un contesto produttivo che ne sostenga l'adozione. La combinazione tra rinnovamento generazionale e investimenti immateriali appare quindi come una leva particolarmente efficace per rafforzare la resilienza e la capacità di crescita delle imprese.

Nel complesso, l'analisi restituisce un messaggio chiaro: la governance giovane rappresenta un elemento che si ritrova con maggiore frequenza nelle imprese che mostrano percorsi di crescita più dinamici e maggiore attenzione alle leve strategiche, sebbene la loro adozione rimanga soprattutto influenzata da dimensione, settore e solidità patrimoniale. Le imprese che investono in qualità, sostenibilità e proprietà intellettuale mostrano una maggiore capacità di cogliere opportunità di sviluppo, confermando il ruolo centrale degli asset immateriali nei percorsi di competitività del sistema produttivo italiano.

Metodologia econometrica: matching e regressione per stimare l'effetto della governance giovane

Per analizzare in modo rigoroso il ruolo della governance giovane nelle imprese manifatturiere italiane, l'analisi econometrica combina il bilanciamento del campione con modelli statistici capaci di isolare l'effetto specifico della presenza di almeno un under 40 nel board.

Il primo passaggio riguarda la costruzione di un campione di imprese comparabili, così da evitare che le differenze osservate riflettano caratteristiche strutturali preesistenti (dimensione, settore, età dell'impresa, area geografica). A questo scopo è stato utilizzato il Propensity Score Matching, stimando per ciascuna impresa la probabilità di avere almeno un under 40 nel board:

$$p_i = \Pr(\text{UNDER40}_i = 1 \mid Z_i) = \Phi(\gamma_0 + Z_i \gamma)$$

dove Z_i raccoglie le principali caratteristiche strutturali e Φ è la funzione di ripartizione della normale standard.

Sulla base di questo score, ogni impresa con governance giovane è stata abbinata alla controparte non giovane più simile tramite nearest-neighbor matching con caliper di 0,05 e corrispondenza settoriale esatta. Il risultato è un campione bilanciato, in cui le differenze medie standardizzate tra imprese trattate e di controllo risultano fortemente ridotte rispetto al campione complessivo.

Sul campione bilanciato è stato stimato un modello di regressione lineare con errori standard robusti, volto a misurare l'associazione tra governance giovane e crescita del fatturato (in logaritmi):

$$\Delta \log(\text{Fatturato}_i) = \alpha + \beta \text{UNDER40}_i + X_i \delta + \varepsilon_i$$

dove X_i include altre variabili di governance, caratteristiche strutturali e indicatori di bilancio.

Il coefficiente β rappresenta la differenza media di crescita tra imprese con e senza governance giovane, a parità di condizioni.

Per valutare se la governance giovane influenzi anche l'adozione di leve strategiche interne è stato stimato un modello probit di selezione:

$$\Pr(Y_i = 1 \mid X_i) = \Phi(\alpha + X_i \beta)$$

dove Y_i indica l'adozione della leva strategica considerata e X_i include caratteristiche strutturali e indicatori di bilancio.

Gli effetti marginali medi sono stati calcolati tramite un probit di outcome:

$$\partial \Pr(Y_i = 1) / \partial X_{ik} = \phi(\alpha + X_i \beta) \beta_k$$

dove ϕ è la densità della normale standard e X_i include variabili di governance, caratteristiche strutturali e indicatori di bilancio. Gli effetti marginali riportati nella Tabella 4 derivano da questa formulazione.

Per verificare che i risultati non siano influenzati da fattori non osservabili è stato stimato anche un modello di Heckman a due stadi. Nel primo stadio è stata stimata la probabilità di avere un under 40 nel board:

$$\Pr(\text{UNDER40}_i = 1) = \Phi(Z_i \gamma)$$

dove γ include le variabili strutturali e di bilancio.

Da questa equazione si ricava l'Inverse Mills Ratio:

$$\lambda_i = \phi(Z_i \gamma) / \Phi(Z_i \gamma)$$

che sintetizza l'effetto della selezione non osservabile.

Nel secondo stadio, l'Inverse Mills Ratio viene inserito nel modello sulle scelte strategiche:

$$\Pr(Y_i = 1) = \Phi(\alpha + X_i \beta + \rho \lambda_i)$$

dove ρ misura l'intensità della selezione latente.

Bibliografia

Abadie A. e Imbens G. W. (2006), Large sample properties of matching estimators for average treatment effects, *Econometrica*, 74, 235–267. DOI: 10.1111/j.1468-0262.2006.00655.x.

Abadie A. e Imbens G. W. (2009), Bias-corrected matching estimators for average treatment effects, *Journal of Educational and Behavioral Statistics*, 34(4), 502–528. DOI: 10.1198/jbes.2009.07333.

Austin P. C. (2007), The performance of different propensity score methods for estimating marginal odds ratios, *Statistics in Medicine*, 26(16), 3078–3094. DOI: 10.1002/sim.2837.

Austin P. C. (2009), Balance Diagnostics for Comparing the Distribution of Baseline Covariates Between Treatment Groups in Propensity-Score Matched Samples, *Statistics in Medicine*, 28(25), 3083–3107. DOI: 10.1002/sim.3697.

Austin P. C. (2011), An Introduction to Propensity Score Methods for Reducing the Effects of Confounding in Observational Studies, *Multivariate Behavioral Research*, 10.1111/j.1540-6261.1968.tb0084346(3), 399–424. DOI: 10.1080/00273171.2011.568786.

Austin P. C. (2011), Optimal caliper widths for propensity-score matching when estimating differences in means and differences in proportions in observational studies, *Pharmaceutical Statistics*, 10(2), 150–161. DOI: 10.1002/pst.433.

Austin P. C. (2013), A Comparison of 12 Algorithms for Matching on the Propensity Score, *Statistics in Medicine*, 32(19), 3437–3449, DOI: 10.1002/sim.6004.

Alberti F.G. (2013), Il passaggio generazionale nelle imprese artigiane familiari: profili gestionali e strategici, *Quaderni di ricerca sull'artigianato*, il Mulino.

Amore M.D., Minichilli A. e Corbetta G. (2011), How Do Managerial Successions Shape Corporate Financial Policies in Family Firms?, *Journal of Corporate Finance*, 17(4), pp. 1016–1027.

Calabrò A., Minichilli A., Amore M.D. e Brogi M. (2018), The Courage to Choose! Primogeniture and Leadership Succession in Family Firms, *Strategic Management Journal*, 39(7), pp. 2014–2035.

Carpenter M.A., Geletkanycz M.A. e Sanders W.G. (2004), Upper Echelons Research Revisited: Antecedents, Elements, and Consequences of Top Management Team Composition, *Journal of Management*, 30(6), pp. 749–778.

Carter D.A., Simkins B.J. e Simpson W.G. (2003), Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value, *The Financial Review*, 38(1), pp. 33–53.

Cheng K. e Young D. S. (2023), An Approach for Specifying Trimming and Winsorization Cutoffs, *Journal of Agricultural, Biological and Environmental Statistics*, Vol. 28, 299–323. DOI: 10.1007/s13253-023-00527-4.

Chirico F. e Nordqvist M. (2010), Dynamic Capabilities and Trans-generational Value Creation in Family Firms: The Role of Organizational Culture, *International Small Business Journal*, 28(5), pp. 487–504.

Chrisman J.J., Chua J.H., De Massis A., Frattini F. e Wright M. (2015), The Ability and Willingness Paradox in Family Firm Innovation, *Journal of Product Innovation Management*, 32(3), pp. 310–318.

Corbetta G. (2010), *Le aziende familiari. Strategie per il lungo periodo*, Milano, Egea.

Corsico F. (2020), *Il family business. Manuale di gestione delle imprese familiari*, Roma, Luiss University Press.

Cottrell A. e Lucchetti R. (2026), *Gretl User's Guide*, Wake Forest University e Università Politecnica delle Marche.

De Massis A., Chua J.H. e Chrisman J.J. (2008), Factors Preventing Intra-Family Succession, *Family Business Review*, 21(2), pp. 183-199.

De Massis A., Frattini F. e Lichtenthaler U. (2013), Research on Technological Innovation in Family Firms: Present Debates and Future Directions, *Family Business Review*, 26(1), pp. 10-31.

De Massis A., Kotlar J., Frattini F., Petruzzelli A.M. e Wright M. (2016), Innovation Through Tradition: Lessons From Innovative Family Businesses and Directions for Future Research, *Academy of Management Perspectives*, 30(1), pp. 93-116.

Dehejia R. H. e Wahba S. (1999), Causal effects in nonexperimental studies: Re-evaluating the evaluation of training programs, *Journal of the American Statistical Association*, 94(448), 1053–1062. DOI: 10.2307/2669919.

Dehejia R. H. e Wahba S. (2002), Propensity score-matching methods for nonexperimental causal studies, *Review of Economics and Statistics*, 84(1), 151–161. DOI: 10.1162/003465302317331982.

Dell'Atti A. (2007), *Il passaggio generazionale nelle imprese familiari*, Bari, Cacucci Editore.

Erhardt N.L., Werbel J.D. e Shrader C.B. (2003), Board of Director Diversity and Firm Financial Performance, *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), pp. 102-111.

Gardiner E. (2022), What's Age Got to Do with It? The Effect of Board Member Age Diversity: A Systematic Review, *Management Review Quarterly*, Springer.

Hambrick D.C. (2007), Upper Echelons Theory: An Update, *Academy of Management Review*, 32(2), pp. 334-343.

Hambrick D.C. e Mason P.A. (1984), Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers, *Academy of Management Review*, 9(2), pp. 193-206.

Handler W.C. (1994), Succession in Family Business: A Review of the Research, *Family Business Review*, 7(2), pp. 133-157.

He Z., Miletkov M.K. e Staneva V. (2020), New Kids on the Block: The Effect of Generation X Directors on Corporate Performance, University of New Hampshire/Peter T. Paul College of Business and Economics, working paper.

Heckman J. J. (1979), Sample Selection Bias as a Specification Error, *Econometrica*, 47(1), 153-161. DOI: 10.2307/1912352.

Heckman J. J., Ichimura H. e Todd P. (1997), Matching as an Econometric Evaluation Estimator, *Review of Economic Studies*, 64(4), 605–654. DOI: 10.2307/2971733.

Hernández-Perlines F., Araya-Castillo L., Millán-Toledo C., Ibarra Cisneros M.A. (2023), Socioemotional wealth: A systematic literature review from a family business perspective, *European Research on Management and Business Economics*, 29 (2).

Imbens G. W. e Rubin D. (2015), *Causal Inference for Statistics, Social, and Biomedical Sciences*, Cambridge University Press. DOI: 10.1017/CBO9781139025751.

Johnston J. (2016), *Econometrica*, Franco Angeli, Milano, ISBN 978-8820478209.

Katsiampa P., McGuinness P.B. e Zhang H. (2024), The Role of Board Age Diversity in the Performance of Publicly Listed Fintech Entities, *The European Journal of Finance*, 30(11), pp. 1295-1326.

Kellermanns F.W., Eddleston K.A., Sarathy R. e Murphy F. (2010), Innovativeness in Family Firms: A Family Influence Perspective, *Small Business Economics*, 38, pp. 85-101.

Le Breton-Miller I., Miller D. e Steier L.P. (2004), Toward an Integrative Model of Effective FOB Succession, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), pp. 305-328.

Lucchetti R. (2026), *Basic Econometrics*, Università Politecnica delle Marche.

Mahani A. S. e Sharabiani M. T. (2022), Combining matching and linear regression: Introducing a mathematical framework and software for simulations, diagnostics and calibration, <https://cran.r-project.org>.

Marino V. e Gallucci C. (2011), L'espansione internazionale e il passaggio generazionale. Il caso delle imprese storiche familiari campane, *Micro & Macro Marketing*, il Mulino.

Marques I.C.P., Leitão J., Ferreira J. e Cavalcanti A. (2023), The Socioemotional Wealth of Leaders in Family Firm Succession and Corporate Governance Processes: A Systematic Literature Review, *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 29(1), pp. 268-295.

Milliken F.J. e Martins L.L. (1996), Searching for Common Threads: Understanding the Multiple Effects of Diversity in Organizational Groups, *Academy of Management Review*, 21(2), pp. 402-433.

Minichilli A., Corbetta G. e MacMillan I.C. (2010), Top Management Teams in Family-Controlled Companies: "Familianness", "Faultlines", and Their Impact on Financial Performance, *Journal of Management Studies*, 47(2), pp. 205-222.

Montemerlo D. (2011), *Continuità generazionale e accordi familiari*, Milano, Egea.

Naldi L., Cennamo C., Corbetta G., Gomez-Mejia L. (2013), Preserving Socioemotional Wealth In Family Firms: Asset Or Liability? The Moderating Role Of Business Context, *Entrepreneurship Theory and practise*, 37(6).

Nave E., Ferreira J.J., Fernandes C.I., do Paço A., Alves H. e Raposo M. (2025), A Review of Succession Strategies in Family Business: Content Analysis and Future Research Directions, *Journal of Management & Organization*.

Osservatorio AUB – Bocconi-AIDAF (2020), *Governance familiare e passaggio generazionale. Guida per una governance strutturata*, Milano, Università Bocconi/AIDAF.

Post C. e Byron K. (2015), Women on Boards and Firm Financial Performance: A Meta-Analysis, *Academy of Management Journal*, 58(5), pp. 1546-1571.

Reif T., Bauer D., Junge S. e Hossnofsky V. (2025), An Update on Family Firm Succession: A Systematic Literature Review and Future Research Directions, *Journal of Family Business Strategy*.

Reifman A. e Keyton K. (2010), Winsorize, in Salkind N. (a cura di), *Encyclopedia of Research Design*, pp. 1636-1638, Sage, Thousand Oaks, DOI del capitolo: 10.4135/9781412961288.n502.

Rosenbaum P. R. e Rubin D. B. (1983), The central role of the propensity score in observational studies for causal effects, *Biometrika*, 70(1), 41–55. DOI: 10.1093/biomet/70.1.41.

Rosenbaum P. R. e Rubin D. B. (1984), Reducing bias in observational studies using subclassification on the propensity score, *Journal of the American Statistical Association*, 79(387), 516–524. DOI: 10.1080/01621459.1984.10478078.

Rosenbaum P. R. e Rubin D. B. (1985), The bias due to incomplete matching, *Biometrics*, 41(1), 103–116. DOI: 10.2307/2530647.

Rubin D. B. (2006), *Matched Sampling for Causal Inference*, Cambridge University Press, Cambridge, DOI:10.1017/CBO9780511810725.

Rubin D. B. (1973), The use of matched sampling and regression adjustment to remove bias in observational studies, *Biometrics*, 29(1), 185–203. DOI: 10.2307/2529685.

Sciascia S., Lazzarotti V., Urbinati A., Gjergji R., Afeltra G., Maggi B. e Brunelli S. (2022), Le PMI familiari nel new normal: armonia, governance e strategia, *Quaderni di ricerca sull'artigianato*, il Mulino.

Sharma P., Chrisman J.J. e Chua J.H. (2003), Succession Planning as Planned Behavior: Some Empirical Results, *Family Business Review*, 16(1), pp. 1-15.

Sharma P., Chrisman J.J., Pablo A.L. e Chua J.H. (2001), Determinants of Initial Satisfaction with the Succession Process in Family Firms: A Conceptual Model, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 25(3), pp. 17-36.

Stuart E. A. (2010), Matching Methods for Causal Inference: A Review and a Look Forward *Statistical Science*, 25(1), 1–21. DOI: 10.1214/09-STS313.

Umans I., Lybaert N., Steijvers T. e Voordeckers W. (2018), Succession Planning in Family Firms: Family Governance Practices, Board of Directors, and Emotions, *Small Business Economics*, 54, pp. 189-207.

Wooldridge J. M. (2010), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press, ISBN 0262232588.

Importanti comunicazioni

Gli economisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo SpA. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo SpA affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo SpA.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo SpA e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, ivi incluse le società del loro gruppo, nella produzione di documenti da parte degli economisti di Intesa Sanpaolo SpA sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Industry & Local Economies Research

Stefania Trenti (Responsabile)	stefania.trenti@intesasnpaolo.com
Ezio Guzzetti	ezio.guzzetti@intesasnpaolo.com

Industry Research

Ilaria Sangalli (Responsabile)	ilaria.sangalli@intesasnpaolo.com
Letizia Borgomeo	letizia.borgomeo@intesasnpaolo.com
Anita Corona	anita.corona@intesasnpaolo.com
Enza De Vita	enza.devita@intesasnpaolo.com
Luigi Marcadella (sede di Padova)	luigi.marcadella@intesasnpaolo.com
Enrica Spiga (sede di Torino)	enrica.spiga@intesasnpaolo.com
Anna Cristina Visconti	anna.visconti@intesasnpaolo.com

Regional Research

Giovanni Foresti (Responsabile)	giovanni.foresti@intesasnpaolo.com
Romina Galleri (sede di Torino)	romina.galleri@intesasnpaolo.com
Sara Giusti (sede di Firenze)	sara.giusti@intesasnpaolo.com
Anna Maria Moressa (sede di Padova)	anna.moressa@intesasnpaolo.com
Massimiliano Rossetti (sede di Ancona)	massimiliano.rossetti@intesasnpaolo.com
Carla Saruis	carla.saruis@intesasnpaolo.com
Rosa Maria Vitulano (sede di Roma)	rosa.vitulano@intesasnpaolo.com

Innovazione e alta tecnologia

Serena Fumagalli (Responsabile)	serena.fumagalli@intesasnpaolo.com
---------------------------------	--

Local Public Finance

Laura Campanini (Responsabile)	laura.campanini@intesasnpaolo.com
--------------------------------	--