

POLITECNICO DI TORINO

Collegio di Ingegneria Gestionale

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

Percorso finanza

Monografia di Laurea Magistrale

**Crescita delle imprese dopo la quotazione:
verifica empirica su un campione di
società quotate su AIM_Italia**



Relatore:
Prof.ssa Laura Rondi

Candidato:
Anna Maria Ferro

Aprile 2018

*Dedicato alla mia famiglia
e agli amici di sempre*

Indice

Indice delle figure	VI
Indice delle tabelle.....	IX
Abstract.....	XI
Introduzione.....	12
Nuovo approccio alla Borsa.....	12
Obiettivo della tesi e disegno di ricerca	13
Principali risultati	14
Struttura della tesi	15
1. Imperfezioni sul mercato dei capitali	16
1.1 Introduzione	16
1.2 Accesso alle fonti finanziarie.....	17
1.3 Quotazione: benefici oltre ai costi.....	23
1.4 Piccole e medie imprese, imprese giovani e high-tech.....	29
2. Sviluppo del sistema finanziario: un confronto tra Paesi.....	33
2.1 Introduzione.....	33
2.2 Quanto pesano le Borse nei vari Paesi.....	35
2.2.1 Statistiche	35
2.2.2 Letteratura empirica	40
2.3 Figure, grafici e tabelle	46
.....	49
3. Verso una potenziale soluzione: i Mercati Alternativi del Capitale. 55	
3.1 Importanza relativa delle piccole e medio imprese in Italia e nel resto dell'Europa.....	55
3.2 Mercati Alternativi del Capitale	57
3.3 AIM_Uk: un modello da imitare	58
3.4 Figure, grafici e tabelle	62
.....	70
4. Elementi caratteristici del sistema italiano	71
4.1 Contesto economico-industriale	71
4.1.1 Indicatori macroeconomici	71
4.1.2 Tessuto industriale.....	72
4.2 Mercato finanziario.....	74

4.2.1 Andamento del mercato e prospettive future	75
4.2.2 Borsa Italiana oggi	79
4.2.3 Evoluzione dei mercati alternativi in Italia	82
4.2.3 AIM_Italia – MAC	85
4.3 Figure, grafici e tabelle	88
5. Analisi descrittiva	102
5.1 Presentazione dei dati.....	102
5.2 Le ipotesi.....	104
5.3 Crescita su AIM_Italia – MAC e AIM_Uk	108
5.4 Caratteristiche delle imprese nell'anno della quotazione	109
5.4.1 Frequenze delle IPO	109
5.4.2 Confronto tra il mercato italiano e inglese.....	110
5.4.3 Peculiarità del mercato inglese.....	112
5.5 Comportamento delle imprese prima e dopo la quotazione	114
5.5.1 Confronto tra il mercato italiano e inglese.....	115
5.5.2 Peculiarità del mercato inglese	115
5.6 Figure, grafici e tabelle	117
6. Modello econometrico ed evidenze empiriche.....	137
6.1 Il modello	137
6.2 Analisi dei risultati	139
6.2.1 Comportamento delle imprese sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk a confronto	139
6.2.2 Un focus sul mercato inglese	144
6.3 Figure, grafici e tabelle	148
7. Conclusioni e sviluppi futuri.....	182
Bibliografia	187
Sitografia	191
Ringraziamenti	192

Indice delle figure

Figura 1: Andamento storico (2000-2017) della capitalizzazione di Borsa in rapporto al PIL nei principali Paesi europei ed anglosassoni.....	48
Figura 2: Andamento storico (2000-2017) del numero di società quotate nelle Borse dei principali Paesi europei ed anglosassoni	49
Figura 3: Numero di pmi per 100 abitanti (2015).....	62
Figura 4: Contributo al valore aggiunto e al numero di impiegati da parte delle pmi europee (2016)	63
Figura 5: Andamento storico (1995-2017) del numero di imprese quotate sull'AIM_Uk discriminate tra domestiche e internazionali	65
Figura 6: Andamento storico (2002-2010) del numero di società quotate sui MAC divise per aree geografiche e discriminate in domestiche ed estere.....	65
Figura 7: Andamento storico (1995-2017) del market value (£m) su AIM_Uk.....	66
Figura 8: Andamento storico (2010-2016) del numero di IPO e del capitale raccolto sul mercato AIM_Uk	68
Figura 9: Andamento storico (2010-2016) del numero di IPO e del capitale raccolto sul Main Market	68
Figura 10: Tassi di crescita del turnover e dell'occupazione nelle imprese quotate sul mercato AIM_Uk divise per dimensione.....	70
Figura 11: Andamento storico (2009-2017) del PIL in Italia.....	88
Figura 12: Andamento storico (2011-2015) del valore aggiunto totale di industria e servizi al costo dei fattori e relativa crescita percentuale su base annuale.....	89
Figura 13: Andamento storico (2011-2017) degli occupati e del tasso di disoccupazione	89
Figura 14: Percentuale di imprese attive e relativi occupati divise per fasce dimensionali in termini di numero di addetti (2015)	90
Figura 15: Contributo al valore aggiunto da parte delle imprese discriminate per numero di addetti	90
Figura 16: Numero di imprese, addetti e valore aggiunto in imprese appartenenti a gruppi e non divisi per macro-settore di attività (2015)	91
Figura 17: Andamento storico (2007- 2017) della crescita percentuale annua del PIL reale e della produttività totale dei fattori	91
Figura 18: Andamento storico (2001-2014) della distribuzione delle imprese per valori dell'indicatore sintetico di sostenibilità economico-finanziaria per macro-settore	92

Figura 19: Andamento storico (1999-2014) del rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL	93
Figura 20: Andamento storico (1998-2009) della capitalizzazione di mercato escludendo le prime 10 imprese sul totale della capitalizzazione di mercato	93
Figura 21: Andamento storico (1975-2014) del numero di imprese quotate sul mercato italiano	94
Figura 22: Composizione settoriale delle imprese domestiche quotate sui segmenti di mercato MTA ed AIM_Italia-MAC	95
Figura 23: Confronto tra i segmenti MTA, STAR ed AIM Italia-MAC di Borsa Italiana in termini di percentuale di capitalizzazione di mercato tra il 2013 e il 2017.....	100
Figura 24: Confronto tra i segmenti MTA, STAR ed AIM Italia-MAC di Borsa Italiana in termini di numero di imprese tra il 2013 e il 2017	100
Figura 25: Trend di crescita storici e previsionali (2009-2020) sullo sviluppo del mercato AIM_Italia-MAC.....	101
Figura 26: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla serie storica del tasso di crescita del total assets reale (%)	122
Figura 27: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla serie storica del tasso di crescita del numero di addetti (%)	122
Figura 28: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla serie storica del tasso d'investimento (%).....	123
Figura 29: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla serie storica del tasso di crescita del fatturato reale (%) .	123
Figura 30: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla serie storica del tasso di produttività del lavoro (%).....	124
Figura 31: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito all'andamento storico del total assets reale.....	125
Figura 32: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito all'andamento storico del numero di addetti	125
Figura 34: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito all'andamento storico dei CAPEX.....	126
Figura 33: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito all'andamento storico del fatturato reale	126
Figura 35: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla frequenza delle IPO in relazione all'andamento del tasso di crescita del PIL (2009 – 2014).....	127
Figura 36: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla frequenza delle IPO (2009 -2014) esplose per settore economico	128

Figura 37: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla frequenza delle IPO (2009 -2014) esplose per dimensione delle imprese..... 129

Indice delle tabelle

Tabella 1: Analisi comparata tra Paesi relativamente alla composizione delle attività e delle passività delle famiglie (2007-2013)	46
Tabella 2: Analisi comparata tra Paesi relativamente alla composizione delle passività delle imprese (2007-2013).....	47
Tabella 3: Analisi comparata tra Paesi riguardo l'andamento storico (2000-2015) della capitalizzazione di Borsa in rapporto al PIL	48
Tabella 4: Analisi comparata tra Paesi riguardo l'andamento storico (2000-2015) del numero di società quotate.....	49
Tabella 5: Analisi comparata tra Paesi in funzione del PIL, tasso di crescita del capitale azionario e forza lavoro.....	50
Tabella 6: Analisi comparata tra Paesi riguardo il loro orientamento al mercato	51
Tabella 7: Analisi comparata fra Paesi riguardo la loro struttura finanziaria.....	53
Tabella 8: Protezione degli investitori e sviluppo del mercato dei capitali. Analisi comparata tra Paesi	54
Tabella 9: Numero di imprese non finanziarie, addetti e valore aggiunto per i Paesi europei (2016) e definizione di pmi in Europa	62
Tabella 10: Distribuzione dei MAC e relativa capitalizzazione di mercato divisa per aree geografiche (2013).....	64
Tabella 11: Confronto tra imprese quotate su AIM_Uk e sul Main Market divise per market value	67
Tabella 12: Requisiti di ammissione sul mercato AIM_Uk in confronto con il Main Market	69
Tabella 13: Stima dei costi di quotazione sul mercato AIM_Uk	70
Tabella 14: Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana	88
Tabella 15: Processo di ammissione sul mercato MTA di Borsa Italiana	96
Tabella 16: Requisiti formali in fase di IPO	96
Tabella 17: Requisiti formali in fase post IPO	97
Tabella 18: Statistiche relative al Nuovo Mercato e al Nasdaq aggiornate alla fine del 2001.....	97
Tabella 19: Requisiti di accesso ai mercati MAC ed Expandi a confronto	98
Tabella 20: Requisiti di accesso ai mercati MAC ed AIM_Italia a confronto	99
Tabella 21: Andamento storico (2013-2017) del numero di imprese quotate su AIM_Italia-MAC e relativi capitalizzazione e turnover totali di mercato.	99

Tabella 22: Descrizione delle modalità di calcolo delle variabili utilizzate per svolgere l'analisi descrittiva e di regressione	118
Tabella 23: Ipotesi da verificare e relativi riferimenti bibliografici ...	120
Tabella 24: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito all'andamento storico delle variabili dimensionali e d'investimento	121
Tabella 25: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alle caratteristiche delle imprese rilevate nell'anno della quotazione.....	130
Tabella 26: Confronto cross-sezionale tra i gruppi di imprese quotate sul mercato AIM_Uk in merito alle caratteristiche rilevate nell'anno della quotazione.....	132
Tabella 27: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alle caratteristiche delle imprese rilevate nei due anni medi che precedono (seguono) la quotazione	133
Tabella 28: Confronto tra imprese giovani e mature quotate sul mercato AIM_Uk in merito alle caratteristiche rilevate nei due anni medi che precedono (seguono) la quotazione.....	134
Tabella 29: Confronto tra piccole e medio imprese e imprese grandi quotate sul mercato AIM_Uk in merito alle caratteristiche rilevate nei due anni medi che precedono (seguono) la quotazione	135
Tabella 30: Confronto tra imprese capital e labour intensive quotate sul mercato AIM_Uk in merito alle caratteristiche rilevate nei due anni medi che precedono (seguono) la quotazione.....	136
Tabella 31: Confronto del comportamento ex ante delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk	155
Tabella 32: Confronto del comportamento ex post delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk	163
Tabella 33: Confronto cross-sezionale del comportamento ex ante delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk.....	172
Tabella 34: Confronto cross-sezionale del comportamento ex post delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk.....	181

Abstract

La presente tesi si pone l'obiettivo di capire se, nel contesto italiano, l'esistenza del segmento di Borsa AIM_Italia (Alternative Investment Market) – MAC (Mercato Alternativo del Capitale) dedicato alle piccole e medie imprese (pmi) ad alto potenziale di crescita sia in grado di accelerare lo sviluppo.

A questo scopo si prende in considerazione un campione di imprese italiane non finanziarie entrate sul mercato AIM_Italia – MAC tra il 2009 e il 2014 e si analizza il loro comportamento post IPO (Initial Public Offering). Data l'esperienza estremamente positiva delle imprese inglesi quotate sull'analogo AIM di Londra, si è deciso di utilizzare questo mercato come benchmark.

Alla luce delle evidenze empiriche riportate, AIM_Italia – MAC sembra riuscire a replicare in parte i risultati di successo ottenuti dal corrispettivo mercato inglese. Infatti, le imprese italiane sfruttano la quotazione per accelerare significativamente la loro crescita in termini di assets e numero di impiegati. Se però si effettua un confronto con le imprese inglesi, il loro sviluppo è decisamente più contenuto. Le caratteristiche strutturali dei due mercati giustificano questo diverso comportamento. Infatti, è vero che il segmento AIM_Italia – MAC risulta essere attraente per le pmi, ma in media le imprese italiane sono più mature delle inglesi e poche svolgono un'attività ad alto contenuto tecnologico. Inoltre, le imprese italiane sembrano quotarsi non solo spinte dalla volontà di espandere il loro business, ma anche per indebitarsi a condizioni più vantaggiose, sfruttare momenti di ottimismo del mercato (window opportunity) e/o la loro positiva situazione in termini di performance (market timing) per indurre valutazioni ottimistiche circa il loro valore.

I risultati ottenuti suggeriscono che senza il parallelo sviluppo di un mercato dei venture capital, l'AIM_Italia – MAC è destinato a rimanere uno dei tentativi non pienamente compiuti da parte di Borsa Italiana nel dare spazio alle pmi ad alto potenziale di crescita sul mercato finanziario domestico.

Introduzione

Nuovo approccio alla Borsa

A partire dagli anni '90, l'Europa ha adottato numerose riforme che le consentissero di porre freno al significativo sottosviluppo del mercato borsistico identificato come in parte responsabile della lenta crescita economica. I cambiamenti sperimentati muovono dalla volontà di sopperire ai fallimenti riscontrati sul mercato dei capitali colmando il forte svantaggio rispetto ai Paesi anglosassoni; inoltre tali innovazioni si sono evolute per promuovere lo sviluppo di questi ultimi attraverso l'espansione del numero di piccole e medie imprese (pmi), imprese giovani e high-tech quotate e l'occupazione nelle stesse. Il ruolo critico di queste particolari categorie di imprese nel sistema economico europeo è evidente se considera che nel 2016 il contributo al valore aggiunto e all'occupazione delle pmi è stato rispettivamente del 56,6% e 66,6% (Commissione Europea, 2016/2017).

La quotazione dovrebbe rappresentare un'occasione particolarmente attraente per le pmi, le imprese giovani e le high-tech. Infatti, queste tipicamente presentano delle profittevoli opportunità future di crescita e l'afflusso di capitale raccolto sul mercato è un'ottima fonte di finanziamento per supportare l'espansione del loro *business*. Tuttavia, la letteratura spesso rileva la loro riluttanza ad accedere al mercato in quanto particolarmente colpite dalla presenza di asimmetrie informative [Myers e Majiuf (1984), Carpenter e Petersen (2002), Fazzari, Hubbard e Petersen (1987)], problemi di incentivo [Jensen e Meckling (1976), Bolton e Thadden (1998)], stringenti obblighi informativi (Yosha, 1995) ed eccessivi costi fissi di accesso che rendono proibitiva la loro quotazione, meccanismo che risulterebbe troppo costoso. Le evidenze empiriche mostrano come questa affermazione trovi riscontro in modo eterogeneo tra le Borse. Negli Stati Uniti e in Inghilterra le imprese giovani e di piccole dimensioni rappresentano la maggior parte del capitale sul mercato ed esistono numerosi studi che confermano la loro rapida crescita dopo la quotazione [Carpenter e Petersen (2002), Carpenter e Rondi (2004), Paleari, Pellizzoni e Vismara (2008)]. All'estremo opposto si collocano le Borse europee, dove il caso italiano è esemplificativo, con imprese grandi e mature che accedono ai mercati registrando sporadicamente una lenta crescita post IPO (Initial Public Offering) [Carpenter e Rondi (2004), Pagano, Panetta e Zingales (1998)]. Questa tangibile frattura viene spesso ricollegata al diverso livello di protezione degli investitori e all'efficienza del sistema legale,

entrambi più robusti per i Paesi anglosassoni (Rafael La Porta F. L.-d.-S., 1996). Tuttavia, un importante articolo pubblicato sul “The Economist” (25 gennaio 1997) solleva due ipotesi alternative a supporto delle evidenze riportate: l’assenza di investitori istituzionali specializzati in *venture capital* e l’assenza di un segmento di Borsa dedicato alle piccole e medie imprese. Promuovendo la creazione dei Mercati Alternativi del Capitale (MAC), l’Europa sembra aver colto il suggerimento proposto dal “The Economist” trovando una potenziale soluzione volta ad appianare le differenze tra Paesi. Nati recentemente come mercati azionari secondari, i MAC si contraddistinguono dai listini principali per una regolamentazione più flessibile e per un processo di quotazione meno oneroso che agevola principalmente l’accesso alle pmi con alte potenzialità di crescita. Dietro tale soluzione si nasconde l’idea che la creazione di segmenti di mercati ad hoc riesca nella sua specificità ad agevolare la quotazione delle categorie di imprese particolarmente colpite dai fallimenti di mercato, incentivandole ad usare il capitale raccolto per crescere. I vantaggi dei MAC sono evidenti in Inghilterra dove l’AIM_Uk (Alternative Investment Market) è diventato poco tempo dopo la sua creazione uno dei mercati in crescita di maggior successo a livello mondiale e il miglior esempio di MAC mai riuscito. È chiaro come diversi Paesi, primo fra tutti l’Italia con la creazione di AIM_Italia – MAC, abbiano tentato di esportare questo modello di mercato nella speranza di emularne i risultati. Tuttavia, è sufficiente copiare i principi del modello per ottenere lo stesso successo in un contesto differente?

Obiettivo della tesi e disegno di ricerca

La letteratura sembra aver posto poca attenzione a questo tema, forse sottovalutando gli evidenti riscontri macroeconomici che ne potrebbero conseguire. Infatti, la riuscita dei MAC ha potenzialmente degli effetti positivi sull’occupazione, sul PIL e sul livello di sviluppo tecnologico spingendo la crescita economica e candidandosi come un interessante determinante per la definizione di un vantaggio comparato tra Paesi.

La presente tesi si pone l’ambizioso obiettivo di colmare questa lacuna, cercando di comprendere se, anche nel contesto italiano, l’esistenza di un segmento di Borsa dedicato alle piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita sia in grado di accelerare lo sviluppo. La scelta di focalizzare l’attenzione sull’Italia deriva dal fatto che il mercato finanziario italiano viene spesso considerato come paradigmatico per lo sviluppo delle altre Borse europee. Pertanto, le conclusioni ottenute potrebbero essere estese anche alle altre economie dell’UE.

Lo studio prende in considerazione un campione di imprese italiane non finanziarie, entrate sul mercato AIM_Italia – MAC tra il 2009 e il 2014 e ne analizza il comportamento post IPO utilizzando le corrispettive imprese inglesi come *benchmark*. Il database utilizzato viene costruito a partire dai dati forniti dalla piattaforma Eikon messa a disposizione da Thomson Reuters Corporation e si configura come un *panel* non bilanciato contenente le informazioni anagrafiche, descrittive e di bilancio relative a 34 imprese italiane e 192 imprese inglesi. Le imprese sono state osservate su un arco temporale di dieci anni (2007 – 2017), nonostante la maggior parte presenti una serie storica di osservazioni consecutive di cinque anni che includono informazioni relative al periodo antecedente e successivo alla quotazione.

Principali risultati

Lo studio evidenzia come AIM_Italia – MAC sembri riuscire a replicare in parte i risultati di successo ottenuti dal corrispettivo mercato inglese. Infatti, le imprese italiane sfruttano la quotazione per accelerare significativamente la loro crescita in termini di *assets* e numero di impiegati. Se però si effettua un confronto con le imprese inglesi, il loro sviluppo è decisamente più contenuto. Le caratteristiche strutturali dei due mercati giustificano questo diverso comportamento. Infatti, è vero che il segmento AIM_Italia – MAC risulta essere attraente per le pmi, ma in media le imprese italiane sono più mature delle inglesi e poche svolgono un'attività ad alto contenuto tecnologico. Inoltre, le imprese italiane sembrano quotarsi non solo spinte dalla volontà di espandere il loro *business*, ma anche per indebitarsi a condizioni più vantaggiose, sfruttare momenti di ottimismo del mercato (*window opportunity*) e/o la loro positiva situazione in termini di performance (*market timing*) per indurre valutazioni ottimistiche circa il loro valore.

I risultati ottenuti suggeriscono che senza il parallelo sviluppo dell'attività di investitori istituzionali specializzati in *venture capital*, l'AIM_Italia – MAC è destinato a rimanere uno dei tentativi non pienamente compiuti da parte di Borsa Italiana nel cercare di dare spazio alle pmi ad alto potenziale di crescita sul mercato finanziario domestico. Lo studio lascia una domanda aperta a cui solo ricerche future potranno dare una risposta.

Struttura della tesi

La restante parte della tesi è organizzata come segue. Nel Capitolo 1 vengono presentate le teorie economiche che spiegano per quale ragione la quotazione è il meccanismo di finanziamento più costoso e perché, nonostante tali costi, alcune imprese decidono comunque di adottarlo. Inoltre, si cerca di capire se i costi e i benefici descritti variano in funzione della dimensione, età e contenuto tecnologico delle imprese. Nel Capitolo 2 viene condotta un'analisi comparata tra Paesi al fine di sottolineare le tendenze che caratterizzano i processi di IPO, avendo prima chiarito il peso che la Borsa assume nei diversi mercati internazionali. Dopo aver spiegato l'importanza che le pmi rivestono nel sistema economico europeo, il Capitolo 3 affronta il tema di come i Mercati Alternativi del Capitale riuscirebbero ad agevolare la quotazione delle imprese e quali fallimenti tentano di sopperire. L'analisi viene completata dalle evidenze empiriche tratte dal mercato alternativo in crescita più di successo a livello mondiale: l'AIM_Uk. Il Capitolo 4 offre una panoramica del contesto politico, economico ed industriale dell'Italia riservando un'attenzione particolare al mercato finanziario; l'analisi di quest'ultimo viene corredata da evidenze empiriche che attraversano la storia dei mercati alternativi italiani e che culminano con l'analisi del mercato AIM_Italia – MAC. Dopo aver introdotto il database impiegato e le ipotesi che si intendono verificare, nel Capitolo 5 viene eseguita un'analisi volta a descrivere il comportamento delle imprese italiane e inglesi prima e dopo l'IPO, mettendo in risalto le differenze che contraddistinguono i due mercati. Nel Capitolo 6 vengono presentati i risultati di uno studio di regressione svolto tramite l'implementazione di un modello econometrico proposto per la prima volta da Pagano, Panetta e Zingales (1998), il cui obiettivo è capire se la quotazione sui mercati alternativi induca effettivamente le imprese ad investire il capitale raccolto per finanziare le loro opportunità di crescita. L'analisi si concentra sul confronto tra imprese italiane e inglesi per valutare se l'effetto dell'IPO è più o meno intenso in relazione allo specifico mercato di riferimento. Successivamente, si focalizza l'attenzione sul segmento di Borsa AIM_Uk per valutare le differenze cross-sezionali che caratterizzano il mercato. Infine, nel Capitolo 7 vengono presentate le conclusioni del lavoro, ponendo le basi per possibili scenari di ricerca futura.

1. Imperfezioni sul mercato dei capitali

In questo capitolo vengono presentate le teorie economiche che spiegano come mai la quotazione (aumento di capitale) è il meccanismo di finanziamento più costoso e perché, nonostante tali costi, alcune imprese decidono comunque di adottarlo. Successivamente, si cerca di capire se i costi e i benefici descritti variano in funzione della dimensione, età e contenuto tecnologico delle imprese e le conseguenze sulla quotazione.

1.1 Introduzione

L'inseguimento di opportunità di crescita consente alle imprese di aumentare significativamente il loro valore. Non solo, ha degli effetti anche a livello macroeconomico. Questi temi hanno trovato largo spazio tra la letteratura economia. Molti autori si sono infatti chiesti come le imprese potessero finanziare i loro progetti di investimento, quali fossero gli eventuali limiti riscontrati nel farlo, se la crescita fosse sostenibile nel tempo e quali implicazioni macroeconomiche ne potrebbero derivare. Prima di affrontare questi temi, però, è necessario capire cosa si intende realmente per crescita di un'impresa e quali sono gli investimenti che consentirebbero di intraprenderla.

Tipicamente gli indicatori che definiscono la crescita dimensionale di un'impresa si legano ad alcuni fattori strutturali come i ricavi, il *total assets* e il numero di addetti. I primi due sono spesso confrontati con il valore di inflazione per capire se l'impresa sta effettivamente conseguendo una crescita reale. L'espansione del *business* di un'impresa viene anche approssimato dagli indici di redditività come ad esempio il ROS (Return on Sales), che indica l'abilità dell'impresa di generare profitti, il ROA (Return on Assets), che serve per valutare il ritorno di tutte le fonti finanziarie, il ROE (Return on Equity), che rappresenta il ritorno del capitale investito degli azionisti e il rapporto Prezzo/Utile per azione, che riflette le aspettative di crescita che gli investitori hanno sull'impresa. Per intervenire su questi valori l'impresa intraprende degli investimenti lato domanda o lato offerta. Nel primo caso l'impresa intende finanziare progetti volti ad espandere la domanda come marketing, R&D, capacità produttiva e simili. Nel secondo, invece, vuole sostituire parte dei costi fissi per diminuire gli OPEX (Operating Expenditure) e quindi interviene in aree come ad esempio l'acquisto di nuovi impianti, macchinari o progetti di automazione. In linea generale,

quando si parla di crescita di scala gli investimenti vengono misurati attraverso il rapporto CAPEX (Capital Expenditure) su Net Property.

Le osservazioni appena presentate introducono naturalmente una domanda: come fanno le imprese a finanziare questi progetti di investimento? La risposta sarà oggetto delle sezioni successive.

1.2 Accesso alle fonti finanziarie

Una delle scelte più difficili che un'impresa deve affrontare riguarda come comporre il giusto mix di fonti finanziarie necessarie per investire in opportunità di crescita sostenibili nel tempo. Il reperimento di queste fonti può avvenire internamente tramite il reinvestimento di flussi di cassa e profitti, o esternamente nella forma di debito o *equity* (capitale proprio). Da notare che la raccolta di capitale di rischio sul mercato può avvenire attraverso meccanismi pubblici o privati. Tra i primi compaiono l'IPO (Initial Public Offering), se l'impresa decide di quotarsi e quindi di diventare pubblica, o tramite SEO (Secondary Equity Offering), ossia di aumento di capitale, se l'impresa è già presente sul mercato. I secondi, invece, coinvolgono investitori professionali quali ad esempio *venture capital* e *private equity*.

La struttura finanziaria delle imprese viene spesso studiata utilizzando come metrica il rapporto di *leverage* definito nella sua declinazione generale come debiti finanziari su patrimonio netto. Evidenze empiriche dimostrano come il *leverage* vari in relazione al Paese di riferimento e alle peculiarità dell'impresa considerata (ad esempio età e dimensione) a dimostrazione di come fattori *country*- e *firm-specific* giochino un ruolo cruciale nella scelta di finanziamento da parte delle imprese. La tendenza comune che si osserva è una riluttanza ad andare in Borsa o, se l'impresa è già quotata, ad effettuare un aumento di capitale. In diversi mercati emerge poi un'anomalia. Paradossalmente le piccole e medie imprese (pmi), le imprese giovani e quelle high-tech che dovrebbero avere grandi incentivi a diventare pubbliche decidono di non intraprendere il processo di quotazione, mentre le imprese grandi e ormai mature che dovrebbero essere meno motivate ad andare sul mercato sono spesso oggetto della maggior parte delle IPO o dei SEO. La risposta a tali evidenze è da ricercare nel fatto che esistono delle imperfezioni sul mercato dei capitali che rendono non indifferente e soprattutto costoso accedere alle diverse fonti finanziarie descrivendo un *gap* significativo tra quelle generate internamente e quelle esterne

(Hubbard, 1998). Qui il mercato fallisce in quanto non è in grado di raggiungere l'ottimo sociale in termini di efficienza ed equità.

La natura delle imperfezioni esistenti sul mercato deriva dai problemi di incentivo e dalla presenza di asimmetrie informative che trovano giustificazione con la nascita del rapporto di agenzia. Questo si origina nel momento in cui un soggetto, detto principale, ingaggia un altro soggetto, detto agente, per svolgere un incarico. Tale contratto comporta il sorgere di due problemi. Il primo deriva da un potenziale disallineamento di interessi tra le due parti. Infatti, sia il principale che l'agente agiranno per massimizzare la loro funzione di utilità e ragionevolmente si può pensare che l'agente non si comporterà nel massimo interesse del principale. Il secondo, invece, riguarda la presenza di asimmetrie informative tra principale e agente. Le asimmetrie informative si possono manifestare *ex ante* sotto forma di informazione nascosta ed *ex post* sotto forma di azione nascosta. Si parla di informazione nascosta quando questa viene trattenuta in fase pre-contrattuale dall'agente che quindi possiede un vantaggio informativo rispetto al principale. Ciò può condurre al problema di selezione avversa che si origina nel momento in cui l'agente appartenente a una determinata categoria utilizza opportunisticamente il suo vantaggio informativo nel tentativo di farsi passare per qualche altro tipo con caratteristiche migliori. Nel caso di azione nascosta, invece, l'agente è in grado di compiere delle azioni non direttamente osservabili dal principale e quindi il rischio è che egli si comporti in modo opportunistico in fase post-contrattuale. Tale circostanza prende il nome di *moral hazard*. Un lavoro brillante che spiega gli effetti delle asimmetrie informative viene fornito da Akerlof (1970) con la teoria del *lemon market*. L'autore usa come esempio il mercato delle auto usate dove le auto di buona (*good*) e cattiva (*lemon*) qualità non sono distinguibili dai potenziali acquirenti che basano le loro valutazioni esclusivamente sul prezzo. A causa dell'asimmetria informativa i proprietari delle auto tendono a vendere solo quelle di qualità peggiore. Gli acquirenti, consapevoli di questa tendenza, saranno disposti a comprare solo a un prezzo inferiore rispetto a quello inizialmente proposto incentivando così i proprietari delle auto di più alta qualità a ritirare i propri prodotti. Qui il mercato fallisce in quanto comporta un'allocazione inefficiente delle risorse.

Tanto il disallineamento di interessi tra principale e agente e i problemi di incentivo che ne derivano quanto la presenza di asimmetrie informative comportano un costo di accesso maggiore alle fonti esterne di finanziamento rispetto a quelle generate internamente.

Inserendosi in questo discorso, Jensen e Meckling (1976) sono stati fra i primi a interrogarsi sulle cause, le implicazioni e i costi del ricorso al capitale esterno per finanziare l'attività dell'impresa. L'assunzione su cui si basa il loro modello è la separazione tra controllo, detenuto dai manager (agenti), e proprietà, detenuta dagli azionisti (principali). Si consideri un'impresa in cui un manager detiene la (quasi) totalità del capitale proprio e che deve decidere se venderne una quota esternamente (fare un aumento di capitale) in modo tale da raccogliere *equity* utile per finanziare opportunità di investimento in crescita. Nell'affrontare tale scelta egli avrà interesse a massimizzare la sua utilità composta da un mix di benefici monetari e benefici non monetari. È importante sottolineare che mentre i primi spettano a tutti gli azionisti in misura proporzionale rispetto alla loro quota, i secondi spettano solo a chi detiene la quota di controllo. Quindi il manager che decide di vendere esternamente una quota dell'*equity* (effettuare un aumento di capitale), perdendo parte dei suoi benefici monetari, è indotto ad aumentare i benefici non monetari impiegando in modo distorto le risorse aziendali attraverso meccanismi di *tunneling*. Questo genera un'inefficienza *ex post* a scapito del valore dell'impresa. Inoltre, desiderando il beneficio non monetario di "*a quiet life*" e quindi impegnandosi di meno, il manager potrebbe fare delle scelte sub-ottimali di progetti di investimento generando anche un'inefficienza *ex ante*. Questi si configurano come chiari problemi di *moral hazard*. Gli azionisti esterni interessati a investire nell'impresa sono coscienti delle criticità appena descritte e per tale ragione saranno disposti a comprare le azioni a un prezzo che sconti la divergenza tra i loro interessi e quelli del manager. Tale fenomeno si chiama *underpricing* e agisce con segno negativo sul valore dell'impresa. Per cercare di attenuare i problemi sopra descritti, l'impresa adotta delle iniziative nel tentativo di preservare il proprio valore. Tuttavia, è costretta a incorrere nei cosiddetti costi di agenzia del capitale che aumentano ulteriormente il premio richiesto dagli investitori esterni che decidono di acquistare una quota della società. Tali costi includono: i costi di monitoraggio e controllo dell'attività del manager, il *bonding* del manager e la perdita residua di benessere per gli azionisti. Gli autori identificano nel ricorso al debito un meccanismo meno costoso rispetto all'*equity* e per tale ragione spesso più conveniente. L'impresa subisce comunque i costi di agenzia del debito quali l'incentivo degli azionisti a investire in modo sub-ottimale, i costi di controllo e monitoraggio, i costi di fallimento e la ristrutturazione dell'impresa. Tuttavia, la scelta del debito comporta dei benefici notevoli. Infatti, riduce il fabbisogno di *equity* (e conseguentemente il costo indiretto di *underpricing*), genera un

vantaggio fiscale (tramite il cosiddetto: “scudo fiscale”), riduce l’asimmetria informativa e soprattutto incentiva i manager a comportarsi in modo efficiente (questi infatti massimizzano il loro sforzo per riuscire a ripagare il debito stesso). Rimane comunque che indipendentemente dalla fonte esterna considerata l’ottimalità paretiana non verrà mai raggiunta in quanto i costi di agenzia, se pur attenuabili, non saranno mai del tutto eliminabili.

Se Jensen e Meckling si concentrano sui problemi di incentivo, Myers e Majluf (1984) si focalizzano sul modo in cui le asimmetrie informative agiscono sul valore dell’impresa. In primo luogo, emerge un problema legato alla selezione avversa. Infatti, il manager possiede un vantaggio informativo rispetto ai nuovi potenziali investitori in merito al valore corrente degli *assets* e al valore e al livello di rischio delle future opportunità di investimento. In aggiunta, è plausibile credere che il manager agisca nell’interesse dei vecchi azionisti. Data la difficoltà nel discriminare le imprese potenzialmente profittevoli (nella terminologia di Akerlof: *good*) da quelle che non lo sono (*lemon*) gli azionisti chiederanno una sorta di premio che verrà pagato dalle imprese *good* al fine di coprire le perdite derivanti da un eventuale investimento in imprese *lemon*. Segue che i nuovi azionisti puniscono la presenza di asimmetrie informative chiedendo uno sconto sulle azioni e causando il fenomeno dell’*underpricing* (già evidenziato da Jensen e Meckling). Se l’*underpricing* dovesse superare il Van (Valore Attuale Netto) dei progetti di investimento che l’impresa vuole inseguire, il manager si troverebbe a dover rinunciare a finanziarli anche se si prospettano profittevoli. Ciò ovviamente riduce il valore dell’impresa generando anche un problema di *underinvestment*. Si cade così in quella che gli autori definiscono: trappola finanziaria. Una forma alternativa di finanziamento rispetto all’*equity* è il ricorso al debito. Il costo di questa fonte tende ad aumentare con l’ammontare di finanziamento richiesto. Tuttavia, ciò dipende considerevolmente anche dalla presenza di asimmetrie informative. Infatti, a causa del problema di selezione avversa, le imprese rischiano di dover sopportare maggiori tassi di interesse e talvolta subire il razionamento del credito (J. E. Stiglitz, 1981). Segue che difficilmente le imprese che soffrono di problemi di asimmetria informativa sul mercato dell’*equity* riescano a sostituirlo con il debito senza trascinarsi dietro gli stessi problemi. Tuttavia, ciò non è escluso. L’enorme contributo di Myers e Majluf consiste nell’aver proposto una sequenza gerarchica e ordinata in modo decrescente di costo dell’informazione rilasciata di forme di finanziamento alle quali le imprese dovrebbero ricorrere. Questa teoria, nota con il nome di *pecking*

order, stabilisce la convenienza del ricorso a finanziamenti nell'ordine: flussi di cassa e profitti reinvestiti, debito e solo in ultima istanza *equity*. Alla luce delle riflessioni appena presentate, emerge che più le imprese subiscono i problemi di incentivo e di asimmetria informativa più per loro l'accesso a fonti esterne di finanziamento risulta essere troppo costoso e quindi non disponibile. Per questi motivi molte imprese sono spesso costrette a trattenere utili e flussi di cassa per finanziare la loro crescita a costo di penalizzare la distribuzione di dividendi. Tuttavia, se le fonti interne rappresentano il meccanismo meno costoso per recuperare capitali sotto il profilo di costo dell'informazione e di incentivi, ad esse è associato il rischio di subire delle variazioni che portano lo stesso segno delle fluttuazioni di mercato. Questo ovviamente si configura come uno svantaggio nei momenti negativi del ciclo economico.

Fra i metodi di finanziamento descritti, l'*equity* si configura indubbiamente come il meccanismo più costoso non solo per i motivi sopra riportati, ma anche per quelli che stanno per essere considerati.

In primo luogo, la quotazione è di per sé un processo costoso. Si pensi che in Italia le imprese spendono in media tra gli 0,6 e gli 8 milioni di euro tra spese organizzative e di documentazione (L. Giordano M. M., 2017). Tipicamente i costi di quotazione vengono distinti in variabili, sulla base della dimensione dell'offerta, e fissi. Fra questi ultimi compaiono quelli legati alla procedura di ammissione alla quotazione come ad esempio i costi di registrazione, di sottoscrizione, di valutazione e messa in regola dell'impresa (come il costo di consulenti, revisori, studi legali, studi commercialistici, ecc. ...) e i costi annuali di quotazione come quelli di certificazione del bilancio, gli annunci informativi e le tasse imposte dal mercato (M. Pagano, 1998).

Inoltre, la quotazione impone alle imprese degli obblighi informativi di trasparenza più o meno rigidi a seconda del mercato di riferimento. Tuttavia, se da un lato tali obblighi riducono le asimmetrie informative tra impresa e investitori facilitando il ricorso a finanziamenti esterni, dall'altro figurano come grosso svantaggio per le imprese che possiedono informazioni sensibili (Yosha, 1995). Si pensi ad esempio a cosa potrebbe succedere se venissero rivelate le informazioni sensibili di imprese high-tech. Queste rischierebbero di perdere completamente il loro vantaggio competitivo rispetto ai *competitor*. In tal senso la quotazione impone alle imprese un ulteriore costo, seppur indiretto.

Un ulteriore svantaggio legato alla quotazione che si configura come costo indiretto è da ricondurre alle complesse norme amministrative a cui si è sottoposti e al rischio di maggiore visibilità nei confronti del fisco (Robert E. Carpenter L. R., 2004). Inoltre, la possibilità di sfruttare una

maggiore discrezionalità dei principi contabili nella valutazione di alcune voci di bilancio scoraggia ulteriormente l'IPO.

La letteratura ha poi evidenziato nel rischio di perdita del controllo dell'azienda e tutti i benefici privati che ne derivano un altro elemento di grande rilievo che inibisce la quotazione. Tale circostanza è tipica di quei Paesi in cui il sistema produttivo è caratterizzato da una diffusa presenza di capitalismo familiare (L. Giordano M. M., 2017). È evidente come questo costituisca un limite alla crescita dimensionale delle imprese.

Oltre a quelli descritti finora, esistono altri canali di approvvigionamento delle risorse finanziarie di natura privata: gli investitori professionali. Questi possono avere una connotazione istituzionale, quali ad esempio *venture capital*¹ e *private equity*², o informale come i *business angels*³. Tipicamente il ricorso a questa forma di raccolta è molto costoso. Specialmente per quello che riguarda il *venture capitale* e i *business angels* l'interferenza con i processi gestionali dell'impresa e conseguentemente una forte azione di monitoraggio e un minore prezzo di sottoscrizione delle azioni (che riflette il rischio di non diversificazione dell'investitore) sono in generale i costi maggiori sopportati dall'impresa. Inoltre, tale opzione è in genere percorribile solo per investimenti contenuti. La raccolta tramite questi canali interessa poche imprese, tipicamente *start-up* o ad alto contenuto tecnologico e/o innovativo che spesso sono incompatibili con l'offerta di azioni o con il ricorso al debito a causa dell'elevato rischio associato all'operazione.

Infine, le imprese possono ricorrere a moderne forme di finanziamento quali il *crowdfunding*⁴ che può assumere diverse forme tra cui: *donation-*

¹ Con *Venture Capitalist* si definisce un investitore istituzionale che apporta capitale di rischio ad imprese con elevate potenzialità di crescita in ambiti innovativi ed alto contenuto tecnologico. L'investimento, caratterizzato da un'alta componente di rischio, mira a conseguire un guadagno che deriva dalla smobilizzazione dell'investimento iniziale nel momento in cui si raggiunge l'obiettivo di sviluppo. Ciò avviene per collocamento delle quote azionarie (IPO) sul mercato, per cessione delle quote a un fondo comune di investimento o per acquisizione da parte di altre società.

² Il *Private Equity* è una forma di investimento in imprese ad alto potenziale di sviluppo praticata da fondi istituzionali con l'obiettivo di ottenere dei guadagni dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa. Il *Private Equity* si differenzia dal meccanismo di *Venture Capital* principalmente in quanto gli investimenti sono di ammontare superiore e riguardano imprese già a uno stadio avanzato del loro ciclo di sviluppo.

³ I *Business Angels* sono investitori non istituzionali in genere esperti del settore che, investendo risorse proprie, procurano capitale di rischio ad imprese emergenti in ambiti ad alto contenuto innovativo. Il tutto in cambio di un guadagno ottenuto come nel caso di *Venture Capitalist* e *Private Equity*.

⁴ Il *crowdfunding* avviene attraverso portali internet o specifiche piattaforme dove più persone conferiscono del denaro al fine di investire in iniziative a carattere economico,

, *reward*-, *debt*- o *equity-based*. Tendenzialmente questo canale viene usato da imprese che richiedono investimenti altamente innovativi a cui è spesso associata un'elevata probabilità di insuccesso.

1.3 Quotazione: benefici oltre ai costi

Dato che la quotazione e gli eventuali successivi aumenti di capitale rappresentano uno dei meccanismi più costosi fra quelli disponibili alle imprese per reperire finanziamenti, è naturale domandarsi come mai diverse decidano comunque di adottarlo. Inoltre, sorge spontaneo chiedersi se la scelta delle imprese di ricorrere all'*equity* muova effettivamente dal desiderio di raccogliere fondi da investire in opportunità di crescita o se si nascondono altre ragioni dietro tale scelta. Ripercorrendo il brillante lavoro di Pagano, Panetta e Zingales (1998) condotto su un'importante database di imprese italiane, di seguito verranno illustrate le ragioni che inducono le imprese a entrare sul mercato a fronte degli alti costi che devono sostenere.

Finanziare opportunità di crescita

Uno dei motivi maggiormente citati in letteratura riconduce la quotazione e gli eventuali successivi aumenti di capitale al desiderio delle imprese di raccogliere finanziamenti sul mercato al fine di investirli in progetti di crescita. Da notare tuttavia la distinzione tra *primary* e *secondary share* (azioni primarie e secondarie) che riguardano le procedure di SEO. Solo nel primo caso si ha un'effettiva raccolta di nuovo capitale perché le *primary share* riguardano azioni di nuova emissione. Le seconde, invece, sono azioni già esistenti che vengono vendute dai vecchi ai nuovi azionisti e quindi non portano nuovo capitale all'interno dell'impresa.

L'esigenza di crescita e di finanziamento di nuovi progetti di investimento tramite capitale di rischio è naturale. Infatti, è vero che l'impresa potrebbe finanziare i nuovi progetti ricorrendo al debito, tuttavia è limitata a un certo livello di *leverage* oltre il quale quest'opzione risulta non più conveniente a causa del rischio di subire i costi di bancarotta (Miller, 1958). Solo nella misura in cui

sociale, culturale o benefico proposte da un promotore. Esistono diverse tipologie di *crowdfunding*: il modello *donation-based* (raccolta di fondi per iniziative senza scopo di lucro), *reward-based* (in cambio di una donazione in denaro prevede una ricompensa non monetaria), *lending-based* (micro prestiti a persone o imprese) e infine l'*equity-based* (prevede la partecipazione al capitale sociale dell'impresa).

l'autofinanziamento rappresenta una fonte sufficiente, l'impresa potrebbe scegliere di rimanere fuori dal mercato con gli evidenti vincoli alla crescita che ne conseguono.

Superando i limiti legati al ricorso al debito, l'*equity* sembra essere la migliore alternativa per quella categoria di imprese che presentano un elevato rapporto debito-*equity*, ma soprattutto alti investimenti correnti e profittevoli opportunità di crescita future rilevate da un alto valore medio del *market-to-book* di settore, ossia il rapporto tra valore di mercato e valore contabile del patrimonio netto delle imprese (M. Pagano, 1998).

Per capire se le imprese si quotano realmente per espandere il loro *business*, ci si aspetta di osservare una loro crescita monotona di scala in termini di numero di addetti, *total assets* e fatturato negli anni immediatamente prima e dopo l'IPO e un temporaneo miglioramento degli indici di profittabilità come il ROA, ROS e ROE. Tuttavia, il tasso di crescita delle vendite dovrebbe flettere dopo la quotazione in quanto già nei primi anni dopo l'IPO le imprese si avvicinano alla loro scala ottimale [Clementi (2002), Chemmanur, He e Nandy (2010)]. L'aumento dimensionale dovrebbe essere sostenuto da un incremento degli investimenti e pertanto si prevede una crescita dei CAPEX (Capital Expenditure), come suggerito da Pagano, Panetta e Zingales (1998). Inoltre, è probabile che le imprese decidano di non aumentare il loro *dividend-payout* ratio dopo l'IPO in modo tale da riuscire a reinvestire gli utili per finanziare i loro progetti di crescita (M. Pagano, 1998). Inoltre, si assume che le imprese decidano di intraprendere il processo di quotazione solo quando il loro livello di produttività (misurata in termini di Total Factor Productivity) ha raggiunto una soglia tale da poter subire il giusto *shock* di crescita. Questo si dovrebbe riflettere in un andamento della produttività del tipo "*U – shaped*" con concavità verso il basso e picco nell'anno in cui avviene l'IPO [Clementi (2002), Chemmanur, He e Nandy (2010)].

Nonostante le predizioni appena esposte sembrino plausibili, dietro la scelta di quotarsi potrebbero nascondersi ragioni diverse dalla volontà di crescere e che vengono esaminate nelle sezioni successive.

Window opportunities, market timing, window dressing

Spesso la quotazione è accompagnata da un peggioramento delle performance delle imprese che sembra essere permanente nel lungo

periodo. Studiando le anomalie del processo di determinazione del prezzo relativo a 1.526 IPO di imprese quotate sulla Borsa americana tra il 1975 e il 1984, Ritter (1991) ha cercato di capire la natura dell'*underperformance* evidente nei primi tre anni successivi all'IPO nel tentativo di ricondurla a un'errata rilevazione del profilo di rischio delle imprese, alla cattiva sorte o all'eccessivo ottimismo degli investitori. Le evidenze registrate suggeriscono come i volumi di IPO varino sistematicamente e in modo consistente in funzione di quelle che sembrano essere delle *window opportunities*, ossia periodi in cui il mercato sopravvaluta le opportunità di crescita delle imprese appartenenti a un determinato settore. Questa conclusione trova molti riscontri nella letteratura successiva [Kima e Weisbach (2008), Pagano, Panetta e Zingales (1998), Paleari, Pellizzoni e Vismara (2008)], che conferma come le imprese tendono a pianificare la loro quotazione nel momento in cui il mercato è ottimista circa la loro possibile crescita. Pagano, Panetta e Zingales (1998) misurano tale ottimismo con la mediana del *market-to-book ratio* delle imprese quotate appartenenti allo stesso settore industriale. Tuttavia, sottolineano che questo indice può in via alternativa misurare il comportamento di investitori razionali che credono in ampie opportunità future di crescita delle imprese considerate. Quindi se *ex post* le imprese di nuova quotazione investono a tassi molto elevati e hanno profitti rilevanti è probabile ricondurre la loro quotazione alle aspettative di crescita future. Al contrario è probabile credere che la quotazione sia guidata dal desiderio di sfruttare una *window opportunity*. Inoltre, come dimostrato da Kima e Weisbach (2008), se la quotazione è associata a una *window opportunity*, si dovrebbe osservare la vendita di un'alta percentuale di azioni da parte di manager o vecchi azionisti attraverso offerte secondarie per sfruttare i vantaggi privati che ne derivano. Se, invece, avvengono delle vendite di azioni primarie il capitale raccolto viene in genere trattenuto a flusso di cassa.

Una seconda interpretazione dell'*underperformance* sperimentata dalle imprese dopo la quotazione è associata al fenomeno del *market timing* [Ritter (1991), Pagano, Panetta e Zingales (1998)]. Infatti, le imprese potrebbero decidere di quotarsi quando stanno performando bene in modo tale da indurre valutazioni ottimistiche sul mercato circa il loro valore. Questa eventualità dovrebbe riflettersi in un andamento positivo degli indicatori di profittabilità negli anni che precedono la quotazione e in un loro naturale peggioramento dopo l'IPO.

Inoltre, sempre al fine di indurre delle valutazioni positive, spesso i manager manipolano i dati di bilancio facendo figurare l'impresa più

performante di quanto in realtà non sia [Welch, Wong e Teoh (1998), Giordano e Modena (2017), Paleari, Pellizzoni e Vismara (2008)]. Questo fenomeno prende il nome di *window dressing* o *earning management* e si manifesta con gli stessi effetti del *market timing*.

Migliori condizioni di accesso al debito

La quotazione spesso impone alle imprese severi obblighi informativi e di trasparenza che riducono la presenza di asimmetrie informative. La maggior informazione resa disponibile rende più competitivo il mercato degli investitori assicurando alle imprese un allargamento dei canali di accesso al mercato dei capitali a un costo più vantaggioso. Anche il miglioramento del profilo di rischio e della reputazione dell'impresa ottenuto con la quotazione le garantisce una migliore posizione contrattuale nei confronti delle banche consentendo di ottenere una significativa diminuzione del costo di accesso al debito. Segue che la quotazione risulta essere particolarmente vantaggiosa per quelle imprese che sopportano alti tassi di interesse e un credito molto concentrato. Queste andranno quindi sul mercato principalmente con l'intento di sfruttare la possibilità di accedere al debito a condizioni economicamente più vantaggiose. In tale circostanza, dopo la quotazione le imprese dovrebbero mostrare un *deleverage* solo temporaneo come conseguenza dall'afflusso di capitale raccolto attraverso l'emissione di nuove azioni (Wurgler, 2002), mentre dovrebbero aumentare il ricorso al debito negli anni successivi (Stefano Paleari, 2008).

Equilibrare la struttura di capitale

Alcune imprese potrebbero trovare vantaggioso quotarsi a seguito di un periodo di forti investimenti in crescita al fine di bilanciare la propria struttura di capitale (M. Pagano, 1998). L'evidenza empirica, infatti, mostra come in seguito all'ingresso in borsa, le imprese conseguono una struttura finanziaria più equilibrata, caratterizzata da una maggiore quota del debito obbligazionario e una minore incidenza dei prestiti a breve termine (L. Giordano M. M., 2017). Se le imprese entrano sul mercato effettivamente per ri-bilanciare la loro struttura di capitale, si dovrebbe osservare un *deleverage* permanente subito dopo l'IPO (Stefano Paleari, 2008).

Monitoring

L'attività di *monitoring* ha come principale obiettivo fungere da strumento di disciplina della discrezionalità del manager a disposizione degli azionisti. Come visto presentando le teorie di Jensen e Meckling (1976), fra le principali voci dei costi di agenzia del capitale e del debito compaiono proprio le attività di *monitoring* e di controllo (come ad esempio revisione interna, vincoli di bilancio, controlli formali, contratti di incentivazione, stesura di contratti complessi, ecc. ...). La quotazione dovrebbe agevolare e rendere meno costosi tali processi. Ad esempio, la maggiore attenzione delle autorità sull'attività dell'impresa dovrebbe limitarne l'incentivo a perseguire comportamenti opportunistici e talvolta ai confini con la legge. Oppure, la difficoltà nell'estromettere un manager "incapace" potrebbe motivare gli azionisti a "vendere con i piedi" le proprie azioni con l'effetto di un forte abbassamento del prezzo delle stesse che aprirebbe la strada a una minaccia di scalata tramite OPA (Offerta Pubblica di Acquisto). La paura che il nuovo gruppo di controllo possa estromettere il manager indirettamente responsabile della caduta del valore dell'impresa funge da ottimo strumento di disciplina. Ancora, la possibilità di costruire sistemi di incentivo *pay-per-performance* del manager basati su valori di Borsa o la consegna di *stock option* dovrebbe favorire la competizione sul "mercato dei manager" garantendo il ricambio di quelli "incapaci".

Cambiamenti di controllo

Lo studio di Zingales (1995) muove dall'evidenza che nei tre anni successivi all'IPO i trasferimenti di controllo sono due volte maggiori rispetto agli stessi che si hanno in imprese private simili. Dal punto di vista dell'azionista di controllo la quotazione gli consentirebbe di raggiungere una struttura proprietaria ideale fornendogli la possibilità di massimizzare i ricavi da una eventuale vendita di parte dell'azienda. Infatti, con la quotazione l'azionista di controllo può modificare il proprio diritto a partecipare agli utili (*cash-flow rights*) e i propri benefici privati del controllo (*control rights*). È importante sottolineare che mentre il diritto di percepire gli utili spetta a tutti gli azionisti in misura proporzionale rispetto alla loro quota, i benefici privati spettano solo a chi detiene la quota di controllo. È facile intuire che il mercato dei *cash-flow rights* è quasi in concorrenza perfetta mentre in quello dei *control rights* ci sono pochi e grandi azionisti a competere. Se ci si aspetta che i potenziali compratori facciano aumentare il valore dei *cash-flow rights*,

la quotazione è sempre conveniente e il problema che deve risolvere l'azionista di controllo consiste nello scegliere la giusta combinazione di *cash-flow rights* e *control rights* da vendere (mantenere). Tipicamente egli deciderà di cedere i *cash-flow rights* a un azionariato disperso e di mantenere i diritti di controllo per poter continuare a sfruttare i benefici privati che ne derivano. Inoltre, dato che i *cash flow* sono legati alle fluttuazioni di mercato, quando i prezzi sono alti i benefici privati sono più importanti rispetto a quelli derivanti dal diritto agli utili e a maggior ragione l'azionista di controllo sarà incentivato a mantenere questi ultimi. Concludendo, il numero di trasferimenti di controllo dopo l'IPO è un ottimo indicatore per capire le reali ragioni che si nascondono dietro la quotazione delle imprese. Se i trasferimenti sono alti significa che la quotazione probabilmente viene fatta al fine di ottimizzare le opzioni di uscita degli azionisti di controllo e si dovrebbe rilevare una correlazione negativa tra i trasferimenti e la profittabilità dell'impresa (M. Pagano, 1998).

Lo stesso effetto si verifica nel momento in cui un'impresa decide di quotarsi a causa del fenomeno di selezione avversa, ossia quando si accorge che la sua profittabilità è destinata a peggiorare in modo permanente.

Liquidità

La quotazione influenza la liquidità delle azioni di un'impresa. In particolare, questa cresce con l'aumento dei volumi di *trading*. Segue che i benefici derivanti dalla crescita di liquidità sono legati alla dimensione dell'impresa, per cui è ragionevole concludere che lo sfruttamento di tali vantaggi incida positivamente sulla probabilità di quotazione delle grandi imprese.

Diversificazione

Fra le ragioni che inducono le imprese a quotarsi compare anche la volontà di diversificare il portafoglio di titoli detenuto dagli azionisti per sfruttarne i benefici derivanti. Quindi più un'impresa è rischiosa maggiore è la probabilità che decida di quotarsi. A conferma di ciò, si dovrebbero osservare ampi volumi di vendita da parte degli azionisti di controllo subito dopo l'IPO.

Riconoscimento sul mercato

La quotazione nelle principali Borse potrebbe portare alle imprese dei benefici notevoli dovuti alla possibilità di acquisire grande visibilità sul mercato. Infatti, è probabile che il prezzo delle azioni cresca con la conoscenza che gli investitori hanno della società. Tali riflessioni sembrano trovare giustificazione tramite casi reali. Si pensi alla scelta di Ferrari Spa di quotarsi sul NYSE o di Prada Spa sul mercato di Hong Kong

Motivazione dei dipendenti

La quotazione migliorerebbe il morale dei manager e del resto dei dipendenti dell'impresa i quali sarebbero così incentivati a dedicare maggiore impegno e dedizione al lavoro incidendo positivamente sul valore dell'impresa Ransley (1984).

1.4 Piccole e medie imprese, imprese giovani e high-tech

Confutando la legge di Gibrat (1931), nota sotto il nome di “legge degli effetti proporzionali”⁵, Evans (1986) stabilisce l'esistenza di una relazione crescita-dimensione-età delle imprese di tipo inversamente proporzionale. In altre parole, stabilisce che la crescita di un'impresa, intesa come numero di impiegati, diminuisce in funzione dell'età e della dimensione. Segue che le pmi e le imprese giovani riuscirebbero a crescere di più e più velocemente rispetto alle imprese grandi e mature. Trovando numerose conferme nella letteratura empirica, il lavoro di Evans suggerisce inevitabilmente come il motivo principale che spingerebbe le pmi e le imprese giovani ad accedere al mercato dei capitali sia riconducibile alla volontà di raccogliere finanziamenti per espandere il loro *business*. Tuttavia, le pmi e le imprese giovani hanno la stessa facilità di accesso al mercato rispetto alle altre imprese?

Carpenter e Petersen (2002), conducendo uno studio mirato a comprendere l'impatto delle imperfezioni del mercato dei capitali sulle pmi, hanno trovato come queste quasi non distribuiscono utili, raccolgono pochissimo capitale esterno e in media presentano tassi di crescita allineati con l'andamento dei flussi di cassa. Quindi, la crescita delle pmi sembra essere limitata alle fonti interne di finanziamento,

⁵ Secondo l'autore, le imprese seguono lo stesso percorso stocastico di crescita indipendentemente dalla loro dimensione.

mentre l'accesso al mercato quasi del tutto proibitivo. Infatti, avendo una breve storia e tendenzialmente una bassa visibilità sul mercato, le pmi e le imprese giovani sopportano maggiormente i costi legati alla presenza di asimmetrie informative sia in termini di selezione avversa che di azzardo morale. Tali costi si riflettono nel valore del "*lemon premium*", usando la definizione di Akerlof, spesso elevato al punto tale da disincentivare la quotazione (M. Pagano, 1998). Fazzari, Hubbard e Petersen (1987) giungono a una simile conclusione osservando che le pmi, specialmente se appartenenti a settori industriali in rapida crescita, sono le più colpite dalle imperfezioni informative e come conseguenza si limitano a reinvestire profitti o flussi di cassa e quasi mai distribuiscono dividendi.

Spostando l'attenzione sui problemi di incentivo, Bolton e Thadden (1998) trovano che tipicamente il manager-fondatore delle pmi preferisce massimizzare maggiormente i propri benefici privati piuttosto che il valore dell'impresa. Quindi nella scelta della struttura di capitale egli definirà una configurazione tale da permettergli di mantenere il più alto livello di controllo possibile. Conseguentemente è probabile che le pmi siano riluttanti a quotarsi perché il manager-fondatore non vuole rischiare di perdere il controllo dell'impresa. Ovviamente questo è un problema di massima rilevanza in quando limita la naturale crescita dell'impresa. È poi ragionevole pensare che in caso di quotazione i costi d'agenzia sopportati dalle pmi per monitorare l'attività del manager-fondatore diventino talmente elevati da inibirne l'entrata sul mercato a priori.

In aggiunta, come affermato nella sezione *Accesso alle fonti finanziarie*, la quotazione è di per sé un processo costoso che penalizza principalmente le pmi e le imprese giovani. Infatti, i costi fissi necessari per intraprendere un'IPO o quelli annuali di quotazione non dipendono dalla dimensione dell'offerta e per tale ragione pesano di più sulle imprese giovani e di dimensioni ridotte.

Le imprese high-tech sono un'altra categoria particolarmente colpita dalle imperfezioni dei mercati, specialmente se pmi e giovani. A dimostrarlo sono Carpenter e Petersen (2001) attraverso una ricerca condotta su un campione di 2.400 imprese high-tech statunitensi quotate tra il 1981 e 1998. In primo luogo, gli autori mettono in evidenza la difficoltà che le imprese innovative riscontrano nell'accedere a finanziamenti tramite debito. Gli investimenti in ricerca e sviluppo condotti dalle imprese high-tech contengono un alto potenziale di rischio in quanto vi è una bassa probabilità che si concludano con successo.

Segue che più le imprese si indebitano più aumentano la probabilità di ritrovarsi in una situazione di stress finanziario con conseguente aumento dei potenziali costi di bancarotta. Bisogna poi considerare che gli investimenti in sviluppo tecnologico sono estremamente complessi e coinvolgono conoscenze nuove spesso poco diffuse. In aggiunta, le imprese avranno cura nel non diffondere informazioni sensibili relative alle loro scoperte per evitare di perdere il loro vantaggio competitivo in confronto con i *competitor*. L'asimmetria informativa e i conseguenti problemi di selezione avversa e di azzardo morale tra manager e creditori sono talmente accentuati che questi ultimi reagiscono alzando i tassi di interesse e razionando il credito. Infine, tipicamente le imprese high-tech possiedono molti *asset* immateriali che difficilmente possono fungere da garanzia per gli investitori in caso di fallimento e gli investimenti fisici sono talmente specifici che hanno un bassissimo valore di garanzia. Superando i problemi appena descritti, l'*equity* si configura come migliore alternativa al debito consentendo il rapido sviluppo dimensionale delle imprese high-tech specialmente se pmi e giovani. Infatti, il finanziamento tramite *equity* non richiede garanzie, non limita le remunerazioni degli investitori, l'aumento degli investimenti non aumenta i costi di stress finanziario e c'è un minore incentivo da parte dei manager di inseguire comportamenti di azzardo morale. Tuttavia, risulta essere spesso troppo costoso rispetto ai finanziamenti interni (rimangono infatti i costi legati all'*underpricing* e al processo di quotazione, gli obblighi di *disclosure*, ecc. ...) che quindi vengono preferiti. Inoltre, se l'attività delle imprese è considerata troppo rischiosa potrebbe non esserci interesse da parte degli investitori di finanziarla. Segue che un tentativo di quotazione si rivelerebbe fallimentare.

Gli autori citati forniscono un ottimo spunto per chiarire la gravità e la complessità del problema. Le pmi, le imprese giovani e quelle high-tech dovrebbero trovare nella quotazione il meccanismo ideale per finanziare rapidamente la loro crescita e di conseguenza dovrebbero avere grande incentivo ad entrare sul mercato. Tuttavia, le loro alte potenzialità di crescita sono spesso limitate all'uso di finanziamenti interni a causa della scarsa disponibilità di capitale esterno resa tale dagli insostenibili costi derivanti dalle imperfezioni esistenti sul mercato dei capitali (Leonardo Becchetti, 2002). Una soluzione alle problematiche evidenziate avrebbe delle implicazioni estremamente rilevanti sotto il profilo di *policy* in quanto agevolando l'accesso al mercato alle pmi, imprese giovani e high-tech, si riuscirebbe a dare una spinta positiva alla crescita economica in termini di PIL, occupazione e progresso

tecnologico. Infatti, secondo una prima definizione, il PIL rappresenta l'insieme eterogeneo di beni finali prodotti in una Nazione, ossia la produzione lorda vendibile. È chiaro che incentivando la crescita di queste imprese si otterrebbe un significativo aumento dell'*output* produttivo con effetti positivi sul PIL. Una seconda definizione vede quest'indicatore macroeconomico pari alla somma dei consumi, degli investimenti, della spesa pubblica e delle esportazioni nette. Nuovamente se le imprese riescono a inseguire facilmente le loro opportunità di crescita, si dovrebbe registrare un forte aumento del livello di investimenti influenzando positivamente il valore del PIL. Se poi si considera il fatto che le imprese conseguono un aumento di scala anche incrementando la forza lavoro, l'impatto positivo a livello macroeconomico è riconoscibile nella riduzione del livello di disoccupazione. Infine, se il mercato riesce ad attrarre le imprese high-tech fornendo il capitale necessario per finanziare i loro progetti innovativi di sviluppo, si riuscirebbe a sostenere il progresso tecnologico determinando un importante vantaggio competitivo rispetto agli altri Paesi. Per tali ragioni, l'attenzione dei *policy maker* dovrebbe essere rivolta allo sfruttamento dei risultati proposti dalla ricerca al fine di promuovere delle iniziative atte ad abbattere le barriere che limitano l'ingresso sul mercato delle pmi, le imprese giovani e high-tech.

2. Sviluppo del sistema finanziario: un confronto tra Paesi

Alla luce della ricerca costi-benefici relativi alla quotazione condotta nel Capitolo 1, l'obiettivo di questa sezione è studiare attraverso un'analisi comparata tra Paesi quali sono le tendenze che caratterizzano i processi di IPO avendo prima chiarito il peso che la Borsa assume nei diversi mercati internazionali.

2.1 Introduzione

Il legame tra struttura finanziaria ed economia reale di un Paese è stato uno degli argomenti maggiormente discussi in letteratura. Numerosi autori hanno evidenziato l'esistenza di questa relazione seguendo due diversi approcci. Il primo considera lo sviluppo del sistema finanziario in termini dimensionali e quindi utilizza variabili come la capitalizzazione di mercato, i volumi scambiati, il valore degli *assets* e i fondi gestiti dalle banche, mentre la crescita economica viene tipicamente approssimata con il tasso di crescita del PIL. Il secondo paradigma, invece, traduce la relazione sistema finanziario-crescita nella ricerca di un legame tra l'architettura finanziaria, con cui si intende ad esempio l'orientamento *market-* o *banket-based*, la concentrazione del sistema bancario, la competitività, l'apertura a istituzioni straniere e il sistema normativo, e le performance macroeconomiche, fra cui il cambiamento tecnologico, il PIL, la volatilità di consumi e investimenti, l'elasticità agli eventi di crisi e il tasso di crescita della produttività (L. Giordano C. G., 2014).

Fra i pionieri del primo gruppo di ricerche compaiono Rajan e Zingales (1995) i quali hanno dimostrato che lo sviluppo dei mercati ha un effetto positivo sulla crescita nella misura in cui riduce i costi di accesso alle fonti esterne di finanziamento per le imprese. Infatti, per loro i costi legati alle asimmetrie informative dovrebbero diminuire considerevolmente con lo sviluppo del sistema finanziario. Tale risultato muove dall'evidenza che in Paesi con mercati più attivi le imprese che maggiormente necessitano di capitale raccolto esternamente crescono più velocemente. Gli autori portano un esempio brillante che aiuta a chiarire questo concetto. Il settore farmaceutico se confrontato ad esempio con l'industria del tabacco necessita di consistenti fonti esterne per finanziare la propria crescita. Ora si considerino tre mercati di riferimento ordinati in modo decrescente relativamente all'attività del

sistema finanziario: Malesia, Corea e Cile⁶. Le imprese farmaceutiche crescono rispettivamente del: 4%, 3% in più in relazione a quelle del tabacco per Malesia e Corea, mentre del 2,5% in meno considerando il Cile.

A un'analoga conclusione arrivano Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1998). Stando alle loro analisi, sembra che le imprese appartenenti a Paesi con un mercato dei capitali molto attivo (non per forza più grande) e con un sistema legale ben sviluppato che consenta soprattutto un'efficiente protezione degli investitori riescano a ottenere più agevolmente dei finanziamenti esterni e a impiegarli per crescere più rapidamente.

Nel Capitolo 1, è emerso che le pmi, le imprese giovani e quelle high-tech necessitano maggiormente di fonti esterne di finanziamento per investire in opportunità di crescita e che il meccanismo ideale per farlo è ricorrere alla quotazione (aumento di capitale). Ebbene secondo la logica di Rajan, Zingales, Demirgüç-Kunt e Maksimovic, queste categorie di imprese dovrebbero essere particolarmente sensibili allo sviluppo delle funzioni del sistema finanziario. Segue che pmi, imprese giovani e high-tech tendono a nascere ed evolvere nei Paesi che presentano mercati maggiormente attivi. Intuitivamente ne consegue che il livello di sviluppo del sistema finanziario determina la dimensione e la concentrazione di specifici settori industriali. È chiaro che ciò ha delle implicazioni anche a livello di vantaggio comparato tra Paesi segnando delle differenze notevoli in termini di crescita economica e di una delle sue più importanti determinanti: lo sviluppo tecnologico.

Inserendosi nel secondo filone di studi, Giordano e Guagliano (2014) concentrano la loro attenzione sul capire se e come l'architettura⁷ del sistema finanziario influenza il progresso tecnologico basando la loro ricerca su un campione di Paesi appartenenti all'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) analizzati tra il 1996 e il 2010. Gli autori dimostrano che nei Paesi con sistemi *market-based*, con un'alta presenza di banche straniere, con banche più competitive (ossia meno concentrate e con *spread* bancari contenuti), con imprese incentivate a quotarsi e con limitata volatilità dei prezzi sul mercato, ossia con un sistema finanziario sviluppato e attivo, sono quelli che

⁶ Dati relativi al 1980

⁷ Con architettura finanziaria gli autori intendono l'orientamento del mercato, ossia la dimensione, l'attività e l'efficienza, e la struttura finanziaria, approssimata con la presenza di banche straniere, la concentrazione delle banche, la differenza (*spread*) tra il tasso di prestito e di deposito, la volatilità dei prezzi di mercato, il numero di società quotate e la capitalizzazione bancaria.

maggiormente sostengono la crescita economica⁸ e lo sviluppo tecnologico. Tali Paesi godono quindi della presenza di imprese più competitive e globalizzate con effetti positivi sul tasso di crescita del PIL e sul tasso di occupazione. Il contributo di Giordano e Guagliano è fondamentale in quanto spiega in modo brillante come il cambiamento tecnologico sia una delle forze che maggiormente spinge la crescita economica di un Paese determinando il successo di quell'economia.

2.2 Quanto pesano le Borse nei vari Paesi

Appurato che lo sviluppo dei mercati ha un effetto positivo sulla crescita le imprese e sull'evoluzione del progresso tecnologico spingendo la crescita economica, si cercherà di individuare quali Paesi ricoprono una posizione di vantaggio.

2.2.1 Statistiche

In linea generale, la struttura finanziaria di un Paese viene distinta in sistemi *market* e *banked-based* a seconda che la maggior parte delle attività finanziarie avvengano tramite scambi sui mercati o con intermediari bancari. La letteratura spesso identifica nei Paesi anglosassoni esempi di sistemi orientati al mercato, mentre in quelli appartenenti all'Europa continentale più il Giappone come esemplificativi di sistemi basati sulle banche. I vantaggi della struttura *market-based* riguardano la capacità del mercato di sostenere con successo lo sviluppo economico, favorire la diversificazione dei rischi, l'efficienza nell'elaborare le informazioni, aprire la strada al progresso tecnologico facilitando l'accesso di finanziamenti anche ad alto tasso di rischio e promuovendo così l'innovazione. Anche i sistemi *banked-based* presentano dei vantaggi specialmente per quello che riguarda la capacità delle banche nel riconoscimento di progetti di investimento meritevoli di finanziamento, nel controllo del management e nella gestione dei rischi.

Uno dei principali compiti del sistema finanziario dovrebbe essere quello di trasferire le risorse dagli operatori in surplus, tipicamente i consumatori (risparmiatori), a quelli in deficit, cioè imprese e pubblica amministrazione. L'analisi comparata dei saldi finanziari di questi

⁸ Le performance macroeconomiche sono rappresentate dal tasso di crescita del PIL pro capite, distanza tra PIL potenziale ed effettivo in percentuale del PIL potenziale, spesa pubblica, tasso di crescita di esportazioni e importazioni.

operatori è un primo meccanismo utile a capire il livello di sviluppo dei mercati nei singoli Paesi.

In Tabella 1 è riportato un prospetto che mostra la composizione delle attività e passività finanziarie delle famiglie nei vari Paesi tra il 2007 e il 2013. Nella prima colonna sono raccolti i dati relativi al circolante e ai depositi che rappresentano la forma più liquida di risparmio. I valori di questo indicatore sono abbastanza simili in tutti i Paesi ad eccezione per gli Stati Uniti che presentano un valore estremamente basso se confrontato con gli altri. La percentuale di attività investita in strumenti liquidi in Italia dal 2007 ha registrato un aumento probabilmente a causa degli effetti della crisi. In relazione ai titoli pubblici ed altre obbligazioni (essenzialmente i titoli di Stato), l'Italia possiede il valore più alto, anche in confronto con la media europea già significativamente più alta di quella anglosassone (specialmente rispetto all'Inghilterra), a sottolineare l'arretratezza delle strategie di investimento troppo conservative dei risparmiatori europei e in particolare di quelli italiani. La strategia dell'area euro viene confermata da un basso valore di azioni, altre partecipazioni e quote di fondi comuni, dove invece primeggiano gli Stati Uniti. Infatti, le famiglie americane investono molto sul mercato, mentre detengono pochissimi titoli di stato. La scelta statunitense, opposta a quella europea, da inevitabilmente molta solidità alle imprese. Nonostante ciò, gli acquisti di attività finanziarie da parte delle famiglie italiane sono aumentati dal 2007 al 2013 a fronte di una diminuzione dell'acquisto di titoli di stato. Una tendenza analoga si registra in tutta l'area euro. Guardando le riserve assicurative e previdenziali l'Italia è seconda solo alla Spagna, dato che conferma lo storico sottodimensionamento del mercato dei capitali italiano se confrontato con le altre economie dell'area euro e in particolare con l'Inghilterra. Tuttavia, vi è un segnale positivo in quanto viene registrata una sostituzione dei titoli bancari con prodotti assicurativi. Spostandosi sul lato delle passività calcolate in relazione al reddito disponibile (ossia al netto delle tasse) emerge come le famiglie italiane abbiano un portafoglio passivo superiore rispetto alla media europea seppure inferiore a quella anglosassone. Tuttavia, in termini di debiti finanziari, fra cui specialmente i mutui, l'Italia risulta essere il Paese meno indebitato di tutti. Per inciso, i dati riflettono chiaramente nel valore dei mutui l'effetto della bolla immobiliare scoppiata prima negli Stati Uniti e poi in Inghilterra, Irlanda e Spagna e che sembra non aver minimamente toccato l'Italia. La ricchezza finanziaria netta delle famiglie, ottenuta sottraendo dalle attività le passività finanziarie, è in aumento rispetto agli anni precedenti e per l'Italia si attesta sopra i livelli europei.

Per contro, in Tabella 2 sono riportate le passività delle imprese. Il primo gruppo di dati rappresenta la composizione percentuale delle passività. Le imprese europee, ben esemplificate dal caso italiano, presentano una debolezza patrimoniale significativa se rapportate con quelle anglosassoni rappresentata dai bassi valori di azioni e altre partecipazioni. Inoltre, i valori relativi alle obbligazioni e ai prestiti suggeriscono come in Europa il debito delle imprese sia collocato principalmente fuori mercato. In aggiunta, gli elevati debiti commerciali (esemplificativo è il valore assunto dalla Germania) appesantiscono notevolmente i bilanci delle imprese a cui fanno fronte incrementando il ricorso al debito bancario. Considerando i dati relativi agli indicatori finanziari, il rapporto di indebitamento (rappresentato dal rapporto debiti finanziari su PIL e la quota di debiti bancari) in Italia è in linea con quello europeo che risulta essere significativamente più elevato se considerato in relazione a quello dei Paesi anglosassoni. La quota di debiti bancari assume il suo massimo valore in Italia seguita a poca distanza dalla Germania, a sottolineare come entrambi i Paesi siano di chiara matrice bancocentrica. Infine, considerando il livello di *leverage*, si osserva abbastanza bene la frattura tra sistemi *market-based*, con bassi valori di leva come gli Stati Uniti e l'Inghilterra (anche se meno evidente per quest'ultima), e *banked-based*, all'opposto come Italia, Germania e Spagna. La Francia assume dei valori che sembrano collocarla come eccezione alle osservazioni fatte per i Paesi appartenenti all'area euro.

Per capire meglio quanto la Borsa sia rappresentativa all'interno di un Paese è necessario considerare alcuni ulteriori indicatori che ben approssimano il grado di sviluppo di un mercato.

Un primo dato che consente di cogliere questo sviluppo è il rapporto capitalizzazione di Borsa e PIL che misura la dimensione del mercato relativamente all'economia del Paese. In Tabella 3 sono riportati i dati nei diversi Paesi aggiornati fino al 2014. Considerando come anno proprio il 2014, ciò che emerge è il bassissimo valore assunto dall'Italia: 27,5%, estremamente al di sotto della media europea che comunque assume dei valori già particolarmente ridotti. All'estremo opposto compaiono l'Inghilterra e gli Stati Uniti con un rapporto rispettivamente del 106,5% e 151,8%. La crisi del 2007-2008 ha segnato un forte crollo dell'indicatore per tutti i Paesi ben evidenziato in Figura 1. Fortunatamente i mercati hanno ripreso a crescere in tutti i Paesi già nel 2009, anche se più lentamente in quelli europei.

Il divario tra i Paesi europei e anglosassoni viene confermato dall'esiguo numero di imprese che scelgono di intraprendere un'IPO sui mercati europei e specialmente su quello italiano (Tabella 4). Infatti, in Italia il trend è rimasto più o meno stabile a partire dal 2000, con il numero di società ammesse a quotazione intorno alle 290-300 unità. Tali valori sono significativamente più bassi considerando la media dell'area euro. Ad esempio, la Spagna nello stesso periodo conta un aumento di società quotate da 1.720 a 3.419, Francia e Germania nel 2014 registrano rispettivamente 495 e 595 società. I Paesi anglosassoni, invece, sono rappresentati da valori significativamente più alti, a dimostrare la forte attività dei mercati: 1.858 e 4.381 società quotate nel 2014 rispettivamente in Inghilterra e negli Stati Uniti. In generale, si evidenzia una riduzione nel numero di società quotate a partire dagli anni 2000 fatta eccezione per Spagna e Giappone (Figura 2).

Un ulteriore indicatore che merita di essere considerato riguarda la quota del debito bancario delle imprese sul PIL. Le differenze tra Paesi si sono ampliate notevolmente da dopo il 2000. Ad esempio, nel 2014 in Italia l'incidenza dei debiti bancari sul PIL si è attestata al 57% (in aumento rispetto al 42% del 2004), valore decisamente superiore alla media dell'area euro e specialmente rispetto a Germania e Francia che nel 2013 presentano valori pari rispettivamente al 50% e al 38%. Un valore decisamente più basso è registrato per Stati Uniti ed Inghilterra che nel 2013 assumono un valore pari al 30%. Concentrando l'attenzione sull'incidenza dei debiti bancari rispetto al patrimonio delle pmi italiane con fatturato inferiore ai 10 milioni di euro, si raggiungono valori superiori al 100%, mentre per Germania, Francia e Spagna tale incidenza è in media del 48% (L. Giordano M. M., 2017). Da notare che dal 2007 al 2014 solo le imprese italiane non hanno ridotto l'accesso al debito bancario a sottolineare come il tessuto produttivo italiano si caratterizzi da un'enorme dipendenza dal credito bancario e quindi una speculare carenza di fonti sostitutive di capitale per le imprese.

Giordano, Guagliano (2014), elaborando i dati del database Global Financial Development fornito dalla World Bank, hanno costruito per ogni Paese degli indicatori globali che ne rappresentassero l'architettura finanziaria a partire dagli indicatori sopra descritti. Esplorendo questi dati si è in grado di confermare le osservazioni relativamente all'orientamento al mercato e alla struttura finanziaria dei singoli Paesi considerati. Dimensione, attività ed efficienza approssimano l'orientamento al mercato. L'analisi comparata fra Paesi viene riportata in Tabella 6. Alti valori dei relativi indicatori suggeriscono un orientamento maggiore verso il mercato. In quest'ottica il divario tra

Paesi europei e anglosassoni è evidente. Il primo dato esprime il rapporto tra dimensione del mercato e del settore bancario. Con un valore al di sotto della media dell'area euro, l'Italia si classifica fra i primi posti tra i Paesi europei ad essere caratterizzati da un sistema fortemente dipendente dal credito bancario. Se si osserva infatti il valore del tasso di crescita medio del capitale azionario tra il 1990 e il 2010 riportati in Tabella 5 l'Italia attesta un valore pari a 2,44, più basso solo di Finlandia e Slovenia e circa la metà rispetto all'Inghilterra e agli Stati Uniti. Considerando l'attività del mercato relativamente a quella delle banche ancora una volta un basso indicatore sottolinea la scarsa presenza dei mercati nell'economia europea. Infine, in termini di efficienza, nuovamente valutata mettendo a rapporto mercato e banche, il primato viene detenuto dagli Stati Uniti. Queste conclusioni vengono confermate da una seconda elaborazione riportata in Tabella 7 che riguarda la struttura finanziaria dei diversi Paesi. In linea generale, in Europa si registra una bassa presenza di banche straniere sul territorio nazionale bilanciate dall'alta concentrazione e capitalizzazione di banche nazionali. Il sottosviluppo dei mercati, invece, emerge dall'alto livello di volatilità dei prezzi sui mercati e dal ridotto numero di società quotate. Tendenze opposte rappresentano la situazione anglosassone.

Numerose evidenze empiriche affermano che un mercato del capitale ben funzionante ha effetto positivo sul progresso tecnologico. Stando ai dati riportati è evidente che l'Europa, e in particolare l'Italia, risulta essere in netto svantaggio competitivo rispetto a Paesi quali Inghilterra e Stati Uniti.

In conclusione, dalle analisi sopra riportate si deduce come in Europa la Borsa abbia un ruolo marginale specialmente se confrontata con la realtà anglosassone e come la maggior parte dei flussi finanziari vengano intermediati dalle banche. Ad amplificare questa evidenza è la limitata diffusione di investitori professionali come *venture capitalist* e *private equity* la cui presenza è strettamente legata all'attività sui mercati. Si pensi ad esempio che in Italia nel 2001 solo il 13,2% della capitalizzazione di mercato è detenuta da investitori istituzionali nazionali contro il 50,8% dell'Inghilterra (A. Franzosi, 2001). Fortunatamente negli ultimi anni si sta registrando un aumento della presenza di queste figure sulle Borse europee.

La dicotomia Paesi *banked*- e *market-based* è stata recentemente messa in discussione. Autori della portata di Rajan e Zingales (1995) conducendo un'approfondita analisi sulla struttura di capitale delle imprese appartenenti a Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia,

Italia, Inghilterra e Canada hanno osservato che la frattura tra Paesi orientati al mercato e alle banche non è così sostanziale come quella evidenziata nella precedente letteratura. Quindi nell'approfondimento che segue è importante tenere a mente queste considerazioni.

2.2.2 Letteratura empirica

L'obiettivo di questa sezione è capire come variano le caratteristiche delle IPO in funzione dei diversi Paesi studiando le ragioni che si nascondono dietro tali evidenze.

Tendenze delle IPO

La frattura tra *banked* e *market-based* si riflette inevitabilmente sulle tendenze delle IPO nei diversi Paesi.

L'Italia rappresenta abbastanza bene la situazione presente sulle borse europee. Qui le imprese sono molto riluttanti ad andare sul mercato e le poche che si quotano sono in genere di grandi dimensioni, mature, raccolgono poco capitale e nel periodo post IPO crescono lentamente. Inoltre, se immediatamente dopo la quotazione registrano un *de-leverage*, tale tendenza non è permanente. Pagano, Panetta e Zingales (1998) hanno riportato un'età media delle imprese italiane che accedono per la prima volta al mercato pari a 33 anni, mentre Rydqvist and Hogholm (1995) una media pari a 40 anni per le imprese europee. Rimanendo sul caso italiano, le imprese di nuova quotazione sono circa 8 volte più grandi e 6 volte più mature delle imprese statunitensi, mentre il loro tasso di crescita post IPO è circa la metà [Carpenter e Rondi (2004), Pagano, Panetta e Zingales (1998)]. A disincentivare le imprese italiane ad accedere ai mercati vi è in primo luogo l'elevato costo di *underpricing*. La Consob ha stimato un valore medio pari a 26,6% tra il 1988 e il 1994, estremamente elevato se lo si rapporta con i valori degli Stati Uniti e dei principali Paesi europei: 15,8% negli Stati Uniti, 4,2% in Francia e 10,9% in Germania (Tim Loughran, 1994). Fortunatamente tale valore è andato a ridursi nel tempo probabilmente a causa dei cambiamenti legislativi che hanno favorito lo sviluppo dei mercati. La Consob misura infatti un *underpricing* del 7,2% tra il 1995 e il 2000. In Italia poi i requisiti di quotazione sono molto stringenti specialmente se confrontati con quelli richiesti sulle Borse anglosassoni. Ad esempio, nel 1997 per quotarsi sulla Borsa di Milano le imprese dovevano avere un capitale di 10 miliardi di lire in eccesso, un fatturato positivo per i tre anni consecutivi precedenti all'IPO e almeno il 25% del capitale doveva

essere scambiato con almeno 500 nuovi azionisti. Il tutto accompagnato da severi obblighi di *disclosure*. È ovvio come tali requisiti abbiano costituito una barriera d'ingresso specialmente per le pmi, le imprese giovani e quelle high-tech. Numerosi studi dimostrano come la scelta delle imprese italiane di ricorrere alla quotazione sia lontana dalla volontà di raccogliere capitale per finanziare progetti di crescita. Infatti, le evidenze supportano l'ipotesi che le imprese italiane si quotino per accedere al debito a condizioni più favorevoli e migliorare la loro posizione nei confronti delle banche (Stefano Paleari, 2008). A questa giustificazione si aggiungono la volontà di equilibrare la loro struttura di capitale specialmente a seguito di grandi investimenti, il desiderio di sfruttare delle *window opportunities* e il fenomeno del *market timing* (M. Pagano, 1998). Spostando il discorso sulla proprietà, in Italia l'azionariato è molto concentrato, le minacce di *takeover* (scalata) sono limitate, il controllo viene esercitato da grandi azionisti o da creditori e il maggior conflitto di interessi non si sviluppa tra azionisti e manager, ma tra azionisti di maggioranza e di minoranza (Patrick Bolton, 1998). Le evidenze riportate trovano spiegazione nel fatto che le imprese italiane sono caratterizzate da una diffusa presenza di capitalismo familiare: sulla base dei dati del 9° censimento dell'Istat, oltre il 90% delle imprese italiane è a controllo familiare diretto e in tali realtà il primo socio detiene, in media, una quota pari al 70% del capitale (93,4% la quota detenuta dai primi tre soci). A ciò si accompagna il più delle volte un management di matrice familiare (L. Giordano M. M., 2017). Di conseguenza, nel 60% delle IPO tale struttura rimane pressoché invariata a conferma del fatto che storicamente le imprese italiane hanno usato la Borsa per difendere la stabilità della struttura proprietaria con il minimo capitale (Stefano Paleari, 2008). Una situazione molto simile viene registrata in Francia e Spagna, mentre tale tendenza è molto più attenuata se si considerano Paesi di origine tedesca e scandinava.

All'estremo opposto si collocano gli Stati Uniti dove le imprese quotate sono in numero molto elevato nonostante la considerevole diminuzione dal 2000. Le imprese giovani e di piccole dimensioni rappresentano la maggior parte del capitale sul mercato che usano per crescere rapidamente di scala e catturare i profitti associati a buone opportunità di investimento. Ad esempio, nel 1997 le piccole imprese quotate sul Nasdaq hanno raccolto capitale pari a sette volte tanto quello raccolto sull'Easdaq, Euro.NM, e AIM_Uk insieme (Commissione Europea, 1998). Effettivamente le imprese statunitensi trovano molto più facile accedere ai mercati e una volta quotate registrano elevati tassi di crescita intesi in termini di *asset*, CAPEX, vendite e numero di

dipendenti (Robert E. Carpenter L. R., 2004). Inoltre, la Borsa statunitense sembra essere un ottimo strumento a disposizione delle imprese high-tech per finanziare i propri progetti di sviluppo (Robert E. Carpenter B. C., 2002) e soprattutto di facile accesso nella misura in cui non chiede stringenti requisiti di trasparenza e di quotazione.

L'Inghilterra registra tendenze simili a quelle degli Stati Uniti che vanno in netta contrapposizione con gli standard europei. Come quelle americane, le imprese che si quotano sulla Borsa inglese sono in genere di piccole dimensioni, giovani e accedono in gran numero al mercato. Inoltre, dopo la quotazione tali imprese registrano una riduzione del debito che sembra permanere anche nel lungo periodo. La ragione che induce le imprese inglesi a quotarsi sul mercato principale viene spesso ricondotta al desiderio di bilanciare la propria struttura di capitale, mentre sui mercati secondari come l'AIM_Uk sembra muovere dalla volontà di finanziare progetti di crescita (Stefano Paleari, 2008). Dopo la quotazione succede spesso che gli azionisti più grandi perdano il controllo, a giustificare come uno dei motivi che induce le imprese inglesi a perseguire un'IPO derivi dalla volontà di trasferire il controllo. La stessa evidenza viene rilevata anche per gli Stati Uniti. Dal punto di vista dell'*ownership*, nei Paesi anglosassoni tipicamente si trovano grandi imprese dall'azionariato disperso, i *turn-over* sono alti, gli azionisti hanno un basso incentivo a esercitare azioni di monitoraggio e la minaccia di *takeover* è molto elevata (Patrick Bolton, 1998).

Approccio Law & Finance

Le analisi condotte nelle sezioni precedenti hanno messo in evidenza una frattura tra Paesi europei ed anglosassoni in termini di rilevanza delle Borse. Tuttavia, rimane una questione aperta: cosa determina lo sviluppo dei mercati? E quindi ad esempio come mai in Italia il numero di società che decide di quotarsi è così ridotto? Oppure perché in Germania e in Giappone il sistema è estremamente bancocentrico? O ancora, a cosa è riconducibile l'enorme sviluppo del mercato dei capitali negli Stati Uniti e in Inghilterra? Esiste una branca specialistica dell'economia dal nome *Law&Finance* che si occupa di questi studi fondata sull'idea che sistemi legali efficienti e norme efficaci a tutela degli investitori siano necessari per incoraggiare l'attività dei mercati tramite un aumento della domanda e dell'offerta di *equity* con conseguenze positive sulla crescita economica e lo sviluppo tecnologico di un Paese. I promotori di queste ricerche sono indubbiamente La Porta,

Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1996) (1997) (1999). Gli autori classificano i 49 Paesi analizzati sulla base dell'origine del sistema legale in vigore e costruiscono degli indici quantitativi per valutare le norme del diritto societario che regolano la protezione degli investitori. Lo scopo è capire come i diritti di azionisti e creditori, la qualità di applicazione della legge (*law enforcement*), dei sistemi contabili e dell'informazione economica cambiano tra Paesi e in che modo influenzano lo sviluppo dei mercati. Sia i diritti degli azionisti che quelli dei creditori vengono misurati con degli indicatori a cui viene assegnato un punteggio pari a 0 se lo specifico diritto non esiste, 1 altrimenti. La protezione degli azionisti viene rappresentata tramite la presenza del meccanismo *one-share one-vote*, gli *anti-director rights* (tra cui il voto per corrispondenza, l'obbligo di deposito delle azioni, l'ammissione del voto di lista, il diritto di recesso, il diritto di opzione, percentuale di capitale che può convocare un'assemblea straordinaria pari al 10%) e i dividendi obbligatori. Quella dei creditori, invece, viene misurata tramite l'esistenza di restrizioni in materia di ristrutturazione dell'impresa, la presa in possesso del collaterale in garanzia, l'esistenza di privilegi nell'esercizio del diritto, il ruolo dei manager in caso di ristrutturazione (se rimangono o no) e la presenza di riserve legali. Infine, l'efficienza del sistema giudiziario, le norme, il livello di corruzione, il rischio di espropriazione e la probabilità che il Governo si rifiuti di eseguire un contratto approssimano la qualità del *law enforcement*.

I sistemi legali esistenti si originano da due principali famiglie: *common* e *civil law*. La prima appartiene alla tradizione anglosassone e si basa sul precedente giurisprudenziale. La codificazione è molto snella con il vantaggio di adattarsi agevolmente all'evoluzione dei mercati. Inoltre, essendo nata come strumento di difesa dalla Corona, una grande attenzione viene dedicata ai temi relativi alla protezione della proprietà privata. La seconda, invece, deriva dal diritto romano e si pone a difesa dello Stato. La legge codificata rappresenta il cardine del sistema e porta come vantaggio una maggiore certezza e democraticità. I sistemi *civil law* si distinguono ulteriormente in base alla tradizione francese (fra cui compare l'Italia), tedesca e scandinava. Con i commerci e le colonizzazioni questi apparati legali sono stati trapiantati in tutto il mondo e un riassunto di tale classificazione viene riportato in Tabella 8. Al contrario dei Paesi di tradizione *common law*, i *civil law* di origine francese forniscono una bassissima protezione agli azionisti. Inoltre, mentre i Paesi di tradizione tedesca non forniscono grandi strumenti di tutela, quelli scandinavi si collocano in mezzo ai due estremi. In termini di protezione dei creditori, i Paesi *common law* si classificano nuovamente al primo posto nell'offrire massima tutela agli investitori,

mentre ultimi sono i Paesi di tradizione francese. Anche i Paesi tedeschi sono fortemente a favore dei creditori, mentre quelli scandinavi si collocano tra i tedeschi e i francesi. Per quello che riguarda la qualità del *law enforcement*, dei sistemi contabili e dell'informazione economica i Paesi tedeschi e scandinavi hanno dei valori molto alti pur rimanendo secondi ai Paesi di origine *common law*. Quelli di tradizione francese forniscono di nuovo la più debole protezione legale. Il più interessante adattamento alla povera protezione degli investitori risiede nel tipo di struttura proprietaria adottata. Gli autori dimostrano che dove la protezione è più debole l'azionariato tende ad essere più concentrato. Inevitabilmente i Paesi di matrice francese, presentano in linea generale un'elevata concentrazione della proprietà. Un altro fattore che merita di essere considerato riguarda il fatto che l'accesso a fonti esterne di finanziamento da parte delle imprese nei diversi Paesi dipende inevitabilmente dai termini a cui possono raccogliere debito o *equity*. Segue che nei Paesi che tutelano maggiormente gli investitori, questi avranno più incentivo a offrire dei finanziamenti a termini vantaggiosi e le imprese maggiore interesse ad accedere ai mercati. Inoltre, la protezione degli investitori contribuisce a diminuire il valore dell'*underpricing* subito dalle imprese che decidono di quotarsi in quanto attenua il problema di asimmetria informativa e la percezione del rischio legato all'investimento (Christian Hopp, 2007).

Il brillante contributo di La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny non si limita a queste osservazioni, ma arriva a dimostrare che i Paesi con una più alta protezione degli investitori e con un efficiente sistema legale presentano un maggiore sviluppo dei mercati dei capitali misurato in termini di capitalizzazione di mercato sul PIL, numero di società quotate per abitante, numero di IPO per abitante e debito privato sul PIL. In Tabella 8 è riportato il riassunto delle loro analisi. I Paesi di origine francese hanno il punteggio più basso in termini di protezione degli azionisti e un mercato estremamente sottosviluppato. La situazione opposta si registra per i Paesi anglosassoni, mentre quelli tedeschi e scandinavi si collocano nel mezzo. La protezione dei creditori non sembra essere un indicatore significativo.

Quanto affermato dagli autori indubbiamente continua ad avere valenza attuale, ma con un impatto più attenuato. Infatti, bisogna tener presente che i mercati da allora si sono evoluti notevolmente. Ad esempio, l'Europa ha adottato di recente una serie di norme e decreti volti a colmare lo svantaggio rispetto ai Paesi anglosassoni in termini di sviluppo dei mercati. Nel tentativo di migliorare la tutela degli investitori, sono state riviste le Direttive 2013/34/UE e 2007/36/UE e

sono entrate in vigore la Direttiva MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) e il relativo Regolamento MiFIR (Regulation on markets in financial instruments and amending Regulation)⁹.

In Italia uno dei maggiori provvedimenti approvati è stata l'adozione del TUF (Testo Unico della Finanza), noto anche come Legge Draghi ed emanato con il Decreto Legislativo 58/1998. Il TUF e le sue successive modifiche costituiscono la principale fonte normativa del diritto dei mercati finanziari nell'ordinamento italiano, ma soprattutto si pongono come il maggiore strumento disposto a difesa degli investitori. Inoltre, la Consob continua promuovere delle iniziative per rafforzare il mercato finanziario domestico e a portare avanti un'attenta attività di vigilanza a supporto degli investitori.

Le evidenze riportate dimostrano che al fine di risolvere le imperfezioni che caratterizzano le Borse è auspicabile un intervento da parte dello Stato. Tuttavia, questo non si deve limitare a rendere più accessibile il mercato per aumentare le quotazioni in quanto l'IPO di per sé non è sufficiente a garantire la crescita. Quindi da un lato bisogna incentivare le imprese quotate a impiegare il capitale raccolto per crescere, mentre dall'altro motivare gli investitori a finanziarle garantendo loro una protezione adeguata. Una soluzione che sembra riunire con successo tutti questi aspetti è la creazione dei Mercati Alternativi per il Capitale.

⁹ Per maggiori dettagli consultare la sezione Andamento del mercato e prospettive future contenuta nel Capitolo 4.

2.3 Figure, grafici e tabelle

Composizione delle attività e passività finanziarie delle famiglie (1)										
(consistenze di fine periodo)										
PAESI E ANNI	Circolante e depositi	Titoli pubblici e altre obbligazioni	Azioni, altre partecipazioni e quote di fondi comuni		Riserve assicurative e previdenziali (2)	Attività	Passività (3)			Ricchezza finanziaria netta
			di cui: quote di fondi comuni				di cui: debiti finanziari			
							di cui: mutui			
Quote percentuali sul totale delle attività										
In rapporto al reddito disponibile										
Italia										
2007	27,3	19,8	33,3	9,5	16,2	3,50	0,77	0,57	0,25	2,73
2012	30,9	18,6	29,2	7,1	18,2	3,54	0,86	0,66	0,34	2,68
2013	30,9	16,0	31,4	7,9	18,7	3,61	0,85	0,65	0,33	2,76
Francia										
2007	28,5	1,7	29,8	8,7	34,9	2,94	0,87	0,72	0,51	2,06
2012	30,1	1,6	23,3	6,9	37,1	3,06	1,05	0,83	0,61	2,01
2013	29,5	1,4	24,4	6,8	37,0	3,17	1,05	0,85	0,63	2,12
Germania										
2007	36,2	6,6	23,8	10,4	32,4	2,78	0,96	0,95	0,60	1,82
2012	40,7	4,8	17,7	8,5	36,0	2,74	0,87	0,86	0,55	1,88
2013	40,4	4,2	18,4	8,7	36,3	2,79	0,86	0,85	0,55	1,94
Spagna										
2007	37,9	2,6	42,6	10,7	13,4	2,86	1,39	1,31	0,93	1,47
2012	49,6	3,4	27,7	6,8	16,0	2,54	1,32	1,23	0,93	1,22
2013	46,6	1,1	34,1	7,7	15,6	2,79	1,25	1,16	0,89	1,54
Area dell'euro										
2007	31,8	7,9	29,2	9,2	28,0	3,14	1,04	0,95	0,59	2,10
2012	35,7	7,2	22,4	6,9	31,6	3,17	1,11	0,99	0,61	2,06
2013	35,2	6,2	24,1	7,2	31,6	3,27	1,10	0,98	0,61	2,17
Regno Unito										
2007	27,3	0,8	15,1	4,2	53,7	4,51	1,69	1,56	1,15	2,82
2012	28,9	0,8	11,6	2,2	55,2	4,21	1,44	1,37	0,96	2,77
2013	27,8	0,6	11,7	2,1	56,4	4,48	1,43	1,35	0,96	3,05
Stati Uniti (4)										
2007	11,5	9,0	46,5	11,2	29,7	5,06	1,35	1,33	1,00	3,71
2012	13,6	9,2	41,7	10,8	32,4	4,75	1,09	1,06	0,75	3,66
2013	12,5	8,2	45,4	11,6	31,1	5,30	1,09	1,06	0,74	4,21

Fonte: Banca d'Italia e Istat per i dati italiani. Per gli altri paesi: BCE (area dell'euro e paesi dell'area); BCE e Bank of England (Regno Unito); Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis (Stati Uniti).

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. La composizione percentuale delle attività non include alcune partite minori. – (2) Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e fondi di quiescenza. – (3) Debiti finanziari, debiti commerciali e altre partite minori. – (4) Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro al servizio della famiglia.

Tabella 1: Analisi comparata tra Paesi relativamente alla composizione delle attività e delle passività delle famiglie (2007-2013)

Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale 2013.

Passività delle imprese (1) (consistenze di fine periodo)									
PAESI E ANNI	Composizione percentuale delle passività				Indicatori finanziari				Per memoria: attività finanziarie / PIL
	Obbliga- zioni	Prestiti	Azioni e altre partecipa- zioni	Debiti commer- ciali e altre passività (2)	Passività / PIL	Debiti finanziari / PIL	Quota di debiti bancari (3)	Leverage (4)	
Italia									
2007	2,0	31,8	46,9	19,3	2,34	0,79	66,9	41,8	1,10
2012	3,4	33,9	42,7	20,0	2,22	0,83	66,5	46,7	0,98
2013	4,1	31,5	44,7	19,7	2,28	0,81	64,2	44,4	1,01
Francia									
2007	3,7	20,1	64,3	11,8	3,95	0,94	40,1	27,0	2,71
2012	6,7	22,0	57,7	13,6	3,64	1,04	38,4	33,2	2,50
2013	6,2	20,0	60,9	12,9	3,92	1,03	38,3	30,2	2,67
Germania									
2007	2,5	28,1	47,0	22,5	1,96	0,60	53,7	39,4	1,31
2012	2,7	29,1	44,2	23,9	1,80	0,57	52,5	41,8	1,26
2013	2,7	27,7	47,2	22,4	1,88	0,57	50,9	39,2	1,29
Spagna									
2007	0,3	34,0	48,6	17,1	3,84	1,32	64,5	41,4	2,28
2012	0,5	40,9	44,1	14,6	3,23	1,34	51,5	48,4	1,97
2013	0,6	37,0	49,9	12,4	3,42	1,29	46,2	43,0	2,06
Area dell'euro									
2007	2,4	29,1	54,0	14,5	2,99	0,94	51,6	36,9	1,84
2012	3,8	32,0	49,7	14,4	2,84	1,02	47,0	41,9	1,84
2013	3,8	29,8	52,8	13,6	2,97	1,00	45,5	38,9	1,93
Regno Unito									
2007	7,5	28,2	59,4	5,0	2,57	0,92	41,3	37,5	1,15
2012	10,4	27,9	56,3	5,4	2,54	0,97	31,3	40,5	1,23
2013	10,3	26,4	58,1	5,2	2,57	0,94	29,6	38,7	1,23
Stati Uniti (5)									
2007	9,8	15,8	57,4	17,0	2,92	0,75	37,6	30,8	1,18
2012	14,5	14,2	54,4	16,9	2,70	0,78	29,8	34,5	1,18
2013	13,9	12,8	58,9	14,3	2,98	0,80	29,1	31,2	1,21

Fonte: Banca d'Italia e Istat per i dati italiani. Per gli altri paesi: BCE (area dell'euro e paesi dell'area); BCE e Bank of England (Regno Unito); Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis (Stati Uniti).
(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Includono le riserve tecniche di assicurazione, i fondi pensione e gli strumenti derivati. – (3) Valori percentuali; quota dei prestiti delle banche residenti sul totale dei debiti finanziari. Per gli Stati Uniti sono inclusi anche i prestiti degli emittenti privati di titoli garantiti da attività (asset-backed securities). – (4) Valori percentuali; rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato. – (5) Dati riferiti al settore *nonfinancial business*.

Tabella 2: Analisi comparata tra Paesi relativamente alla composizione delle passività delle imprese (2007-2013)

Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale 2013.

	Canada	Germany	France	Spain	UK	Italy	Japan	Russian Federation	United States
2000	103,8%	65,1%	105,7%	84,69%	165,7%	67,3%	66,7%	0,0%	146,9%
2001	83,6%	54,9%	85,0%	74,80%	139,9%	45,4%	54,4%	0,0%	131,7%
2002	117,2%	33,0%	64,5%	65,46%	110,5%	37,7%	52,0%	0,0%	100,7%
2003	102,0%	43,1%	73,4%	80,08%	124,8%	39,2%	68,6%	0,0%	123,9%
2004	115,1%	42,4%	73,4%	87,95%	122,5%	43,9%	76,4%	0,0%	133,0%
2005	126,8%	42,0%	79,8%	82,95%	126,4%	43,1%	100,0%	0,0%	129,8%
2006	129,3%	54,5%	104,4%	104,62%	146,1%	52,8%	105,9%	0,0%	141,2%
2007	149,3%	61,2%	102,9%	121,66%	129,5%	48,7%	99,4%	0,0%	137,6%
2008	66,7%	29,6%	50,4%	58,00%	66,9%	21,8%	64,3%	0,0%	78,7%
2009	122,3%	37,8%	72,2%	95,70%	nd	30,0%	65,7%	62,3%	104,6%
2010	134,6%	41,8%	72,2%	81,84%	nd	25,2%	69,6%	62,4%	115,5%
2011	106,9%	31,5%	54,3%	69,29%	nd	19,0%	56,3%	38,6%	100,8%
2012	112,9%	42,0%	67,4%	74,26%	nd	23,2%	58,4%	38,0%	115,6%
2013	115,0%	51,7%	81,9%	81,54%	113,8%	28,9%	92,6%	34,5%	144,2%
2014	117,5%	44,9%	73,7%	71,88%	106,5%	27,5%	95,3%	19,0%	151,8%
2015	102,8%	51,1%	86,2%	65,65%	nd	nd	118,7%	29,7%	139,7%

Tabella 3: Analisi comparata tra Paesi riguardo l'andamento storico (2000-2015) della capitalizzazione di Borsa in rapporto al PIL
Dati espressi in termini percentuali. Fonte: World Bank, IBRD-IDA.

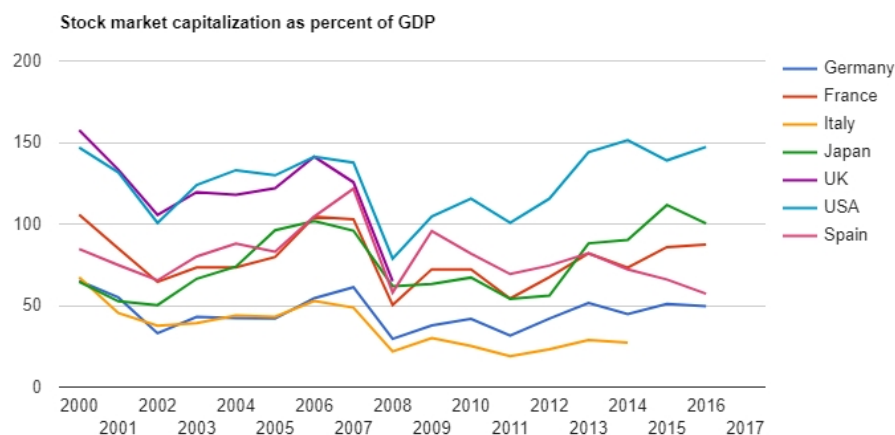


Figura 1: Andamento storico (2000-2017) della capitalizzazione di Borsa in rapporto al PIL nei principali Paesi europei ed anglosassoni
Fonte: TheGlobalEconomy.com, World Bank.

	Canada	Germany	France	Spain	UK	Italy	Japan	Russian Federation	United States
2000	1.507	744	1185	1.720	2.428	297	2.055	21	6.917
2001	1.278	749	936	2.959	2.438	294	2.103	21	6.177
2002	1.252	715	874	2.986	2.405	295	2.119	57	5.685
2003	3.578	684	817	3.191	2.311	271	2.174	266	5.295
2004	3.597	660	787	nd	2.486	269	2.276	412	5.226
2005	3.719	648	749	nd	2.757	275	2.323	414	5.145
2006	3.790	656	730	3.339	2.913	284	2.391	539	5.133
2007	3.881	761	707	3.498	2.588	301	2.389	592	5.109
2008	3.836	742	673	3.538	2.415	294	2.374	561	4.666
2009	3.727	704	652	3.435	2.179	291	2.320	550	4.401
2010	3.771	690	617	3.310	2.105	290	2.281	556	4.279
2011	3.980	670	586	3.241	1.987	311	2.280	817	4.171
2012	4.030	665	562	3.167	1.879	303	2.294	292	4.102
2013	3.810	639	500	3.213	1.857	285	3.408	261	4.180
2014	3.948	595	495	3.419	1.858	290	3.458	254	4.369
2015	3.799	555	490	3.623	nd	nd	3.504	251	4.381

Tabella 4: Analisi comparata tra Paesi riguardo l'andamento storico (2000-2015) del numero di società quotate

Fonte: World Bank, IBRD-IDA.

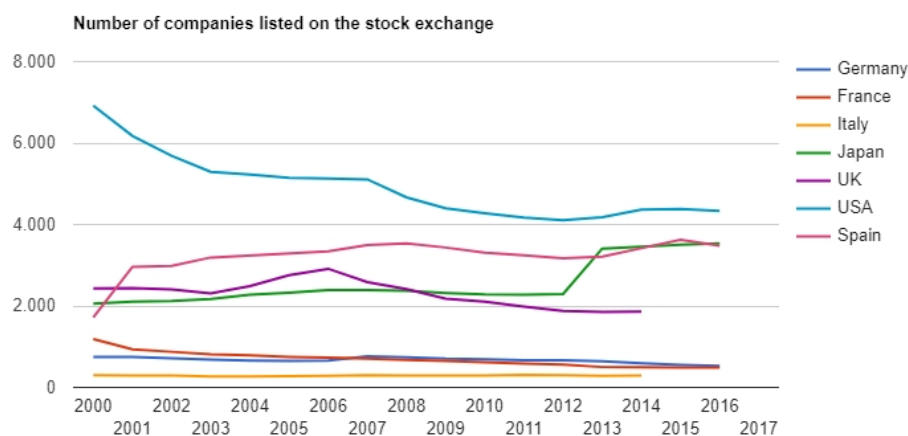


Figura 2: Andamento storico (2000-2017) del numero di società quotate nelle Borse dei principali Paesi europei ed anglosassoni

Fonte: TheGlobalEconomy.com, World Bank.

	GDP ¹		Capital Stock ²		Labour force ³	
	mean	sd	mean	sd	mean	sd
Australia	501.0	111.6	4.81	1.10	9,119.1	1,162.3
Austria	220.8	30.9	2.99	0.89	3,759.4	186.2
Belgium	274.5	34.2	3.10	0.47	4,012.6	280.6
Canada	816.8	150.7	3.85	0.78	14,774.5	1,566.4
Czech Rep.	90.9	17.7	2.85	0.46	4,817.0	102.4
Denmark	178.7	22.1	4.07	0.66	2,696.6	80.1
Estonia	8.2	3.0	11.08	3.49	639.5	75.1
Finland	135.4	24.7	2.22	1.03	2,309.9	148.4
France	1,554.6	177.9	3.05	0.48	24,404.9	1338.8
Germany	2,115.8	183.8	3.57	1.66	36,128.0	1,926.6
Greece	163.6	30.8	6.87	1.66	4,097.5	315.2
Hungary	81.5	12.0	5.38	0.84	3,815.9	179.6
Iceland	14.2	2.4	8.01	2.23	152.8	14.5
Ireland	114.4	53.3	8.43	1.11	1,609.4	347.7
Israel	92.3	21.3	4.53	2.40	2,255.5	356.9
Italy	1,333.9	107.5	2.44	0.75	21,383.4	1,105.2
Korea	612.7	176.4	7.36	3.73	21,308.5	1,772.4
Netherlands	460.5	70.3	3.68	0.71	7,584.9	784.9
Norway	204.0	35.5	3.05	1.22	2,214.2	177.5
Poland	209.4	57.7	11.66	3.77	14,877.0	713.2
Portugal	139.4	18.1	4.40	1.64	4,826.6	296.9
Slovak Rep.	41.9	11.7	5.53	1.35	2,186.7	112.3
Slovenia	24.2	5.6	-4.35	0.94	912.3	45.6
Spain	774.5	144.1	4.94	1.05	15,674.9	2,909.9
Sweden	245.2	42.0	8.23	2.09	4,226.1	220.9
UK	1,508.4	278.7	4.99	0.90	27,132.3	1,366.1
US	9,033.5	1,665.7	4.35	1.33	132,773.8	9,337.1

¹ Euro billions. ²Average rate of growth of capital stock between 1990 and 2010. ³Thousands of Civilian Labour Force which corresponds to total labour force excluding armed forces.

Tabella 5: Analisi comparata tra Paesi in funzione del PIL, tasso di crescita del capitale azionario e forza lavoro

Fonte: World Bank, IBRD-IDA.

	architecture size		architecture activity		architecture efficiency		financial architecture	
	mean	st dev	mean	st dev	mean	st dev	mean	st dev
Australia	1.106	0.163	0.796	0.175	0.011	0.006	1.135	0.160
Austria	0.226	0.127	0.099	0.074	0.006	0.003	0.193	0.115
Belgium	0.838	0.212	0.316	0.125	0.004	0.001	0.671	0.156
Canada	0.991	0.218	0.720	0.177	0.016	0.006	1.024	0.185
Czech Republic	0.598	0.183	0.370	0.190	0.014	0.007	0.579	0.222
Denmark	0.580	0.483	0.607	0.606	0.009	0.002	0.720	0.657
Estonia	0.494	0.284	0.155	0.180	0.009	0.016	0.380	0.223
Finland	1.910	1.285	1.693	0.773	0.008	0.003	2.160	1.080
France	0.872	0.203	0.781	0.229	0.010	0.002	0.995	0.225
Germany	0.427	0.082	0.522	0.184	0.016	0.004	0.584	0.139
Greece	1.050	0.830	0.682	0.772	0.014	0.005	1.032	0.955
Hungary	0.653	0.318	0.541	0.319	0.035	0.015	0.732	0.376
Iceland	0.535	0.223	0.338	0.265	0.010	0.007	0.521	0.260
Ireland	0.431	0.267	0.215	0.138	0.002	0.002	0.379	0.228
Israel	0.844	0.255	0.438	0.178	0.012	0.004	0.758	0.244
Italy	0.510	0.243	0.579	0.219	0.027	0.012	0.673	0.259
Korea, Rep.	0.757	0.218	1.619	0.455	0.034	0.012	1.486	0.356
Netherlands	0.694	0.303	0.855	0.351	0.012	0.009	0.945	0.355
Norway	0.707	0.163	0.715	0.280	0.015	0.004	0.863	0.271
Poland	0.762	0.245	0.293	0.109	0.015	0.005	0.620	0.193
Portugal	0.308	0.111	0.208	0.102	0.010	0.006	0.311	0.125
Slovak Republic	0.141	0.057	0.034	0.033	0.011	0.015	0.107	0.033
Slovenia	0.415	0.148	0.062	0.032	0.005	0.004	0.273	0.091
Spain	0.627	0.163	1.034	0.352	0.005	0.004	1.020	0.314
Sweden	1.443	0.979	1.563	0.590	0.015	0.003	1.820	0.896
United Kingdom	0.940	0.340	0.965	0.286	0.018	0.010	1.156	0.211
United States	2.433	0.538	4.372	1.250	0.060	0.021	4.214	0.769

Tabella 6: Analisi comparata tra Paesi riguardo il loro orientamento al mercato

L'architecture size misura il rapporto tra dimensione del mercato, rilevata tramite la capitalizzazione totale delle imprese domestiche in percentuale del PIL, e la dimensione del settore bancario, attraverso il rapporto tra credito bancario e PIL. L'architecture activity viene calcolata come rapporto tra il valore totale delle azioni scambiate e il credito bancario. L'architecture efficiency misura il rapporto tra il turnover ratio e l'overhead ratio. Infine, la financial architecture combina le variabili descritte con la struttura finanziaria definita in Tabella 7.

Fonte: elaborazione del Global Financial Development Database fornito dalla World Bank a cura di Giordano, Guagliano (2014).

		foreign banks	bank concentration	lending- deposit spread	bank capitalization	stock price volatility	listed companies
Australia	mean	41.00	71.04	4.19	5.89	15.02	77.48
	st dev	3.59	13.22	0.79	0.93	5.86	10.06
Austria	mean	3.60	67.02	3.60	5.55	21.70	11.60
	st dev	2.26	10.13	0.24	0.94	9.54	1.25
Belgium	mean	39.80	84.13	4.72	3.52	18.53	16.93
	st dev	3.84	3.78	0.46	0.74	6.40	3.26
Canada	mean	42.07	69.31	3.34	4.48	18.26	94.86
	st dev	1.10	13.72	0.56	0.53	7.17	32.61
Czech Republic	mean	53.27	68.61	4.53	5.75	23.30	7.00
	st dev	9.48	3.82	0.29	0.49	7.54	6.92
Denmark	mean	6.80	81.84	4.81	5.58	20.70	37.80
	st dev	4.04	2.59	0.11	0.66	6.05	3.96
Estonia	mean	45.13	96.85	4.13	10.92	24.45	12.91
	st dev	24.97	2.03	1.67	2.77	13.57	2.95
Finland	mean	14.87	96.71	3.37	7.26	30.58	25.84
	st dev	4.24	3.65	0.51	1.88	11.94	2.40
France	mean	6.67	60.90	3.85	5.35	23.71	13.51
	st dev	0.72	4.22	0.33	1.18	7.29	1.47
Germany	mean	11.93	72.26	6.45	4.25	24.02	8.64
	st dev	1.49	3.34	0.35	0.22	7.25	1.51
Greece	mean	50.50	73.33	5.76	7.38	27.48	27.63
	st dev	9.24	12.25	1.30	1.83	9.07	2.76
Hungary	mean	81.53	71.19	3.01	8.96	28.96	4.88
	st dev	8.58	5.80	1.47	0.58	9.48	0.73
Iceland	mean	n.a.	100.00	6.89	8.31	n.a.	123.11
	st dev	n.a.	0.00	0.94	2.56	n.a.	81.34
Ireland	mean	86.27	76.52	3.77	5.47	21.61	15.07
	st dev	3.77	9.81	1.18	0.99	9.05	3.82
Israel	mean	11.47	75.36	3.60	5.97	21.18	90.45
	st dev	3.42	2.32	0.82	0.74	4.51	10.31
Italy	mean	5.67	58.34	5.12	7.28	23.05	4.82
	st dev	2.47	13.61	0.28	0.80	8.21	0.23
Korea, Rep.	mean	18.09	86.70	1.66	6.96	30.55	32.37
	st dev	7.52	20.91	0.41	2.51	10.00	4.33
Netherlands	mean	47.27	82.58	1.09	4.22	24.00	11.38
	st dev	4.15	9.72	0.96	0.78	8.61	3.72
Norway	mean	1.00	93.10	2.19	6.66	25.25	41.06
	st dev	0.00	3.01	0.29	0.56	9.13	3.44

		foreign banks	bank concentration	lending- deposit spread	bank capitalization	stock price volatility	listed companies
Poland	mean	60.80	60.53	4.99	7.79	28.01	8.19
	st dev	13.98	11.64	1.28	0.50	6.78	4.19
Portugal	mean	24.53	82.40	3.33	6.05	17.23	6.67
	st dev	6.42	12.64	0.77	0.36	6.32	3.26
Slovak Republic	mean	70.07	70.30	4.46	8.34	21.45	55.27
	st dev	22.19	11.36	1.35	1.61	5.11	40.26
Slovenia	mean	25.80	63.08	4.58	8.87	16.52	36.98
	st dev	9.51	8.53	1.06	1.32	7.27	19.14
Spain	mean	5.60	74.13	2.06	6.90	23.78	60.08
	st dev	1.06	7.57	0.15	0.85	7.46	25.03
Sweden	mean	1.73	94.49	3.40	5.17	25.72	32.24
	st dev	0.46	0.93	0.49	0.53	7.15	3.15
United Kingdom	mean	50.33	48.76	2.73	6.70	18.38	38.08
	st dev	4.64	13.54	n.a.	1.61	6.32	5.40
United States	mean	21.33	28.11	n.a.	9.65	20.22	19.61
	st dev	5.23	5.45	n.a.	0.95	7.49	5.28

Tabella 7: Analisi comparata fra Paesi riguardo la loro struttura finanziaria

Le foreign banks rappresentano la percentuale di banche straniere sul numero totale delle banche presenti nell'economia di un Paese. La bank concentration misura gli assets delle tre banche commerciali più grandi sugli assets totali di tutte le banche commerciali in uno Stato. Lending-deposit spread indica la differenza tra il tasso di prestito e il tasso di deposito. La bank capitalization individua il rapporto tra capitale bancario e riserve sul total assets. La stock price volatility è misurata attraverso la volatilità media dell'indice di mercato nazionale registrata su 360 giorni. Infine, il numero di imprese quotate conta le imprese domestiche presenti sul mercato per 1.000.000 abitanti.

Fonte: elaborazione del Global Financial Development Database fornito dalla World Bank a cura di Giordano, Guagliano (2014).

Country	External Cap / GNP	Domestic Firms / Pop	IPOs / Pop	Debt / GNP	GDP growth	Log GNP	Rule of Law	Antidirector Rights	One-Share = One-Vote	Creditor Rights
<i>Panel A: Means</i>										
Australia	0.49	63.55	.	0.76	3.06	12.64	10.00	4	0	1
Canada	0.39	40.86	4.93	0.72	3.36	13.26	10.00	4	0	1
HongKong	1.18	88.16	5.16	.	7.57	11.56	8.22	4	1	4
India	0.31	7.79	1.24	0.29	4.34	12.50	4.17	2	0	4
Ireland	0.27	20.00	0.75	0.38	4.25	10.73	7.80	3	0	1
Israel	0.25	127.60	1.80	0.66	4.39	11.19	4.82	3	0	4
Kenya	.	2.24	.	.	4.79	8.83	5.42	3	0	4
Malaysia	1.48	25.15	2.89	0.84	6.90	11.00	6.78	3	1	4
New Zealand	0.28	69.00	0.66	0.90	1.67	10.69	10.00	4	0	3
Nigeria	0.27	1.68	.	.	3.43	10.36	2.73	3	0	4
Pakistan	0.18	5.88	.	0.27	5.50	10.88	3.03	4	1	4
Singapore	1.18	80.00	5.67	0.60	1.68	11.68	8.57	3	1	3
South Africa	1.45	16.00	0.05	0.93	7.48	10.92	4.42	4	0	4
SriLanka	0.11	11.94	0.11	0.25	4.04	9.28	1.90	2	0	3
Thailand	0.56	6.70	0.56	0.93	7.70	11.72	6.25	3	0	3
UK	1.00	35.68	2.01	1.13	2.27	13.86	8.57	4	0	4
US	0.58	30.11	3.11	0.81	2.74	15.67	10.00	5	0	1
Zimbabwe	0.18	5.81	.	.	2.17	8.63	3.68	3	0	4
English Origin Avg	0.60	35.45	2.23	0.68	4.30	11.41	6.46	3.39	0.22	3.11
Argentina	0.07	4.58	0.20	0.19	1.40	12.40	5.35	4	0	1
Belgium	0.17	15.50	0.30	0.38	2.46	12.29	10.00	0	0	2
Brazil	0.18	3.48	0.00	0.39	3.95	13.03	6.32	3	1	1
Chile	0.80	19.92	0.35	0.63	3.35	10.69	7.02	3	1	2
Colombia	0.14	3.13	0.05	0.19	4.38	10.82	2.08	1	0	0
Ecuador	.	13.18	0.09	.	4.55	9.49	6.67	2	0	4
Egypt	0.08	3.48	.	.	6.13	10.53	4.17	2	0	4
France	0.23	8.05	0.17	0.96	2.54	14.07	8.98	2	0	0
Greece	0.07	21.60	0.30	0.23	2.46	11.25	6.18	1	1	1
Indonesia	0.15	1.15	0.10	0.42	6.38	11.84	3.98	2	0	4
Italy	0.08	3.91	0.31	0.55	2.82	13.94	8.33	0	0	2
Jordan	.	23.75	.	0.70	1.20	8.49	4.35	1	0	.
Mexico	0.22	2.28	0.03	0.47	3.07	12.69	5.35	0	0	0
Netherlands	0.52	21.13	0.66	1.08	2.55	12.68	10.00	2	0	2
Peru	0.40	9.47	0.13	0.27	2.82	10.92	2.50	2	1	0
Philippines	0.10	2.90	0.27	0.10	0.30	10.44	2.73	4	0	0
Portugal	0.08	19.50	0.50	0.64	3.52	11.41	8.68	2	0	1
Spain	0.17	9.71	0.07	0.75	3.27	13.19	7.80	2	0	2
Turkey	0.18	2.93	0.05	0.15	5.05	12.08	5.18	2	0	2
Uruguay	.	7.00	0.00	0.26	1.96	9.40	5.00	1	1	2
Venezuela	0.08	4.28	0.00	0.10	2.65	10.99	6.37	1	0	.
French Origin Avg	0.21	10.00	0.19	0.45	3.18	11.55	6.05	1.76	0.24	1.58
Austria	0.06	13.87	0.25	0.79	2.74	12.13	10.00	2	0	3
Germany	0.13	5.14	0.08	1.12	2.60	14.46	9.23	1	0	3
Japan	0.62	17.78	0.26	1.22	4.13	15.18	8.98	3	1	2
South Korea	0.44	15.88	0.02	0.74	9.52	12.73	5.35	2	1	3
Switzerland	0.62	33.85	.	.	1.18	12.44	10.00	1	0	1
Taiwan	0.88	14.22	0.00	.	11.56	12.34	8.52	3	0	2
German Origin Avg	0.46	16.79	0.12	0.97	5.29	13.21	8.68	2.00	0.33	2.33
Denmark	0.21	50.40	1.80	0.34	2.09	11.84	10.00	3	0	3
Finland	0.25	13.00	0.60	0.75	2.40	11.49	10.00	2	0	1
Norway	0.22	33.00	4.50	0.64	3.43	11.62	10.00	3	0	2
Sweden	0.51	12.66	1.66	0.55	1.79	12.28	10.00	2	0	2
Scandinavian Origin Avg	0.30	27.26	2.14	0.57	2.42	11.80	10.00	2.50	0.00	2.00
Sample Average	0.40	21.59	1.02	0.59	3.79	11.72	6.85	2.44	0.22	2.30

Tabella 8: Protezione degli investitori e sviluppo del mercato dei capitali. Analisi comparata tra Paesi

Con antidirector rights si intendono: il voto per corrispondenza, l'obbligo di deposito delle azioni, l'ammissione del voto di lista, il diritto di recesso, il diritto di opzione, percentuale di capitale che può convocare un'assemblea straordinaria pari al 10%. Questi insieme alla regola one-share one-vote e ai dividendi obbligatori rappresentano la tutela degli azionisti. I creditor rights, invece, misurano: l'esistenza di restrizioni in materia di ristrutturazione dell'impresa, la presa in possesso del collaterale in garanzia, l'esistenza di privilegi nell'esercizio del diritto, il ruolo dei manager in caso di ristrutturazione (se rimangono o no) e la presenza di riserve legali.

Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1997).

3. Verso una potenziale soluzione: i Mercati Alternativi del Capitale

Dopo aver chiarito l'importanza che le pmi rivestono nel sistema economico europeo, si cerca di comprendere in che modo i Mercati Alternativi del Capitale (MAC) riuscirebbero ad agevolarne la quotazione e quali fallimenti tentano di sopperire. L'analisi viene completata dalle evidenze empiriche tratte dal mercato alternativo in crescita più di successo a livello mondiale: l'AIM_Uk.

3.1 Importanza relativa delle piccole e medio imprese in Italia e nel resto dell'Europa

A partire dagli anni '90 il mercato borsistico italiano ha subito numerose trasformazioni. Infatti, cercando di seguire l'esempio europeo, l'Italia ha adottato delle riforme che le consentissero di porre freno al significativo sottosviluppo dei mercati identificato come in parte responsabile della lenta crescita economica del Paese. L'idea alla base dei cambiamenti registrati muove dal tentativo di sopperire ai fallimenti riscontrati sul mercato dei capitali e si evolve nel promuovere lo sviluppo degli stessi, l'espansione del numero di pmi, imprese giovani e high-tech quotate e il tasso di occupazione proprio in queste. L'importanza che queste particolari categorie di imprese ricoprono nel sistema economico è evidente se si guarda la distribuzione delle pmi in Europa riportata in Figura 3. Nella prima metà della classifica si collocano l'Italia e la Spagna con rispettivamente 6,1 e 5,3 imprese per 100 abitanti superando notevolmente la media europea che nel 2015 ammonta a 4,5, valore condiviso dalla Francia. Seguono l'Inghilterra e la Germania con 2,9 e 2,2, valori più alti solo della Romania. Nel 2016 le pmi (o SMEs¹⁰) appartenenti a settori non finanziari costituiscono il 99,8% di tutte le imprese europee, contribuiscono per il 56,8% al valore aggiunto e al 67% del livello di occupazione. Tradotto in numeri, 23 milioni di pmi non finanziarie generano 4,03 trilioni di euro di valore aggiunto e forniscono circa 93 milioni di posti di lavoro (Tabella 9). Nel prossimo biennio si prospetta un futuro aumento nel loro contributo alla creazione di valore

¹⁰ Con Small Medium Enterprises si intendono le piccole e medie imprese con meno di 250 impiegati, un fatturato annuale minore di 50 milioni di euro e/o un *total assets* inferiore a 43 milioni di euro. La definizione è stata introdotta con l'EU Commission Recommendation 2003/361 e pubblicata nell'Official Journal L 124, 20/05/2003 P. 0036 – 0041.

e di occupazione in scia con la crescita che si registra per il terzo anno consecutivo e che nel 2016 misura un aumento tendenziale rispettivamente dell'1,4% e 1,6%. L'Italia e la Spagna si configurano come i Paesi le cui pmi forniscono il maggior contributo in termini di valore aggiunto e numero di impiegati con dei valori che superano in modo significativo la media delle altre economie europee (Figura 4). Francia, Germania e Inghilterra, invece, presentano delle percentuali notevolmente più basse che le portano a fondo classifica. Per tutti, invece, è particolarmente importante la presenza delle pmi in settori quali servizi di alloggio e ristorazione, servizi alle imprese, costruzioni, commercio al dettaglio e all'ingrosso. Fondamentale è poi notare come le micro imprese, ossia con meno di 10 addetti, contribuiscono in modo estremamente significativo a costituire questi indicatori. Esse, infatti, coprono il 93% di tutte le pmi generando il 20,9% del valore aggiunto e il 29,8% dell'occupazione. In questa fascia dimensionale compaiono le imprese giovani e ad alto potenziale di crescita fra cui numerose *start-up*, importantissime per sostenere la crescita economica di un Paese, occupando circa il 9,2%. Fra i settori maggiormente sostenuti dalla presenza di imprese *fast-growing* compaiono quello dell'informazione e comunicazione, servizi amministrativi e di assistenza.

Le pmi, le imprese giovani e high-tech giocano quindi un ruolo critico nell'economia europea creando opportunità di lavoro e contribuendo significativamente al livello del PIL. Per tanto interventi dello Stato volti agevolare lo sviluppo sui mercati per facilitarne la crescita abbattendo le barriere d'ingresso sono indubbiamente auspicabili al fine di vantare un certo livello di competitività tra Paesi. Come già accennato nei precedenti capitoli, fra i maggiori ostacoli affrontati dalle imprese nel tentativo entrare nei mercati europei, fra cui in particolare quello italiano, si ricordano: gli elevati costi di quotazione fra cui l'*underpricing* derivante dalla presenza di forti asimmetrie informative, i problemi di incentivo, i stringenti e costosi requisiti di accesso e gli obblighi di *disclosure*. Parallelamente le politiche a favore del settore bancario che segnano la limitata partecipazione di investitori professionali, il basso livello di protezione degli investitori, lo scarso *law enforcement*, la ridotta qualità dei sistemi contabili e dell'informazione economica scoraggiano lo sviluppo della domanda e dell'offerta sui mercati limitando ulteriormente la quotazione di queste imprese.

3.2 Mercati Alternativi del Capitale

L'Italia si inserisce nel panorama internazionale reagendo alle problematiche evidenziate con la creazione dei Mercati Alternativi del Capitale (MAC). Nati recentemente come mercati azionari secondari, i MAC si contraddistinguono dai listini principali per una regolamentazione più flessibile e per un processo di quotazione meno costoso con l'obiettivo di agevolare l'accesso delle pmi con alte potenzialità di crescita. Inoltre, si rivolgono a imprese giovani e high-tech che presentano profittevoli opportunità di sviluppo future. Questi mercati non richiedono una capitalizzazione minima d'accesso o di anni di istituzione della società, non impongono stringenti vincoli economico-finanziari e di *corporate governance*, forniscono un processo di ammissione più rapido e meno oneroso e prevedono la nomina di un consulente che assiste l'azienda durante tutto il processo di quotazione. L'enorme interesse rivolto ai MAC si giustifica con l'idea che segmenti di mercato ad *hoc* riescano nella loro specificità ad agevolare la quotazione delle categorie di imprese più colpite dai fallimenti di mercato incentivandole a usare il capitale raccolto per crescere.

La distribuzione dei MAC divisa per aree geografiche e aggiornata al 2013 è riportata in Tabella 10.

L'Europa si classifica al primo posto come numero di mercati secondari. L'esempio di maggior interesse si ha in Inghilterra con l'AIM_Uk, diventato poco tempo dopo la sua creazione uno dei mercati in crescita di maggior successo a livello mondiale. L'America conta solo tre mercati alternativi che tuttavia sembrano essere ben consolidati se si guarda alla loro capitalizzazione. Da notare come fra questi non compaia il Nasdaq. Il mercato americano dedicato alle imprese high-tech, infatti, vanta la quotazione di imprese di grandi dimensioni e spesso ben consolidate che lo escludono dall'essere classificato come MAC. I mercati alternativi più grandi al mondo in termini di capitalizzazione si trovano in Asia-Pacifico. Infine, in Africa e Medio Oriente i MAC sono stati introdotti solo recentemente e per tale ragione il loro sviluppo in termini di capitalizzazione è ancora limitato.

In Figura 5 è riportato l'andamento del numero di società quotate sui MAC dal 2002 al 2010 per ogni continente discriminando tra società nazionali ed estere. L'America conta il maggior numero di società quotate che presentano un trend abbastanza costante nel tempo. Tuttavia, le imprese straniere hanno pochissimo spazio su questi mercati. In Asia-Pacifico il numero di quotazioni è in aumento, ma

riguarda per la maggior parte imprese nazionali. Anche in Europa si rileva un trend crescente, ma a differenza dell'Asia-Pacifico, la componente di società straniera è molto significativa. In ultimo, l'Africa-Medio Oriente conta pochissime imprese quotate e quasi esclusivamente nazionali.

3.3 AIM_Uk: un modello da imitare

Nato nel 1995, AIM_Uk si pone come miglior mercato a livello internazionale disegnato per aiutare le pmi, le imprese giovani e high-tech ad alto potenziale di crescita ed a un qualsiasi stadio di sviluppo ad accedere al mercato del capitale. Il suo enorme successo si evince chiaramente da alcuni indicatori riferiti al 2015: più di 3600 imprese rappresentati 100 diversi Paesi e più di 40 settori industriali sono state ammesse alla quotazione raccogliendo 92 miliardi di sterline, di cui 40 derivanti dall'IPO e 52 da successivi aumenti di capitale. Inoltre, la capitalizzazione media di un'impresa quotata è passata da 8,2 milioni di sterline nel 1995 a 70 nel 2015. Nello stesso anno il *turnover* totale ha superato i 50 miliardi di sterline mentre la capitalizzazione totale ha raggiunto circa i 75 miliardi di sterline a sottolineare la forte liquidità del mercato. Oggi AIM_Uk conta 960 imprese di cui 808 nazionali mentre 152 estere¹¹ a sottolineare il forte interesse che le imprese straniere manifestano nel mercato londinese. Inoltre, se si considera il fatto che sul Main Market sono quotate 942 imprese domestiche, è chiaro il peso che AIM_Uk riveste sulla Borsa inglese. Un'analisi storica riportata in Figura 6 mostra un trend crescente del numero di società quotate che raggiunge il suo picco nel 2007 con 1694 imprese presenti sul mercato. Nel 2005, invece, si registra un record in termini di numero di ammissioni per un totale di 519. Tuttavia, tale tendenza ha subito un arresto nel 2008 che prosegue ancora oggi probabilmente attribuibile alla crisi finanziaria 2007-2008 che ha reso le imprese più riluttanti ad andare sul mercato. Un simile andamento viene confermato guardando il *market value*¹² che tuttavia già nel 2009 è tornato a crescere, seppur non in modo costante, raggiungendo nel 2017 il suo massimo storico di quasi 106 miliardi di sterline (Figura 7).

In Tabella 11 vengono mostrate le imprese quotate sull'AIM_Uk divise per *market value* in confronto con le imprese domestiche quotate sul Main Market. Per l'AIM_Uk il segmento più popoloso è quello sotto i 50

¹¹ Dati tratti dall'archivio storico del London Stock Exchange e aggiornati a dicembre 2017.

¹² Misurata come numero di azioni emesse moltiplicate per il *closing mid-price*.

milioni di sterline che conta 585 società che occupano circa il 61% del mercato. A seguire compaiono rispettivamente la fascia da meno di 25 milioni con 424 imprese e quella con più di 50 milioni a cui ne appartengono 354. Quest'ultimo è il più importante in termini di capitalizzazione coprendo circa il 90% del mercato. All'opposto, la fascia dimensionale più popolosa nel Main Market è quella da 50 milioni di sterline che conta 780 imprese, ossia circa l'83% delle imprese domestiche, che coprono il 99,9% della capitalizzazione di mercato.

Considerando, infine, il numero di IPO e il relativo capitale raccolto tra il 2010 e il 2016 si nota come tali valori siano abbastanza oscillanti ma nella media estremamente positivi (Figura 8). Il picco in termini di numero di quotazioni si ha nel 2010 con 20 nuovi ingressi e con una raccolta che ammonta a circa 600 milioni di sterline, mentre nel 2014 è stato registrato un record di raccolta da parte di 16 nuove imprese compreso tra i 1,2 e 1,4 miliardi di sterline. Confrontando questi dati con la situazione sul Main Market (Figura 9) emerge come in quest'ultimo il numero di quotazioni sia in media minore, mentre le raccolte naturalmente più alte (il picco si raggiunge tra i 9 e i 10 miliardi di sterline).

Le ragioni che giustificano questi risultati e che indentificano l'AIM_Uk come miglior mercato in crescita a livello mondiale sono da ricondurre all'approccio regolatorio estremamente semplificato rispetto al listino principale insieme al rapido e semplice processo di IPO, al ruolo chiave del *network* di investitori professionali e consulenti che supporta l'attività delle imprese e alla facilità che queste hanno nel raccogliere finanziamenti.

La quotazione sull'AIM_Uk non richiede né una capitalizzazione minima né un periodo minimo di operatività della società. Tuttavia, le informazioni finanziarie relative agli ultimi tre esercizi devono suggerire la volontà di crescita dell'azienda. Inoltre, ci si aspetta che l'impresa aderisca alle norme di *corporate governance* nonostante questa opzione sia facoltativa. La semplificazione normativa è evidente se si considera che per quotarsi sul Main Market è richiesta una capitalizzazione minima pari a 700.000 sterline, un'operatività di almeno tre anni, una percentuale pari al 25% di azioni in mano pubblica e per importanti acquisizioni e cessioni è necessaria l'autorizzazione assembleare. In aggiunta, nel caso in cui le imprese si quotino sul segmento Premium è obbligatorio nominare uno Sponsor. Un riassunto più dettagliato è riportato in Tabella 12.

Per quello che riguarda l'iter di quotazione, uno dei primi *step* che un'impresa deve compiere per quotarsi sull'AIM_Uk consiste nel nominare un Nomad (Nominated Adviser). Questa figura, che non compare sul Main Market, riveste un ruolo centrale di consulente che accompagna l'impresa sia durante la fase di ammissione che per tutta la sua permanenza sul mercato. Il Nomad deve infatti valutare la *due diligence* dell'impresa per assicurarsi che abbia i giusti requisiti per quotarsi sull'AIM_UK, guidarla e prepararla alla quotazione sul mercato, aiutarla a preparare la documentazione richiesta per l'ammissione e dare la sua approvazione per l'ammissione. L'impresa è poi affiancata da altri *advisors* che includono un *broker* (fondamentale in quanto facilita gli scambi e promuove l'impresa sul mercato), legali, commercialisti e un Market Maker (intermediario finanziario che gestisce la liquidità e i prezzi sul mercato). Questi profili insieme al Nomad contribuiscono a definire la posizione finanziaria, il *business* e le strategie di crescita dell'impresa necessarie per prepararla ad andare sul mercato. Tali informazioni sono fondamentali per formulare le prime ipotesi di valutazione che si concretizzano nel documento di ammissione. Successivamente la sua approvazione si ha una fase di *marketing* in cui insieme al *broker* l'impresa pianifica il *roadshow* per gli investitori, fase che si conclude con la comunicazione di pre-ammissione. A termine del completamento della domanda, della pubblicazione dei documenti di ammissione e del collocamento dell'offerta si ha la definizione del prezzo e l'allocazione dell'offerta. L'intero processo di IPO ha una durata stimata discretamente breve di circa cinque mesi. Seguendo l'esempio scolastico proposto da Lanzotti (2014/2015), si è inoltre in grado di stimare quando costa il processo di quotazione. Prendendo come riferimento un'impresa con una capitalizzazione di 25 milioni di sterline ed un importo totale di denaro raccolto tramite IPO di 10 milioni, il suo costo totale, numericamente suddiviso in Tabella 13, ammonta circa a 750.000 sterline. In linea generale, il livello base di partenza è 350.000-450.000 sterline¹³ a cui si aggiungono gli altri costi variabili. L'ammontare totale pagato dalle imprese è relativamente contenuto se lo si confronta con quello richiesto per quotarsi sul Main Market. Qui il livello base ammonta a circa 700.000-900.000 sterline a cui si devono aggiungere altri costi come i pagamenti degli *advisors* (si pensi già solo che il costo del *broker* viene calcolato sul 4%-6% del capitale raccolto). Ovviamente il confronto è da interpretare come una stima molto indicativa in quanto dipende fortemente dalla dimensione, dal settore e in generale dalle caratteristiche strutturali dell'impresa considerata.

¹³ Stime riportate da www.withersworldwide.com

Il *network* di investitori professionali e consulenti costituisce un ulteriore punto a favore dell'AIM_Uk. Essi, infatti, godono di un'elevata reputazione sul mercato che valuta positivamente il loro ruolo in quanto da un lato riduce asimmetria informativa mentre dall'altro supporta il *business* delle imprese dando ai potenziali investitori maggiore incentivo a finanziarle.

Infine, come maggior vantaggio, il mercato londinese consente alle imprese quotate di raccogliere il capitale necessario per inseguire una rapida crescita. In questo senso l'efficienza dell'AIM_Uk emerge guardando la Figura 10 in cui vengono rappresentati i tassi di crescita del fatturato e del numero di impiegati pesati per la dimensione delle imprese quotate al primo anno dopo l'IPO. È sorprendente notare come le società che presentano un fatturato minore di 5 milioni di sterline al momento dell'ammissione registrino una crescita dello stesso del 200% e un aumento del numero di impiegati del 100%.

Cambiando prospettiva e inserendosi nell'ottica dei *policy maker*, l'AIM_Uk ha contribuito positivamente sugli indicatori macroeconomici dell'Inghilterra. Infatti, stimolando il livello di innovazione, lo sviluppo tecnologico e l'imprenditorialità ha generato nei notevoli benefici in termini di produttività, occupazione e crescita economica. Per quantificare l'impatto macroeconomico si pensi che le imprese quotate sull'AIM_Uk hanno generato 25 miliardi di sterline in PIL e dato 731.000 posti di lavoro.

È evidente come diversi Paesi, primo fra tutti l'Italia, abbiano tentato di esportare questo modello di mercato nella speranza di emularne i risultati. Tuttavia, è sufficiente copiare i principi del modello per ottenere lo stesso successo in un contesto differente?

3.4 Figure, grafici e tabelle

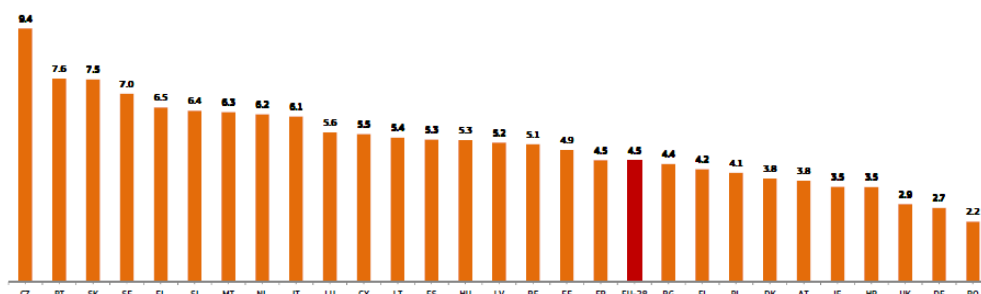


Figura 3: Numero di pmi per 100 abitanti (2015)

Fonte: Eurostat, National Statistical Offices and DIW Econ.

	Micro	Small	Medium	SME	Large	Total
Number of enterprises						
In thousands	22,232	1,392	225	23,849	45	23,894
In % of total enterprise population	93.0 %	5.8 %	0.9 %	99.8 %	0.2 %	100.0 %
Number of persons employed						
In thousands	41,669	27,982	23,398	93,049	46,665	139,7141
In % of total employment	29.8 %	20.0 %	16.7 %	66.6 %	33.4 %	100.0 %
Value added						
In EUR Trillion	1,482	1,260	1,288	4,030	3,065	7,095
In % of total value added	20.9 %	17.8 %	18.2 %	56.8 %	43.2 %	100.0 %

Company Category	Employees	Turnover	Balance sheet total
Micro	< 10	< €2 million	< €2 million
Small	< 50	< €10 million	< €10 million
Medium -sized	< 250	< €50 million	< €43 million

Tabella 9: Numero di imprese non finanziarie, addetti e valore aggiunto per i Paesi europei (2016) e definizione di pmi in Europa

Fonte: Eurostat, National Statistical Offices e DIW Econ, Commission Recommendation del 6 maggio 2003 (2003/361/EC), Official Journal of the European Union, L 124/36, 20 maggio 2003.

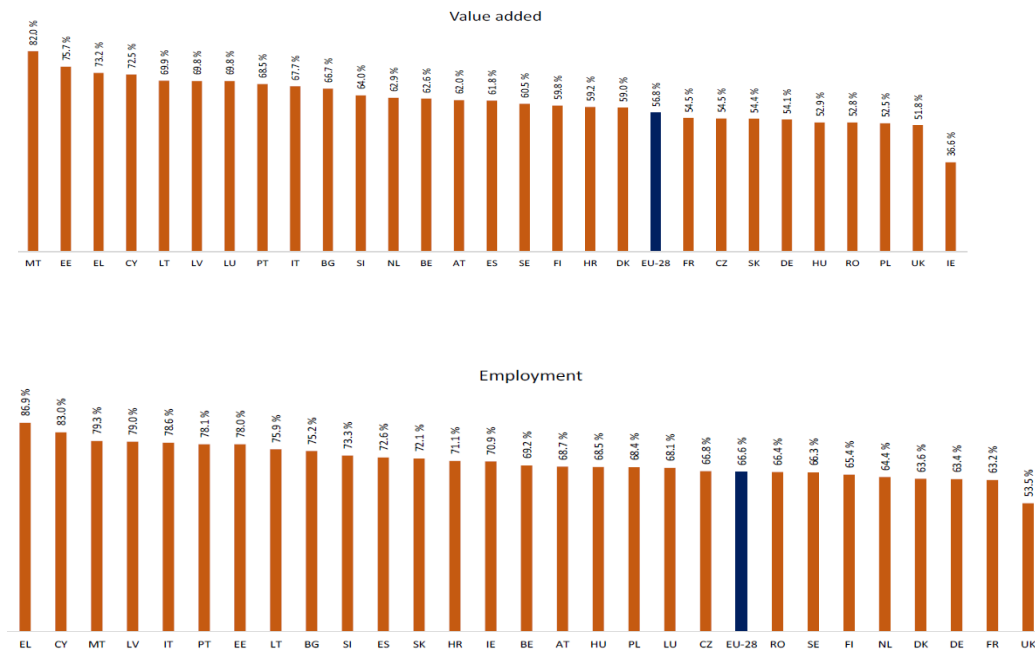


Figura 4: Contributo al valore aggiunto e al numero di impiegati da parte delle pmi europee (2016)

Fonte: Eurostat, National Statistical Offices e DIW Econ.

Continente	Mercato	Capitalizzazione (M USD)	Percentuale nel Mondo
Totale mondiale	Tutti i mercati	633.845	100,00%
America	Organized Over The Counter Market (OTC)	28.400,8	4,48%
	PyMEs Board	25	0,01%
	TSX Group	40.931,2	6,45%
	Totale	69.357	10,94%
Asia-Pacifico	ChiNext	140.141	22,11%
	JASDAQ (Osaka Securities Exchange)	106.651,1	16,82%
	KOSDAQ	101.927,9	16,08%
	Totale	348.720	55,01%
Africa-Medio Oriente	Alternative Exchange (Alt-X)	958,8	0,15%
	Development Enterprise Market (DEM)	765,3	0,12%
	NILEX	164,2	0,03%
	Second National Market	5241,2	0,83%
	Totale	7.129,5	1,13%
Europa	Alternative Market (ENA)	196,7	0,03%
	MAB Expansion	683,3	0,11%
	AIM Italia Alternative Investment Market	625,7	0,10%
	Emerging Companies Market (ECM)	803,6	0,13%
	Entry Standard	16.492,2	2,60%
	Enterprise Securities Market (ESM)	38113,4	6,01%
	AIM UK	99.752,1	15,74%
	Euro MTF	457,5	0,07%
	Alternative Companies List	6,2	0,01%
	First North	3.676,5	0,58%
	NYSE Alternext	8.152,7	1,29%
	Oslo Axess	1.594,5	0,25%
	New Connect	3.585,8	0,57%
	Second Regulated Market	1.322,6	0,21%
	Totale	75.710,7	27,70%

Tabella 10: Distribuzione dei MAC e relativa capitalizzazione di mercato divisa per aree geografiche (2013)

Per l'Asia-Pacifico vengono riportati solo i tre mercati più significativi.

Fonte: Lanzotti (2014/2015).

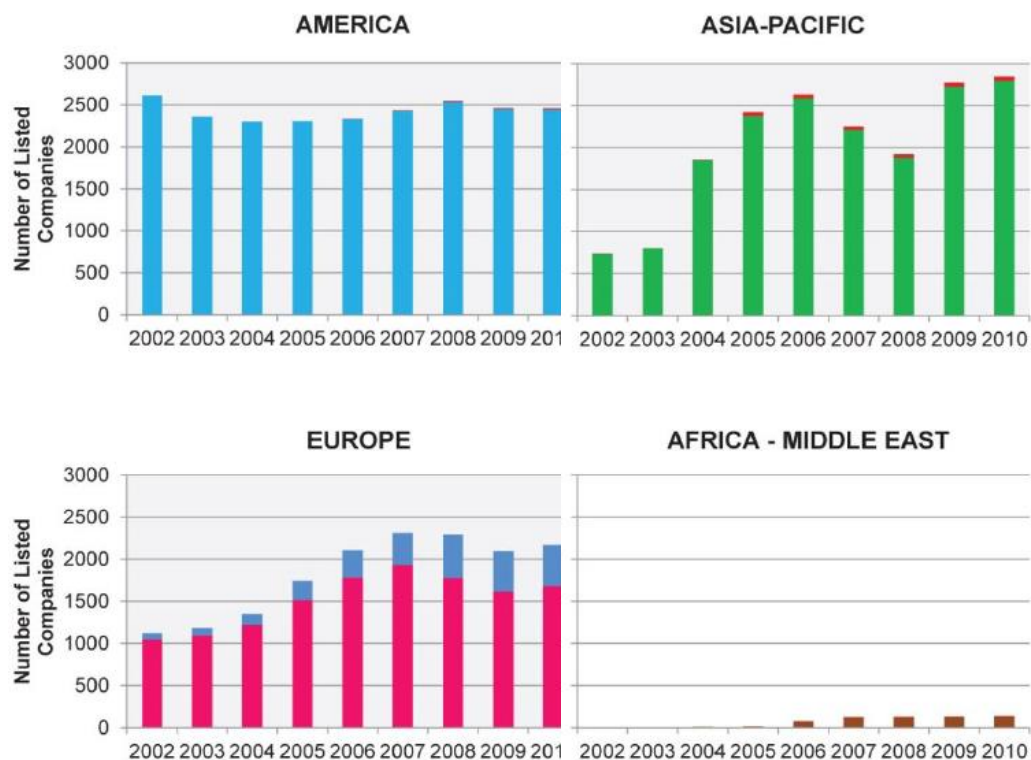


Figura 5: Andamento storico (2002-2010) del numero di società quotate sui MAC divise per aree geografiche e discriminate in domestiche ed estere
 Fonte: World Federation of Exchanges, 2013.

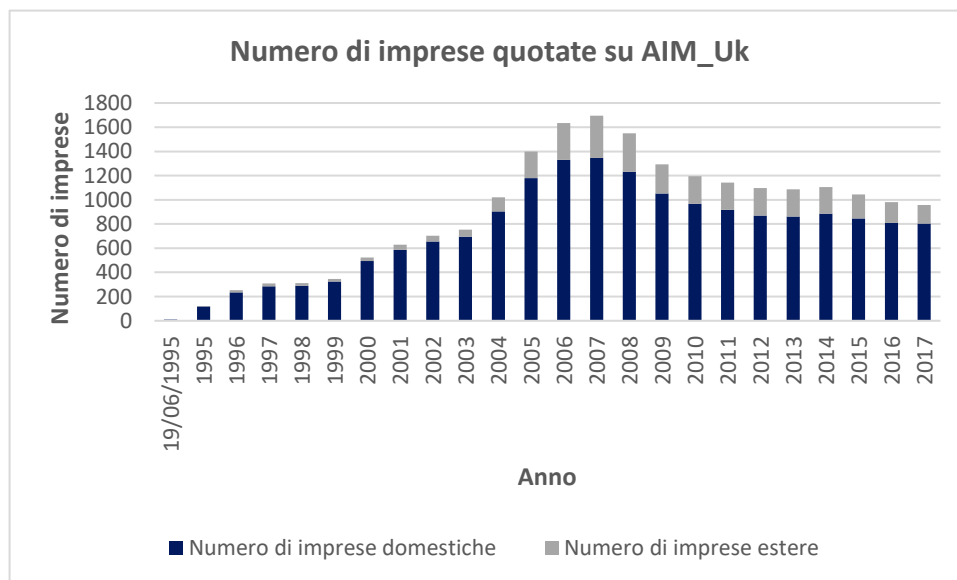


Figura 6: Andamento storico (1995-2017) del numero di imprese quotate sull'AIM_Uk discriminate tra domestiche e internazionali
 Fonte: London Stock Exchange, dicembre 2017, elaborazione personale.

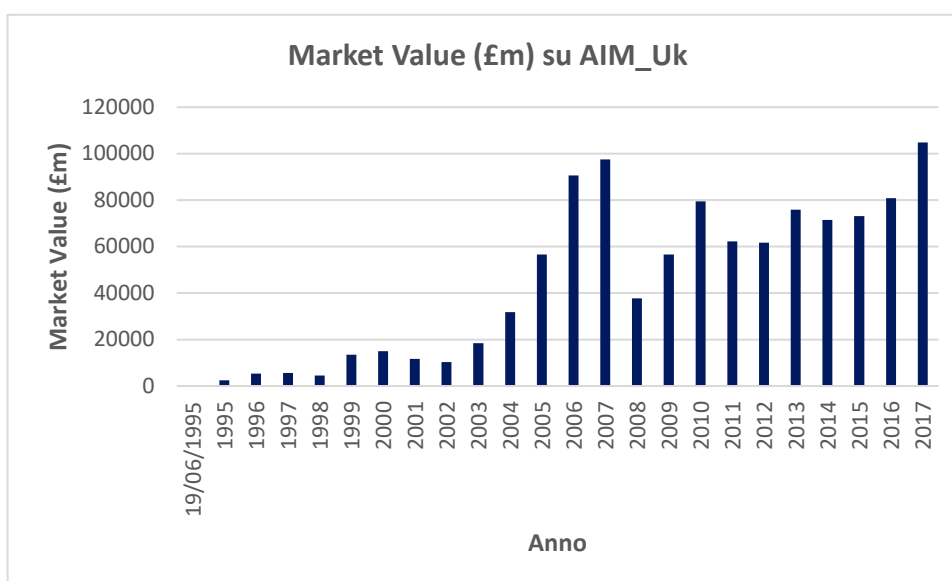


Figura 7: Andamento storico (1995-2017) del market value (£m) su AIM_Uk

Fonte: London Stock Exchange, dicembre 2017, elaborazione personale.

AIM (UK & International)				
Market value range (£m)	No. of companies	%	Equity market value (£m)	%
Over 2,000	6	0.6	18.759.4	17.7
1,000 - 2,000	7	0.7	8.017.3	7.6
500 - 1,000	30	3.1	21.078.3	19.9
250 - 500	50	5.2	17.273.0	16.3
100 - 250	141	14.7	22.054.7	20.9
50 - 100	120	12.5	8.326.4	7.9
25 - 50	161	16.8	5.946.0	5.6
10 - 25	183	19.1	3.071.1	2.9
5 - 10	106	11.0	805.1	0.8
2 - 5	96	10.0	321.1	0.3
0 - 2	39	4.1	52.9	0.1
Unvalued securities	2	0.2	-	-
Suspended	19	2.0	-	-
Totals *	960	100.0	105.705.4	100.0
More than £50m	354	36.9	95.509.1	90.4
Less than £50m	585	60.9	10.196.2	9.6
Less than £25m	424	44.2	4.250.2	4.0

Continua: Confronto tra imprese quotate su AIM_Uk e sul Main Market divise per market value				
Main Market - UK Listed				
Market value range (£m)	No. of companies	%	Equity market value (£m)	%
Over 2,000	176	18.7	2.294.920.6	87.4
1,000 - 2,000	118	12.5	162.028.2	6.2
500 - 1,000	116	12.3	82.226.0	3.1
250 - 500	148	15.7	52.912.4	2.0
100 - 250	145	15.4	24.749.9	0.9
50 - 100	77	8.2	5.635.5	0.2
25 - 50	49	5.2	1.777.6	0.1
10 - 25	33	3.5	580.3	0.0
5 - 10	14	1.5	101.1	0.0
2 - 5	12	1.3	40.2	0.0
0 - 2	18	1.9	20.3	0.0
Unvalued securities	10	1.1	-	-
Suspended	26	2.8	-	-
Totals*	942	100.0	2.624.992.1	100.0
More than £50m	780	82.8	2.622.472.7	99.9
Less than £50m	126	13.4	2.519.4	0.1
Less than £25m	77	8.2	741.8	0.0

Tabella 11: Confronto tra imprese quotate su AIM_Uk e sul Main Market divise per market value

Per il Main Market vengono considerate esclusivamente le imprese domestiche, mentre per l'AIM_Uk anche quelle internazionali.

(*) I totali includono i valori unvalued e suspended.

Fonte: London Stock Exchange, dicembre 2017.

IPO AIM market: historical performance

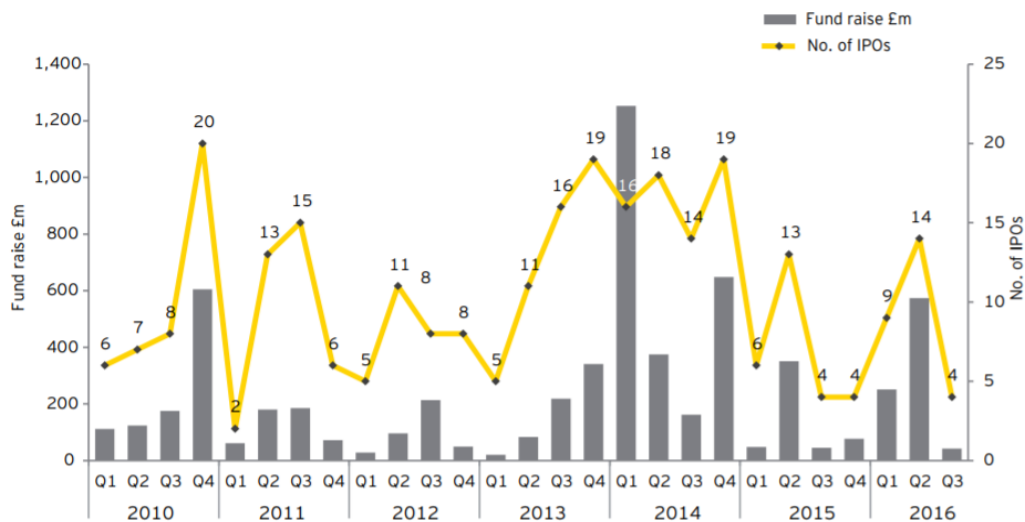


Figura 8: Andamento storico (2010-2016) del numero di IPO e del capitale raccolto sul mercato AIM_Uk

Fonte: London Stock Exchange, elaborazione di Ernst and Young.

IPO Main market: historical performance

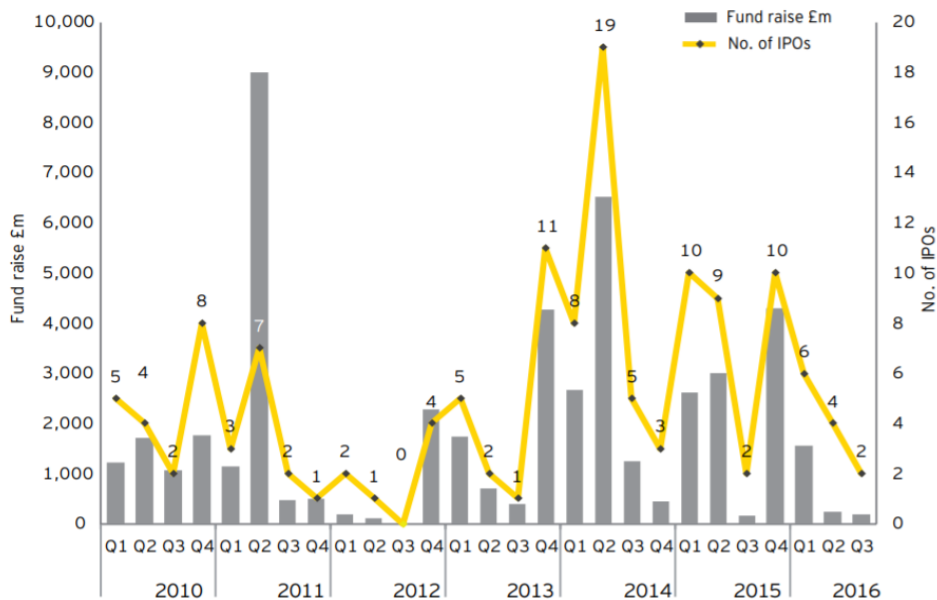


Figura 9: Andamento storico (2010-2016) del numero di IPO e del capitale raccolto sul Main Market

Fonte: London Stock Exchange, elaborazione di Ernst and Young.

ADMISSION REQUIREMENTS		
(source London Stock Exchange)		
CATEGORY	AIM	MAIN MARKET
<i>Nominated Advisor/ Sponsor</i>	Nominated Advisor required at all times	Sponsor required only for Premium listing
<i>Admission Document Prospectus Required Audited Accounts</i>	Prospectus and Admission Document required but not FSA or AIM approval required Audited Accounts of the last 1 year	Prospectus or listing particulars required to be approved by FSA and published Audited Accounts of the last 3 years
<i>Working Capital Requirement</i>	Directors must confirm that the working capital available is sufficient for next 12 months	Prospectus must contain working capital statement
<i>Public Distribution & Market Capitalisation</i>	No applicable requirements	25% of shares must be in public hands Expected aggregate market value of at least £700,000
<i>Shareholders Lock-ins</i>	If the main business activity is not independent and there are earning revenues for at least 2 years, all existing shareholders holding 10 per cent or more and all directors cannot sell for 12 months from admission.	No application requirements
<i>Ongoing Shareholders Disclosures</i>	If non UK company, expected by AIM to take all reasonable steps to require shareholders holding 3% or more to disclose movements +/- 1%	Law requires prompt shareholders disclosure of interest of 3% or more and movements of +/- 1%.
<i>Corporate Governance</i>	No applicable requirements	Corporate Governance statements
<i>Publication of Results</i>	Annuals to be published within 6 months of year end. Interims within three months	Annuals to be published within 6 months of year end. Required to make interim management statement
<i>Regulatory Vetting of Transaction</i>	None. Nominated Advisor advises on compliance with AIM rules	Prior approval by FSA required of prospectus, listing particulars and all circulars
<i>Shareholders Approval of Major Transaction</i>	Only in the event of a reverse-take-over which must be conditional on shareholder approval.	Prior approval required for most major transaction as well as share plans.

Tabella 12: Requisiti di ammissione sul mercato AIM_Uk in confronto con il Main Market
Fonte: London Stock Exchange, Guide to AIM 2015.

Tipologia	Costo	Ammontare (£)
Costi di ammissione	Costo del Nomad	30.000
	Commissioni del Broker	30 / 40.000
	Avvocati	25.000
	Commissioni di intermediazione	(Tra il 3-5% sul denaro raccolto) 400.000
	Commercialisti / spese di audit	40.000
	Costi di Ammissione AIM	7.400
	Spese di stampa	5000
Costi di Gestione	Amministratori non esecutivi (almeno due)	Remunerazioni annuali 90.000
	Spese Contabili / spese di audit	40.000
	Spese per Nomad annuali	30.000
	Commissioni Broker annuali	30.000
	Commissioni AIM annuali	5.900
	Altri (RNS, assemblea generale, spese di stampa, ecc. ...)	5.000

Tabella 13: Stima dei costi di quotazione sul mercato AIM_Uk

Dati riferiti a un'ipotetica società con capitalizzazione di 25 milioni di sterline ed un importo totale di denaro raccolto tramite IPO di 10 milioni.

Fonte: Lanzotti (2014/2015).

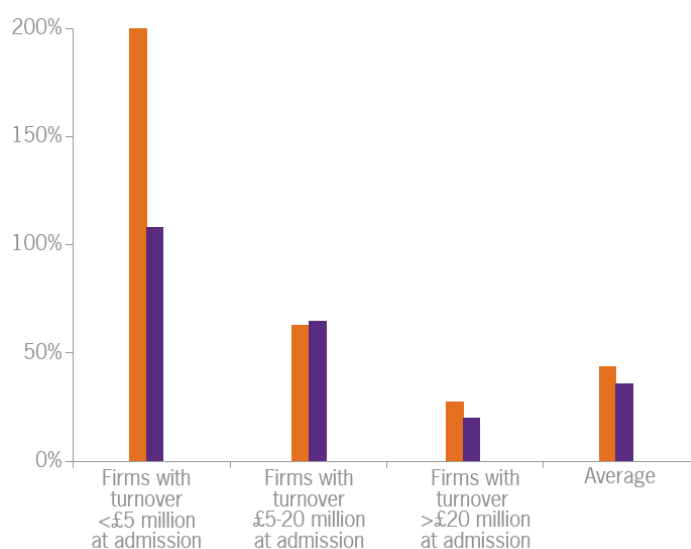


Figura 10: Tassi di crescita del turnover e dell'occupazione nelle imprese quotate sul mercato AIM_Uk divise per dimensione

I dati sono pesati per la dimensione delle imprese quotate e si riferiscono al primo anno dopo l'IPO.

Fonte: Thornton (2015).

4. Elementi caratteristici del sistema italiano

L'obiettivo di questo capitolo è fornire una panoramica del contesto politico, economico ed industriale dell'Italia riservando un'attenzione particolare al mercato finanziario la cui analisi verrà corredata da evidenze empiriche che attraversano la storia dei mercati alternativi italiani. Infine, ci si concentra sul mercato AIM_Italia – MAC con l'intento di capire se il successo della controparte inglese può essere raggiunto anche in un contesto significativamente diverso come quello italiano.

4.1 Contesto economico-industriale

In questa sezione si descriverà sinteticamente il contesto italiano attuale attraverso un'analisi macroeconomica dell'ultimo anno e le rispettive previsioni future. Successivamente si faranno delle considerazioni in merito al tessuto industriale per capire le caratteristiche strutturali delle imprese italiane e il loro contributo alla creazione del valore aggiunto.

4.1.1 Indicatori macroeconomici

Secondo le proiezioni macroeconomiche pubblicate da Banca d'Italia a dicembre 2017, si prevede un rafforzamento dell'economia italiana per tutto il quadriennio 2017-2020 a seguito del processo di ripresa iniziato nel 2015 testimoniato in primo luogo dall'andamento storico del PIL riportato in Figura 11. Nel 2017 il PIL è cresciuto dell'1,5%¹⁴, in aumento rispetto allo 0,9% del 2016 rilevato dall'Istat. Tuttavia, nel triennio 2018-2020, tali valori rallenteranno per attestarsi pari a 1,4 nel 2020 (Tabella 14). La crescita sarebbe principalmente sostenuta dalla domanda interna. Infatti, gli investimenti fissi lordi registrano un recupero pari al 2,4% (dovuto in primo luogo alla componente legata a investimenti in sistemi di trasporto, macchine, attrezzature e in misura minore dalle costruzioni) in vista dell'aumento dei consumi finali delle famiglie e grazie agli incentivi fiscali previsti dalla Legge di Bilancio. I consumi in particolar modo registrano un aumento dell'1,4% nel 2017 rispetto all'1,2% del 2016, trainati dall'incremento del reddito disponibile delle famiglie. Tuttavia, tale valore è destinato a diminuire

¹⁴ Non correggendo per il numero di giornate lavorative e in modo da allineare le stime con quelle effettuate dall'Istat.

leggermente negli anni successivi. Il debole andamento del commercio mondiale registrato nel 2016 si proietterebbe sui flussi di scambio internazionale causando per il prossimo quadriennio una contrazione delle esportazioni e importazioni totali. In crescita è la produzione industriale per un valore pari al 2,2% su base annua riportato dall'Istat a novembre 2017 e in accelerazione rispetto all'1,6% del 2016. Previsioni future stimano in aumento anche l'inflazione, misurata attraverso l'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (Ipc), a causa dell'aumento delle retribuzioni nel settore privato. Pari all'1,3% nel 2017, ci si attende una diminuzione dell'indice di inflazione nel 2018 a cui seguirebbe un'immediata crescita che si stabilizzerebbe all'1,6% nel 2020. Il mercato del lavoro ha dimostrato un andamento favorevole seguendo il trend di positiva ripresa registrato a partire dal 2015 (Figura 12). L'occupazione, misurata in unità standard, crescerebbe di circa il 4% nel quadriennio 2017-2020 mentre si registrerebbe una graduale riduzione del tasso di disoccupazione dall'11,7% del 2016 al 10,5% del 2020. L'indebitamento netto sul PIL ha continuato a scendere attestandosi pari al 2,1% nel terzo trimestre del 2017 e migliorando rispetto al 2016, mentre in aumento di circa 71 miliardi di euro è il debito pubblico a causa delle politiche monetarie accomodanti del *quantitative easing*. Infine, la pressione fiscale è stata pari al 40,3% diminuendo di 0,4 punti percentuali rispetto all'anno precedente.

Tuttavia, la forte incertezza che caratterizza l'attuale situazione geopolitica internazionale potrebbe avere delle ripercussioni negative sulla ripresa dell'economia globale e conseguentemente italiana prevista da Banca d'Italia. Infatti, il rischio è che tale incertezza si proietti sui mercati finanziari attraverso la volatilità dei prezzi e i premi per il rischio a sfavore degli operatori come famiglie e imprese che sarebbero quindi costrette a contrarre i loro investimenti.

4.1.2 Tessuto industriale

Secondo l'ultimo censimento dell'Istat, in Italia nel 2015 si contano circa 4,2 milioni di imprese che occupano 15,7 milioni di addetti. Di queste il 5,1% è organizzato in gruppi occupando circa un terzo degli addetti totali. Nello stesso anno l'industria e i servizi hanno realizzato congiuntamente un valore aggiunto al costo dei fattori pari a circa 716 miliardi di euro, in aumento del 4% rispetto al 2014 e in ripresa rispetto ai risultati negativi del triennio 2011-2013 (Figura 13). Analizzando il contributo alla formazione del valore aggiunto da parte delle imprese discriminate in base al numero di dipendenti (Figura 14), emerge

chiaramente come le pmi da sempre ricoprano un ruolo centrale nel tessuto industriale italiano. Esse, infatti, forniscono circa i due terzi del valore aggiunto dell'intero settore e tale percentuale è rimasta pressoché costante dal 2010 al 2015. Inoltre, è sorprendente notare come circa il 95% del settore sia costituito da micro imprese che si traduce nel 46% del totale occupati (Figura 15). Secondo l'Istat, infatti, la dimensione media di un'impresa italiana conterebbe 3,7 addetti. Dal confronto con le altre economie europee (Figura 4), emerge che nel biennio 2016-2017 il contributo al valore aggiunto e al numero di addetti fornito dalle pmi italiane operanti in settori non finanziari occupa i primi posti della classifica superando la media europea che si attesta rispettivamente intorno al 56,8% e 66,6%. Sotto il profilo settoriale, nel 2015 i servizi occupano il 78,2% di imprese, i due terzi degli addetti totali e registrano una crescita del valore aggiunto pari al 4,6%, mentre nell'industria in senso stretto del 3,5%. Una rappresentazione della distribuzione del numero di imprese, addetti e valore aggiunto nelle imprese appartenenti a gruppi e non divisi per macro-settore di attività è riportata in Figura 16. Secondo i dati pubblicati da Banca d'Italia nel Bollettino Economico 2017, il valore aggiunto oggi continua a registrare una crescita in tutti i settori con particolare accelerazione in quello dei servizi. In aumento è anche la produzione industriale che registra un rialzo del 2,2% su base annua principalmente sostenuto dall'attività manifatturiera. Quest'ultima in particolare ha vissuto un fenomeno sempre più intenso di ricorso a tecnologie digitali e, insieme ai servizi, un aumento della qualità dei prodotti e una maggiore innovazione di processo e di prodotto. Nonostante questa crescita, la produttività dei fattori (Tfp) continua a segnalare una leggera diminuzione a indicare una debole crescita dell'intero sistema produttivo (Figura 17). Tuttavia, la fiducia delle imprese si attesta a livelli elevati e coerenti con queste aspettative compaiono le pmi. Guardando, invece, gli ultimi aggiornamenti pubblicati dall'Istat a fine 2017, si è in grado di notare un miglioramento tendenziale nelle performance delle imprese attraverso un aumento del fatturato totale¹⁵ che cresce del 6%, con incrementi del 4,4% sul mercato interno e dell'8,9% su quello estero nonostante la leggera diminuzione della redditività misurata come rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto. Un miglioramento del sistema industriale si rileva anche da una dinamica positiva degli export. Nel 2016 la quota di export domestici su quelli mondiali è aumentata di circa il 3%, la più alta rispetto a Francia e Germania. Le conseguenze sono una maggiore internazionalizzazione produttiva, mentre l'export di servizi rimane

¹⁵ Corretto per gli effetti di calendario.

ancora debole rispetto agli altri maggiori Paesi europei. Nonostante ciò gli investimenti sono stati principalmente sostenuti dalla domanda interna in quanto l'aumento dei volumi importati ha determinato un contributo negativo da parte della domanda estera netta.

Le statistiche presentate dimostrano una lenta ma positiva ripresa dalla crisi economica 2007-2008 e la successiva recessione del 2011-2014 che hanno provocato un forte ridimensionamento del sistema industriale italiano con oltre 194 mila unità in meno e una riduzione di quasi 800 mila addetti. La crisi ha infatti portato l'Italia a subire delle ripercussioni considerevoli sulla produzione di valore aggiunto che si è ridotto sia nei settori manifatturieri che del terziario, anche se i più colpiti rimangono il segmento delle costruzioni e in generale le imprese che vendono sul mercato interno. Grazie all'elaborazione di un indicatore sintetico di sostenibilità economico-finanziaria effettuata dall'Istat, risulta che il maggior contributo alla produzione di valore in quegli anni è stato dato dalle imprese fragili, ossia redditizie ma con problemi di solidità e liquidità, seguite dalle imprese in salute e infine a rischio, che in termini percentuali si traduce rispettivamente nel 47%, 32% e 21% registrati nel 2014. La distribuzione storica delle imprese per valori dell'indicatore sintetico di sostenibilità economico-finanziaria per macro-settore è riportata in Figura 18. Fortunatamente oggi la fascia di imprese in salute in termini di addetti e valore aggiunto è in continuo aumento. Secondo l'indicatore sintetico di competitività (ISCo) calcolato dall'Istat, la crisi avrebbe poi comportato una forte differenziazione di competitività nei settori manifatturieri. I più performanti, e che mantengono ancora oggi questa posizione, sono quelli ad elevate economie di scala, con alto contenuto tecnologico e maggiore internazionalizzazione (in particolare le imprese che facendo leva sulla domanda estera mondiale ricavano almeno il 45% del loro fatturato) come l'industria farmaceutica, bevande, chimica, macchinari e altri mezzi di trasporto.

In conclusione, oggi si può affermare un recupero di competitività del sistema produttivo italiano, tuttavia ancora modesto se confrontato con le principali economie europee come Francia, Germania e Spagna.

4.2 Mercato finanziario

In questa sezione verrà condotta un'analisi descrittiva volta a studiare l'andamento del mercato finanziario italiano nell'ultimo anno sotto il profilo istituzionale e di performance. Successivamente si entrerà nel

dettaglio di come sono strutturati i segmenti di mercato appartenenti a Borsa Italiana. Infine, dopo una breve panoramica sull'evoluzione dei mercati alternativi in Italia, si concentrerà l'attenzione su AIM_Italia-MAC con l'intento di capire i punti di forza e/o debolezza rispetto al corrispettivo inglese.

4.2.1 Andamento del mercato e prospettive future

Come rilevato nelle principali Borse Europee, il 2017 per Borsa Italiana è stato un anno da record. L'andamento del mercato finanziario italiano ha infatti sperimentato un significativo miglioramento rispetto al 2016 essendo sostenuto da uno scenario macroeconomico più stabile e che accenna una lieve crescita. Questo trend positivo viene ben catturato dagli indici FTSE. A fine anno il FTSE MIB registra un aumento del 15,5% mentre l'indice FTSE Italia All Share una crescita del 17,2%. Di estrema rilevanza sono i segmenti dedicati alle pmi, in assoluto i più performanti sul mercato. L'indice FTSE Italia STAR registra una crescita su base annua del 34,7%, il FTSE Italia Mid Cap del 32,4% e il FTSE Italia Small Cap del 26,9%. Infine, l'indice FTSE AIM Italia ha chiuso con una variazione positiva del 22,6% rispetto al 2016 mentre il nuovo indice FTSE Italia PIR Mid Cap Total Return ha registrato una performance positiva pari a 35,4%.

In crescita è anche la capitalizzazione totale di mercato che si attesta a 644,3 miliardi di euro, pari al 37,8% del PIL e in positivo aumento rispetto al 32% circa di fine 2016. I dati fanno sperare in un'inversione dello storico trend decrescente dell'indice riportato in Figura 19. Il valore medio dell'indicatore ammonta a 38,94% con un minimo di 18,96% nel 2011 e un massimo di 67,3% nel 2000. Eccezionalmente si raggiungono valori sopra il 50% a sottolineare il debole sviluppo del mercato finanziario rispetto alla dimensione dell'economia italiana nonostante la recente ripresa. Per analizzare più approfonditamente la crescita in termini di livello di attività del mercato sarebbe interessante valutare la capitalizzazione di mercato escludendo le prime 10 imprese. Gli ultimi dati disponibili sono aggiornati al 2009 (Figura 20) e suggeriscono come la maggior parte della capitalizzazione in Italia sia detenuta da poche grandi imprese. Tale affermazione ha valenza attuale anche se in modo significativamente più ridotto.

La volatilità dei prezzi e il volume degli scambi hanno registrato un calo, mentre continua a migliorare il livello di liquidità del mercato. Particolarmente performante è stato il mercato AIM_Italia – MAC registrando un volume di scambi in crescita del 530%, con la media

giornaliera degli scambi passata da 1,2 a 7,9 milioni di euro e con la media giornaliera dei contratti passata da 500 a oltre 2.200.

L'attività del mercato ha riguardato 39 ammissioni di cui 32 IPO (7 su MTA, di cui 3 su STAR, 1 su MIV, e 24 su AIM_Italia – MAC) che hanno raccolto complessivamente 5,4 miliardi di euro, andamento considerevolmente positivo se si pensa che nel 2016 le ammissioni sono state 19 di cui 14 IPO. In aggiunta, ci sono state 11 operazioni di aumento di capitale con un controvalore di oltre 14 miliardi di euro e sono state lanciate 18 OPA di cui 15 concluse per un controvalore di 800 milioni di euro.

In totale nel 2017 si contano 339 società quotate, superando il record storico di 311 nel 2011 (Figura 21), divise in 241 sul mercato MTA (di cui 74 STAR), 3 su MIV e 95 su AIM Italia. In aggiunta, si contano 82 società su GEM (Global Equity Market), il mercato MTF che ospita titoli internazionali. Riferendosi ai totali delle imprese domestiche quotate sui segmenti di mercato MTA ed AIM_Italia-MAC (Figura 22), emerge come il settore più rappresentato sia l'Industrial Goods & Services (18,3%) seguito dal Financial Services (10%) e dal Personal & Household Goods (9%). Anche il settore delle Technology ha un posizionamento rilevante occupando circa l'8% del mercato. Il più insignificante in senso relativo, invece, è il segmento Basic Resources che rappresenta poco meno dell'1% delle imprese.

Il mercato secondario dei titoli di debito, in particolare riferito ai titoli pubblici, continua a beneficiare della politica monetaria straordinaria del *quantitative easing* voluta dalla Banca Centrale Europea rimanendo più o meno stabile sui valori registrati nel 2016. Tuttavia, ci si aspetta che nel prossimo futuro l'Italia inizi a scontare queste politiche espansionistiche tramite una dinamica positiva dei prezzi.

Le banche italiane continuano a manifestare delle criticità per quello che riguarda la qualità del credito. Inoltre, nonostante siano allineate con Francia e Spagna sotto il profilo patrimoniale, presentano dei risultati nettamente inferiori a Germania e Inghilterra.

Difficile è prevedere lo sviluppo futuro del sistema finanziario italiano a causa dell'incerto contesto geo-politico internazionale che ha presentato notevoli cambiamenti negli ultimi due anni. Si pensi all'uscita dell'Inghilterra dall'Europa o alle elezioni presidenziali negli Stati Uniti. È vero che i mercati sembrano aver ormai assorbito queste notizie, tuttavia la situazione instabile impedisce di fare delle previsioni attendibili.

Come le controparti europee, i mercati italiani stanno sperimentando una sempre più forte digitalizzazione, fenomeno che va sotto il nome di FinTech e che vede l'introduzione di nuovi servizi innovativi a supporto della finanza come il *crowdfunding*, il *robo-advice*¹⁶, il Distributed Ledger Technology¹⁷ ed altri molto apprezzati soprattutto dalle *start-up*. Per capire la grande accelerazione del Fintech si pensi che la digitalizzazione dei sistemi finanziari registra una crescita del 300% annua a livello mondiale e del 400% in Europa¹⁸.

Con riferimento al contesto normativo, la Consob ha sottolineato come le istituzioni europee, e conseguentemente l'Italia, abbiano posto estrema attenzione all'attuazione concreta del Piano d'Azione per la realizzazione di una Capital Market Union, all'integrità dei mercati secondari, alla tutela degli investitori e al rafforzamento della vigilanza sul settore bancario ombra.

In merito alla tutela degli azionisti, sono state riviste le Direttive 2013/34/UE e 2007/36/UE in termini di remunerazione degli amministratori, operazioni con parti correlate, esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti e trasparenza degli investitori istituzionali, gestori e *proxy advisor*¹⁹ nel tentativo di incentivare gli investimenti sulle società quotate. Sono poi entrati in vigore la Direttiva MiFID II²⁰ (Markets in Financial Instruments Directive) e il relativo Regolamento MiFIR (Regulation on markets in financial instruments and amending Regulation) con applicazione effettiva a partire dal 3 gennaio 2018. In sintesi, queste discipline regolano i servizi finanziari europei e, rispetto alla precedente versione MiFID I, rivedono temi inerenti alla prestazione dei servizi di investimento, la definizione dei servizi di consulenza indipendenti e l'adeguatezza della comunicazione e della trasparenza per incrementare la protezione degli investitori, rafforzare e armonizzare il quadro normativo di riferimento. Questi provvedimenti muovono dal fatto che l'Europa ha cercato di favorire un'integrazione finanziaria tra i diversi Paesi membri minata dalla crisi 2007-2008 tentando di abbattere le barriere di ingresso ai mercati attraverso una

¹⁶ Piattaforme digitali che forniscono servizi di consulenza e gestione degli investimenti in modo semi automatico che rende minimo l'intervento umano e basato sull'applicazione di complessi algoritmi di *trading*.

¹⁷ Per maggiori dettagli consultare: <http://www.blockchain4innovation.it/esperti/cosa-funzionano-le-blockchain-distributed-ledgers-technology-dlt/>

¹⁸ Stime di Wall Street Italia. Per maggiori dettagli consultare: <http://www.wallstreetitalia.com/fintech-cose-e-definizione/>

¹⁹ Società che affiancano gli investitori professionali aiutandoli nella gestione dei diritti di voto delle assemblee e anche con il meccanismo di delega.

²⁰ Per maggiori dettagli consultare: <http://eur-lex.europa.eu>

semplificazione e un razionamento normativo, ma soprattutto promuovendo un miglioramento della qualità della regolamentazione. L'obiettivo è consentire alle imprese un accesso molto più facilitato a fonti di finanziamento alternative ai tradizionali canali bancari con l'intento di incentivarne una rapida crescita. Grande attenzione viene poi dedicata al supporto delle pmi sul mercato manifestatasi attraverso alcune misure come la loro legittimazione a pubblicare prospetti più snelli (EU Growth Prospectus) e la scelta di registrare alcuni segmenti di Borsa come Growth Market. Inoltre, continuano le revisioni dei Regolamenti UE 354 e 346 del 17 aprile 2013 in merito alla disciplina dei fondi d'investimento per il venture capital (Regolamento EuVECA) e per l'imprenditoria sociale (Regolamento EuSEF) con l'obiettivo di favorire la canalizzazione di risorse economiche nella promozione delle pmi ad alto contenuto innovativo o a connotazione sociale.

In Italia queste iniziative sono state in larga misura promosse dalla Consob nel tentativo di rendere più solido e competitivo il mercato finanziario domestico per favorire la raccolta di capitali da parte delle imprese italiane, specialmente le pmi, imprese giovani e high-tech e stimolare l'ingresso sul mercato di investitori nazionali ed esteri. Un primo e fondamentale provvedimento è stata la scelta da parte della Consob di registrare il mercato AIM_Italia-MAC come SME Growth Market. Seguono le novità introdotte dalla Legge di Bilancio 2017 e 2018. Nella prima si stabilisce un'agevolazione fiscale per i piani individuali di risparmio a lungo termine (PIR) che esenterebbe da tassazione i redditi qualificabili come redditi di capitale o come redditi diversi di natura finanziaria. L'idea è di incentivare l'investimento a lungo termine in strumenti finanziari emessi da imprese domestiche e in particolare di pmi. La Legge di Bilancio 2018, invece, ha approvato il credito d'imposta sul 50% dei costi di consulenza sostenuti per la quotazione in Borsa delle pmi fino al 31 dicembre 2020, con uno stanziamento di 80 milioni di euro nel triennio 2019-2021, per un importo massimo di 500.000 euro ad azienda. La manovra si inserisce nella serie di provvedimenti "Finanza per la crescita" che prevede misure per agevolare l'accesso delle imprese alla finanza, promuovere la cultura dei mercati e incentivare la capitalizzazione e la crescita dimensionale delle imprese al fine di aumentare la competitività del Paese sul fronte internazionale.

4.2.2 Borsa Italiana oggi

Storia

Nel 1808 a Milano nasce il primo mercato finanziario italiano. L'assetto della Borsa e i principali requisiti di quotazione (estremamente stringenti e disciplinati da leggi dello Stato in quanto mercato pubblico) sono rimasti in linea generale gli stessi fino al 1974 quando viene istituita la Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), autorità garante di vigilanza, gestione e organizzazione del mercato. Nel 1991 viene creato il Consiglio di Borsa, un secondo organo fondamentale al quale sono affidati gli incarichi organizzativi, tecnici e consultivi prima divisi tra più enti come la Camera di Commercio del Comitato e il Comitato direttivo degli agenti di cambio. Una tappa di transizione fondamentale viene sancita dal Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 con il quale si stabilisce la nascita di Borsa Italiana S.p.a. e la conseguente privatizzazione dei mercati di borsa. Nella stessa data il Consiglio di Borsa cessa le sue funzioni. A partire dal 2007, Borsa Italiana è stata integrata al Gruppo London Stock Exchange dando vita al principale Gruppo borsistico europeo.

Mercati

Ad oggi Borsa Italiana gestisce i seguenti mercati azionari, obbligazionari e degli ETP (Exchange Traded Products):

MTA (Mercato Telematico Azionario) e STAR (Segmento con Titoli ad Alti Requisiti)

È il mercato regolamentato principale di Borsa dove si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione e *warrant*. Si rivolge alle imprese di media e grande capitalizzazione che intendono raccogliere capitali al fine di finanziare progetti di crescita. I requisiti formali di ammissione alla quotazione, post IPO e una sintesi del processo di ammissione vengono riportati rispettivamente in Tabella 15, 16, 17. Al suo interno compare il segmento STAR (Segmento con Titoli ad Alti Requisiti) dedicato alle società che presentano requisiti di eccellenza in termini di liquidità, trasparenza informativa e *corporate governance*. Il mercato riguarda imprese medie con capitalizzazione compresa tra i 40 milioni e 1 miliardo di euro e un flottante pari ad almeno il 35% del capitale. Fra le altre principali caratteristiche che lo distinguono dal

listino principale vi sono la presenza obbligatoria di uno Specialist e obblighi di *governance* come la presenza di amministratori indipendenti e comitati interni del CdA (Condigli di Amministrazione). Oltre allo Star, l'MTA è suddiviso in Standard e Blue Chip. Il primo è dedicato alle imprese con capitalizzazione fra i 40 milioni e 1 miliardo di euro che non possiedono i requisiti per quotarsi sullo Star, mentre il Blue Chip è riservato a imprese con capitalizzazione superiore a 1 miliardo di euro.

AIM_Italia-MAC (Alternative Investment Market_Italia-Mercato Alternativo del Capitale)

AIM_Italia-MAC, dal 3 gennaio 2018 diventato SME Growth Market, è un mercato non regolamentato dedicato alla quotazione di pmi, imprese giovani e high-tech ad alto potenziale di crescita. È caratterizzato da una significativa flessibilità regolamentare e supportato da una forte rete di *advisors*, fra cui si sottolinea la centralità del ruolo del Nomad, a sostegno dell'attività delle imprese. Trattazioni più approfondite si rimandano alla specifica sezione.

MIV (Mercato degli Investment Vehicles)

È il mercato regolamentato creato per offrire capitali, liquidità e visibilità ai veicoli d'investimento con una chiara visione strategica. Il MIV è riservato a Fondi Alternativi di Investimento (FIA) tra cui *Investment companies*, Fondi di *private equity*, Fondi chiusi immobiliari, Fondi specializzati, Fondi *multi-strategy*, Fondi di Fondi, *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC) e alle società diverse dai FIA con una strategia di investimento non ancora completata come ad esempio le SIIQ (Società d'Investimento Immobiliare Quotata).

MOT (Mercato Telematico delle Obbligazioni)

Il MOT è l'unico mercato obbligazionario regolamentato in Italia. È suddiviso in due segmenti: DomesticMOT ed EuroMOT. Il primo riguarda la negoziazione di Titoli di Stato Italiani e altri titoli di debito liquidati attraverso il sistema di liquidazione nazionale Monte Titoli, mentre il secondo riguarda titoli di stato esteri, sovranazionali ed eurobonds.

ExtraMOT

È il sistema multilaterale di negoziazione (MTF) nato per permettere ad operatori ed investitori di negoziare una più ampia gamma di strumenti obbligazionari rispetto a quelli offerti sul MOT.

ExtraMOT Pro

È il Segmento Professionale del mercato ExtraMOT dedicato alle pmi.

SeDex (Securitised Derivatives Exchange)

È il mercato telematico dedicato ai Securitised Derivatives su cui si negoziano Certificates e Covered Warrant.

ETFplus

È il mercato italiano dedicato alla quotazione degli ETF (Exchange Traded Funds), ETC (Exchange Traded Commodities), ETN (Exchange Traded Notes) e fondi aperti.

IDEM (Italian Derivates Market)

È il mercato regolamentato in cui si negoziano contratti *futures* e contratti d'opzione aventi come sottostante indici e singoli titoli azionari.

IDEX (Italian Derivatives Energy Exchange)

È il mercato dedicato ai derivati aventi come sottostante *commodities* e relativi indici.

AGREX (Agricultural Derivatives Exchange)

È un segmento regolamentato del mercato IDEM dedicato ai derivati scritti su *commodities* agricole come il grano.

4.2.3 Evoluzione dei mercati alternativi in Italia

In Italia un primo tentativo di MAC risale al 1999 con la creazione del Nuovo Mercato che nasce come mercato regolamentato e controparte italiana al Nasdaq. Si rivolge a imprese giovani con fabbisogni legati a un progetto di sviluppo, società operanti in settori innovativi a elevata tecnologia impegnate nello sviluppo di prodotti nuovi o in attività in settori tradizionali con innovazioni di prodotto, di processo e distributive che comportano una crescita significativa, società gestite da manager fondatori in cerca di *partnership* per programmi di sviluppo e società già quotate su altri mercati esteri per allargare la loro base azionaria domestica (definizione di Cesarini, Zucchelli e Giannini, 2010²¹). Nei primi anni dal suo esordio il Nuovo Mercato ha avuto un successo notevole in termini di numero di IPO e capitale raccolto seppur limitati se confrontati con i risultati ottenuti sul Nasdaq negli stessi anni. In Tabella 18 sono raccolte alcune statistiche che rappresentano la situazione dei due mercati alla fine del 2001. Dall'apertura del mercato in Italia si contano 45 IPO, una capitalizzazione di circa 15 miliardi di euro, un totale di fondi raccolti pari a circa 4 miliardi e 41 milioni di capitale raccolto per IPO, di cui l'80% derivante da aumenti di capitale. L'età media delle società quotate varia dai 7 ai 13 anni a sottolineare come le quotazioni non riguardino solo imprese ai primi stadi di sviluppo. Tuttavia, tale successo ha subito un brusco arresto fino a che nel 2005 si è passati a una ridenominazione del Nuovo Mercato in mercato MTAX, poi accorpato nel 2006 al mercato MTA, e la sua relativa ri-segmentazione. I motivi che hanno portato all'estinzione del Nuovo Mercato sono probabilmente da ricondurre alla regolazione attiva. In particolare, i requisiti di quotazione si sono rilevati spesso più stringenti che nei mercati tradizionali. Ad esempio, esistono dei requisiti minimi in termini di livello di *equity* prima dell'IPO (passato da 1,5 a 3 milioni di euro), ammontare offerto (almeno 5 milioni di euro), numero di azioni scambiate (100.000), percentuale di *equity* offerto al pubblico (20%) e una percentuale dell'IPO deve derivare da un aumento di capitale (50%). In aggiunta viene stabilito un periodo di *lock-up* di un anno valido per l'80% delle azioni detenute. Un po' più flessibili sono i requisiti in termini di ricavi, *total assets* e utili legati alla storia delle imprese prima dell'IPO. Tuttavia, esistono severi vincoli di *disclosure*, come l'obbligo di report trimestrali. Come già evidenziato nei capitoli precedenti, le imprese giovani e quelle high-tech a causa della loro breve storia e

²¹ Per maggiori dettagli consultare: <http://www.bankpedia.org/index.php/it/86-italian/a/18290-alternative-investment-market-aim>

dell'alto contenuto innovativo del loro *business* da un lato soffrono più delle altre imprese della presenza di asimmetrie informative mentre dall'altro sono quelle che necessitano maggiormente di raccogliere capitale da investire in progetti di crescita. Il Nuovo Mercato opera con l'obiettivo di ridurre gli ostacoli che limitano queste imprese nell'accesso ai mercati, ma paradossalmente gli elevati requisiti di quotazione e di trasparenza imposti portano all'effetto inverso.

L'introduzione di un unico mercato MTA (Mercato Telematico Italiano), suddiviso nei tre segmenti Blue-chip, STAR e Standard è entrato in vigore nel 2001 con l'obiettivo da parte di Borsa Italiana di razionalizzare ed ottimizzare l'offerta sui mercati per incontrare le esigenze di quotazione delle imprese. Il segmento che interessa la trattazione è lo STAR nato proprio in quell'anno. Come già anticipato, lo STAR è dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro, che si impegnano a rispettare stringenti requisiti di eccellenza in termini di: alta trasparenza e comunicazione tempestiva, alta liquidità (35% minimo di flottante) e *corporate governance* allineata agli *standard* internazionali. Borsa Italiana sostiene continuamente la visibilità delle imprese appartenenti allo STAR nei confronti degli investitori istituzionali. In aggiunta, viene introdotta la figura dello Specialist responsabile di svolgere un'attività di sostegno della liquidità del titolo, un'attività informativa di analisi dell'impresa e la pubblicizzazione della stessa presso investitori professionali. Diversi studi suggeriscono che gran parte del successo di questo mercato sia da attribuire proprio all'attività dello Specialist che avrebbe comportato un miglioramento della liquidità sul mercato e del processo di scoperta del prezzo (Palmucci, 2005). Infatti, la sua attività, associata ai severi obblighi comunicativi e di trasparenza a cui è sottoposta la società, dovrebbe sollecitare una riduzione delle asimmetrie informative che caratterizzano le medie imprese e conseguentemente limitare i costi di accesso al capitale. Le conseguenze sono migliori *standards* e un aumento della liquidità di mercato. Tali risultati sono stati confermati dallo studio di Perotti e Rindi (2010). Secondo gli autori gli obblighi di *disclosure* dello Specialist e il relativo fattore reputazione sono valutati positivamente dagli investitori. Questo si riflette nel miglioramento della qualità del mercato che comporta una riduzione degli *spreads*, della volatilità dei prezzi e dell'asimmetria informativa misurata attraverso il PIN (Probability of Informed Trading). Analizzando alcune statistiche, il numero di società quotate sul mercato è cresciuto significativamente tra il 2001 e il 2005 passando dalle 25 registrate nel giugno 2001 a 71 nel dicembre del 2005. Tuttavia,

da quella data il numero complessivo di società presenti sul mercato è rimasto abbastanza costante per attestarsi pari a 74 ad oggi. In termini di capitalizzazione, invece, la crescita è stata continua passando dai circa 5 miliardi di euro nel 2001, ai 18 del 2005 e infine ai quasi 41 del 2017 con una media di capitalizzazione per impresa di circa 600 milioni di euro.

Tuttavia, dallo STAR rimangono escluse le società di piccola dimensione. Per queste a fine 2003 è stato pensato il segmento Expandi nato come evoluzione del vecchio Mercato Ristretto di cui conserva le principali norme di funzionamento e i requisiti di ammissione semplificati rispetto agli altri mercati. Expandi si rivolge alle piccole imprese operanti in settori tradizionali con posizioni consolidate nei mercati di riferimento, che presentano un *track record* di risultati economico-finanziari positivi. I principali requisiti richiesti per la quotazione riguardano una capitalizzazione e un flottante minimo rispettivamente di 1 milione di euro e del 10%. L'ammissione viene poi subordinata alla verifica della sussistenza di indicatori economico-finanziari negli ultimi due esercizi. Nonostante l'iniziale successo, il tentativo di facilitare l'accesso al mercato per le pmi e di renderlo meno costoso non è durato nel tempo. Subito dopo la sua creazione Expandi conta 10 società quotate con una capitalizzazione totale di circa 4,6 miliardi di euro. I dati all'inizio del 2007 attestano un'importante crescita ed espansione del mercato. Sono 26 le società quotate con una capitalizzazione totale di circa 11 miliardi. Il capitale è stato prevalentemente raccolto da investitori istituzionali e impiegato per finanziare progetti di crescita (confermato da un aumento significativo del fatturato e del MOL mediano rispetto agli anni precedenti). In aumento anche la liquidità del mercato testimoniata dalla media giornaliera degli scambi passata da 0,1 milioni di euro nel 2004, a 5,9 milioni di euro nel 2005 e nel 2006 e a 12 milioni di euro nel 2007. Tuttavia, nel 2009, nonostante il numero di imprese sia aumentato a 39, si è rilevato un brusco arresto della capitalizzazione scesa a circa 6,6 miliardi di euro.

Il fallimento di Expandi, manifestatosi nel 2009 con l'accorpamento all'MTA, è probabilmente attribuibile alla nascita nel 2007 del mercato non regolamentato MAC (Mercato Alternativo del Capitale). Il MAC, dedicato a investitori professionali, è stato appositamente pensato per la quotazione delle pmi nel tentativo di superare i fallimenti o tentativi non pienamente sviluppati di creazione di un mercato borsistico dedicato alle pmi. In Tabella 19 sono messi a confronto i principali requisiti di accesso al mercato MAC ed Expandi. È evidente come il MAC consenta un accesso molto più semplificato in termini di adempimento a requisiti di

quotazione e meno costoso che sicuramente incontra meglio le esigenze delle pmi. Questa elaborazione consente di capire come l'Expandi non fosse adatto alla quotazione delle pmi, ma piuttosto a imprese di maggiori dimensioni intenzionate ad avvicinarsi per la prima volta alla Borsa così da prepararsi a una successiva quotazione sul listino principale.

4.2.3 AIM_Italia – MAC

Dopo l'integrazione di Borsa Italiana con London Stock Exchange, il modello di mercato AIM_Uk è stato esportato in Italia con la nascita nel 2009 di AIM_Italia (Alternative Investment Market). Questo segmento è un MTF²² (Multilateral Trading Facility), cioè un mercato non regolamentato gestito da Borsa Italiana. AIM_Italia è dedicato alla quotazione di pmi con alte potenzialità di crescita creato al fine di accelerare lo sviluppo. Per migliorare l'offerta sui mercati, nel 2012 AIM_Italia e MAC sono stati accorpati in un unico mercato dal nome AIM_Italia – MAC. Un confronto tra principali caratteristiche dei due mercati viene riportato in Tabella 20. A partire dal 3 gennaio 2018, AIM_Italia – MAC diventa SME Growth Market. La qualifica segue la direttiva europea MiFID II e dovrebbe contribuire ad aumentare la visibilità delle società quotate su questo mercato e consentir loro di beneficiare delle eventuali iniziative regolamentari emanate a livello europeo.

Da un punto di vista regolatorio, AIM_Italia – MAC e AIM_Uk sono estremamente simili. Infatti, rispetto al listino principale anche il mercato italiano ha il vantaggio di garantire alle imprese una regolamentazione flessibile, requisiti di accesso semplificati, costi contenuti e rapidità del processo di quotazione. Si aggiunge poi la centralità del Nomad che accompagna la società durante la fase di ammissione e per tutta la loro permanenza sul mercato. Ad esempio, sotto il profilo dei costi, un'analisi realizzata dall'Osservatorio IR Top su un campione di società di AIM_Italia e poi AIM_Italia-MAC stima il valore medio delle spese per l'ammissione a quotazione comprensivi dei costi di collocamento pari a 700.000 euro con un valore massimo di 2 milioni di euro raggiunto nel 2016-2017. I tempi richiesti per la quotazione, senza considerare le attività preparatorie, variano dai 3 ai 4 mesi. Notevole è la rapidità del processo in relazione ai 6-8 mesi richiesti

²² Secondo direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE, conosciuta come MiFID I.

sull'MTA. Inoltre, l'approccio semplificato dell'AIM_Italia – MAC rispetto all'MTA si evince chiaramente dal fatto che quest'ultimo richiede per l'ammissione una capitalizzazione minima di 40 milioni di euro, un flottante almeno del 25% e gli ultimi tre bilanci certificati (Tabella 16), mentre su AIM_Italia – MAC l'unico requisito necessario è un flottante minimo del 10%. Questo requisito tuttavia, non viene richiesto sull'AIM_Uk. Un ulteriore differenza con il mercato inglese risiede nella creazione di due nuove figure: lo Specialist e lo Sponsor. Il primo ha come obiettivo garantire la liquidità delle azioni negoziate e pertanto la sua figura è spesso ricoperta dal Nomad o dal broker ed è assimilabile al Market Maker sul mercato inglese. Il secondo, invece, è un intermediario (tipicamente bancario) a cui spetta il compito di accompagnare la società emittente nell'iter di quotazione, garantirne l'affidabilità del *business plan* e agevolare i contatti con analisti e investitori.

In Tabella 21 è riportata l'evoluzione storica di AIM_Italia – MAC in termini di numero di imprese quotate, capitalizzazione e *turnover* a partire dal 2013, anno successivo all'accorpamento dei due mercati. I trend registrati sono estremamente positivi anche se il successo del mercato è ancora molto contenuto rispetto alla controparte inglese. Il numero di imprese quotate è passato da 36 nel 2013 a 95 nel 2017 che in termini di percentuale di mercato totale si traduce in un 28% nel 2017 rispetto al solo 12% del 2013 (Figura 23). Sul mercato sono rappresentati 17 settori industriali che vengono messi a confronto con i 19 dell'MTA in Figura 22. Financial Services (17%), Media (14,9%), Industrial Goods & Services (13,8%) e Technology (12,8%) sono nell'ordine i settori più rappresentati mentre mancano del tutto le imprese appartenenti al segmento Banks e Telecommunications. Dal confronto con l'MTA emerge che in quest'ultimo, escluso l'Industrial Goods & Services che occupa il 20,1% del mercato, le quote di mercato occupate dai singoli settori sono distribuite più equamente. Un'importante crescita tendenziale viene registrata per la capitalizzazione totale di mercato e per il *turnover* che tra il 2013 e il 2017 sono passati rispettivamente da circa 1,1 miliardi di euro a 5,7 e da 13,3 milioni di euro a 115,7 con una raccolta totale di capitale nel 2017 pari a 2,6 miliardi di euro. Nonostante i risultati positivi, AIM_Italia – MAC occupa ancora una piccola fetta del mercato azionario totale in termini di capitalizzazione (Figura 24). Tuttavia, i dati rivelano un aumento dal 2013 al 2017 che si prospetta crescente nei prossimi anni.

Inoltre, la composizione degli investitori istituzionali presenti sul mercato si sta sempre più diversificando in quando AIM_Italia – MAC ta iniziando a riscuotere interesse da parte di investitori esteri.

Tramite un’analisi di sensitività elaborata dall’Osservatorio IR Top, viene stimato lo sviluppo di uno scenario di crescita del mercato azionario che si prospetta estremamente positivo per le pmi. Nel 2020, infatti, si prevede una capitalizzazione di 16 miliardi di euro e circa 300 società quotate con un CARG (tasso annuo di crescita composto) rispettivamente del 45% e 49% (Figura 25). A sostenere il trend di crescita ci sarebbe la scelta da parte della Consob di registrare il mercato come SME Growth Market, ma soprattutto la Legge di Bilancio 2018 inerente al credito d’imposta.

Anche sotto il profilo macroeconomico si registrano dei risultati interessanti apportati da AIM_Italia – MAC che si riassumono nel 2015 con 11.000 posti di lavoro e con una contribuzione alla crescita del PIL dello 0,8% apportato dalle sole imprese industriali.

Da queste statistiche sembra che l’esperimento italiano stia riuscendo nell’intento di inseguire il successo che caratterizza il mercato AIM_Uk seppure su scala ridotta. Le previsioni per il futuro sono positive a patto che, riprendendo le conclusioni riportate nel Capitolo 2, il mercato venga opportunamente sostenuto da un intervento politico volto a rendere più solide le leggi in merito alla tutela degli investitori, al miglioramento dell’efficienza del sistema legale e a continuare a sostenere la crescita delle imprese promuovendo e agevolando l’accesso al mercato dei capitali per raccogliere capitali da investire in progetti di crescita e infine a incentivare gli investitori professionali a intervenire sullo stesso. Tali promesse sembrano essere perfettamente compatibili con la linea adottata dall’Europa, pertanto si rimane ottimisti sulle future prospettive di espansione del mercato.

4.3 Figure, grafici e tabelle

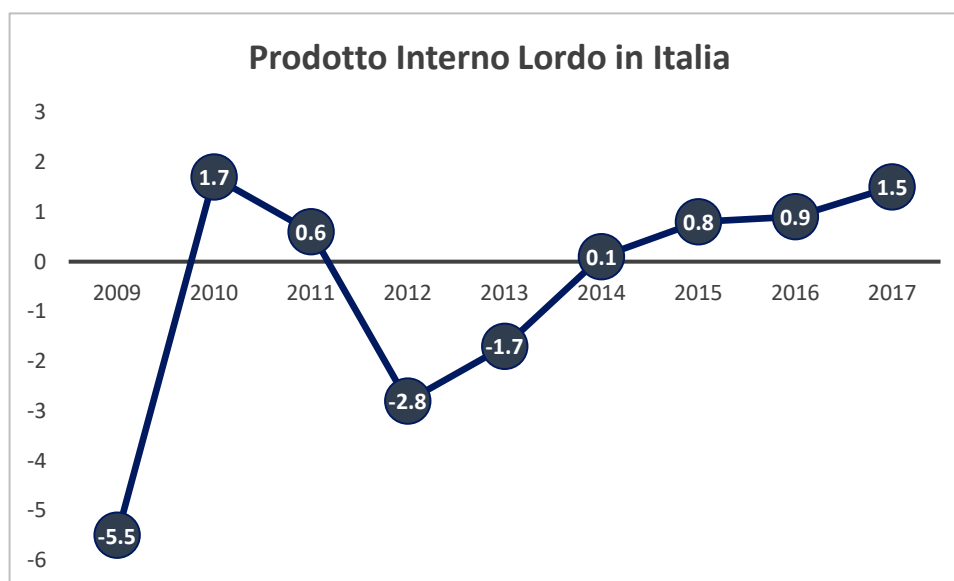


Figura 11: Andamento storico (2009-2017) del PIL in Italia

Dati espressi in termini di crescita percentuale.

Fonte: rapporto annuale Istat 2017, elaborazione personale.

Tavola – Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

	Dicembre 2017				Luglio 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
PIL (1)	1,6	1,4	1,3	1,3	1,4	1,3	1,2
Consumi delle famiglie	1,4	1,2	1,1	1,0	1,2	1,2	1,1
Consumi collettivi	0,7	0,2	0,1	0,3	1,2	0,1	-0,2
Investimenti fissi lordi	2,4	3,8	2,9	2,0	2,7	3,1	1,9
di cui: Investimenti in a.m.m.t.	3,4	5,5	3,8	2,7	3,2	4,0	2,1
Investimenti in costruzioni	1,2	1,8	1,8	1,2	2,1	2,1	1,7
Esportazioni totali	5,1	3,6	3,3	3,1	4,0	3,0	3,4
Importazioni totali	5,7	4,3	3,1	2,4	5,9	3,0	2,9
Variazione delle scorte (2)	0,2	0,1	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0
Prezzi al consumo (IPCA)	1,3	0,9	1,5	1,6	1,4	1,1	1,6
IPCA al netto dei beni energetici e alimentari	0,8	0,6	1,4	1,6	1,0	1,1	1,6
Occupazione	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
Tasso di disoccupazione (3)	11,3	11,1	10,8	10,5	11,3	10,9	10,7

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat. Proiezioni per l'Italia incluse nell'esercizio dell'Eurosistema pubblicato il 14 dicembre, che include informazioni aggiornate al 23 novembre. Le stime pertanto non incorporano i dati di contabilità nazionale diffusi dall'Istat il 1° dicembre.

(1) Per il PIL e le sue componenti, variazioni stimate su dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. Non correggendo per il numero di giornate lavorative, la proiezione di crescita del PIL è 1,5 per cento nel 2017, 1,5 nel 2018, 1,3 nel 2019 e 1,4 nel 2020. – (2) Contributi alla crescita del PIL, valori percentuali. – (3) Medie annue, valori percentuali.

Tabella 14: Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana

Fonte: Banca d'Italia, dicembre 2017.

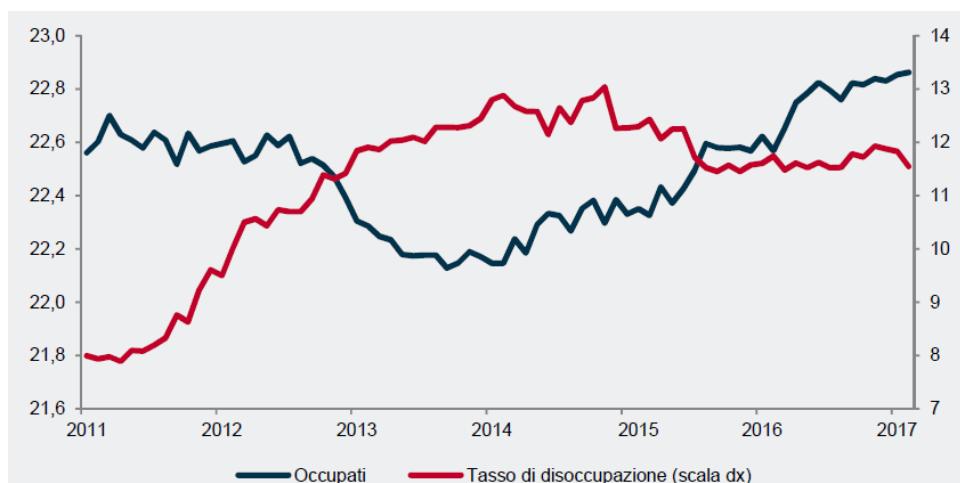


Figura 12: Andamento storico (2011-2017) degli occupati e del tasso di disoccupazione
 Nella rilevazione vengono impiegati dati mensili destagionalizzati. Valori espressi in migliaia e in percentuali. Fonte: rapporto annuale Istat 2017.

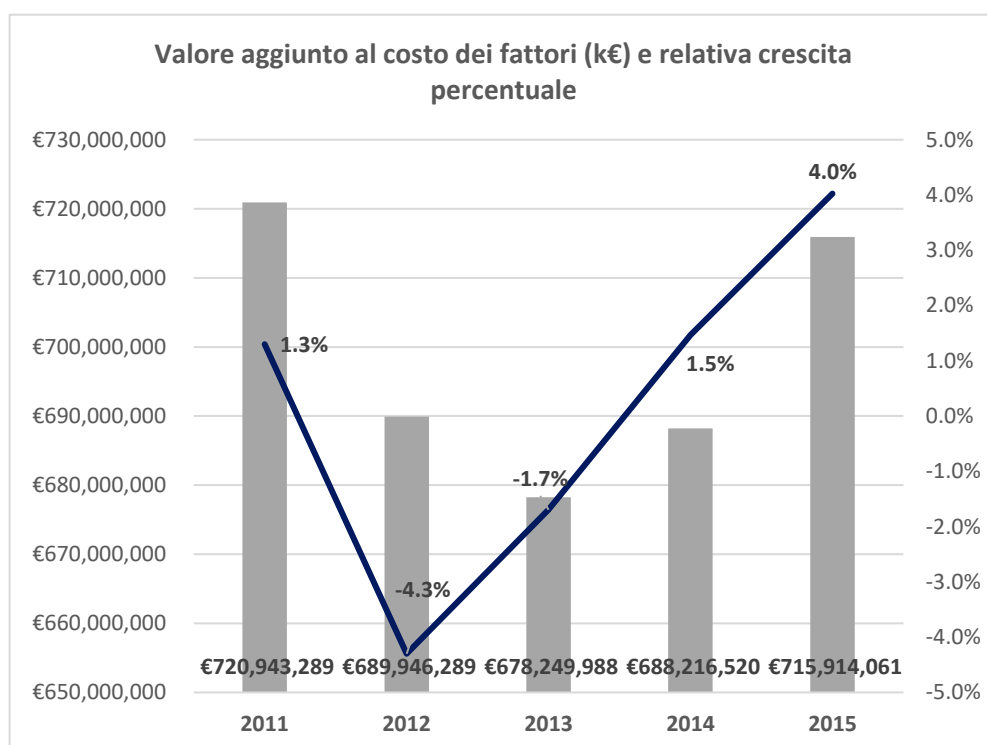


Figura 13: Andamento storico (2011-2015) del valore aggiunto totale di industria e servizi al costo dei fattori e relativa crescita percentuale su base annuale
 Fonte: archivio storico Istat, elaborazione personale.

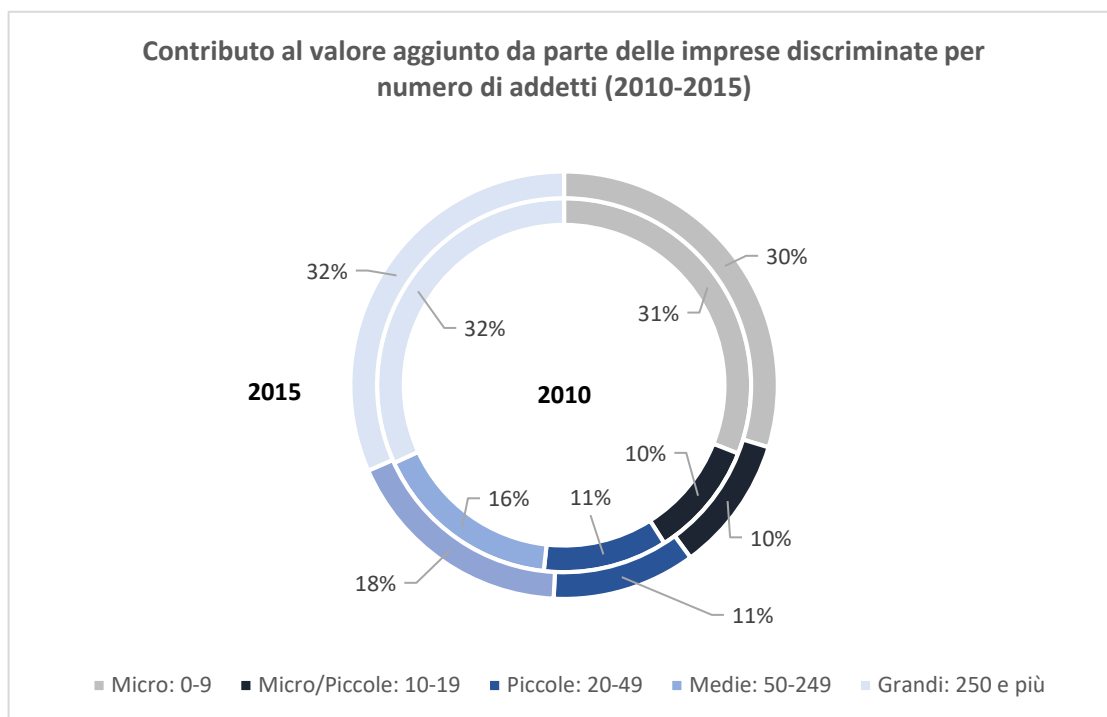


Figura 14: Contributo al valore aggiunto da parte delle imprese discriminate per numero di addetti
 Dati espressi in valori percentuali su base annua. Confronto tra il 2010 e il 2015.
 Fonte: archivio storico Istat, elaborazione personale.

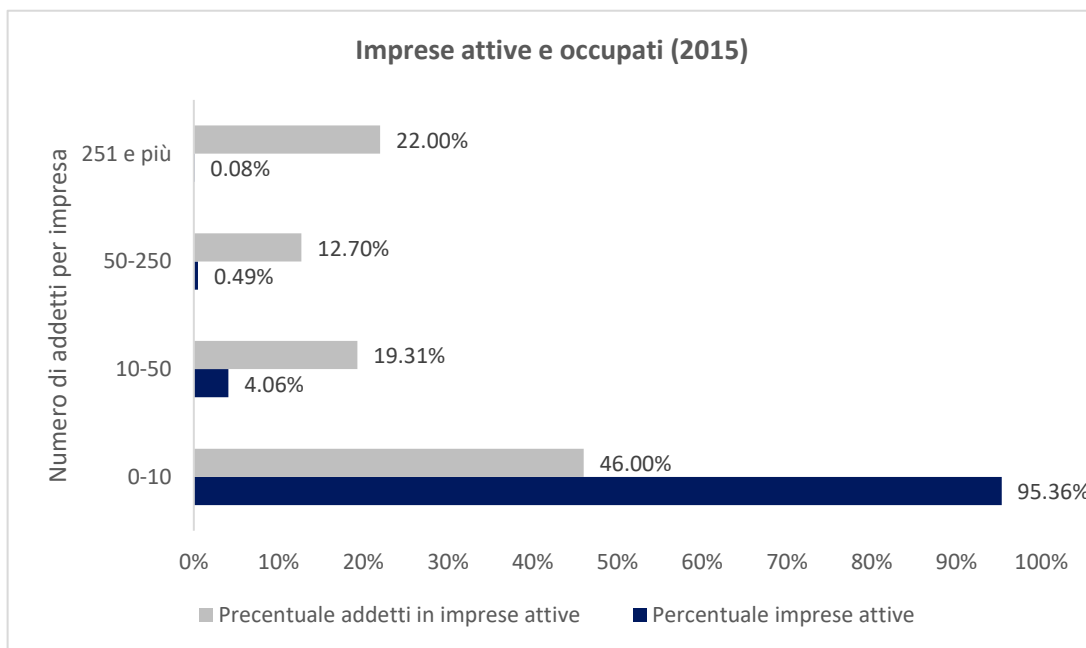


Figura 15: Percentuale di imprese attive e relativi occupati divise per fasce dimensionali in termini di numero di addetti (2015)
 Fonte: archivio storico Istat, elaborazione personale.

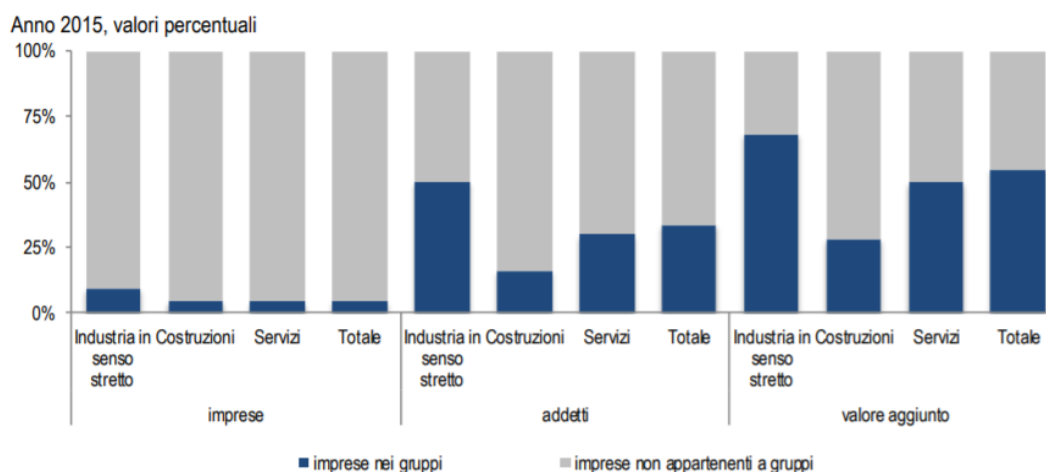


Figura 16: Numero di imprese, addetti e valore aggiunto in imprese appartenenti a gruppi e non divisi per macro-settore di attività (2015)

Fonte: rapporto sulla competitività dei sistemi produttivi, Istat 2017.

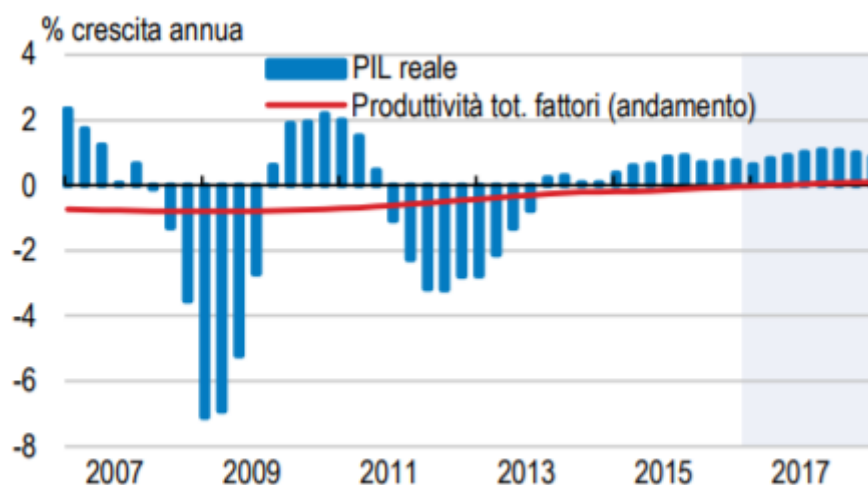


Figura 17: Andamento storico (2007- 2017) della crescita percentuale annua del PIL reale e della produttività totale dei fattori

Quest'ultima viene calcolata come rapporto tra valore aggiunto in volume e tutti i servizi di capitale e lavoro impiegati per realizzarlo.

Fonte: rapporto economico OCSE, 2017.

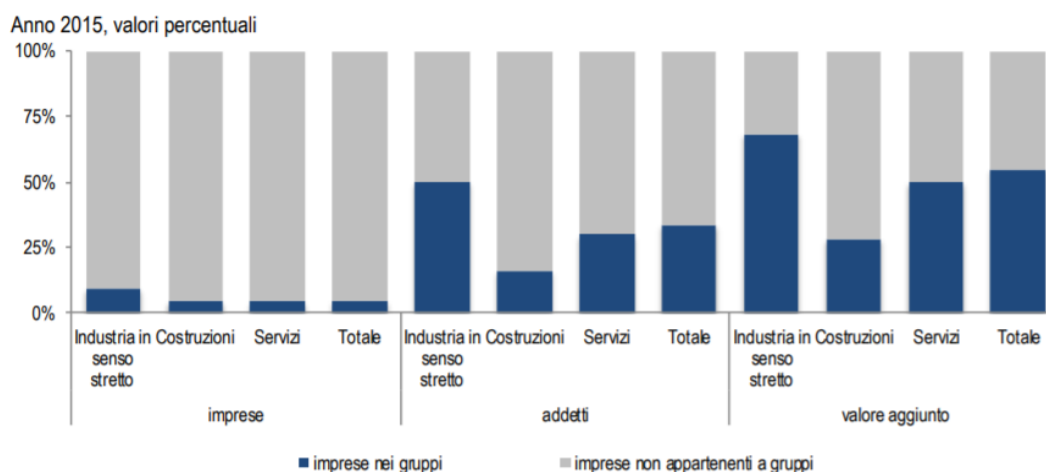


Figura 16: Numero di imprese, addetti e valore aggiunto in imprese appartenenti a gruppi e non divisi per macro-settore di attività (2015)

Fonte: rapporto sulla competitività dei sistemi produttivi, Istat 2017.

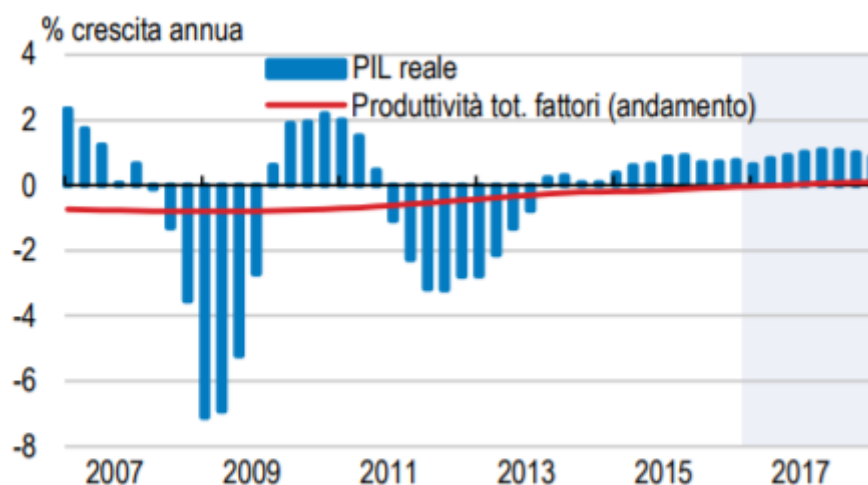


Figura 17: Andamento storico (2007- 2017) della crescita percentuale annua del PIL reale e della produttività totale dei fattori

Quest'ultima viene calcolata come rapporto tra valore aggiunto in volume e tutti i servizi di capitale e lavoro impiegati per realizzarlo.

Fonte: rapporto economico OCSE, 2017.

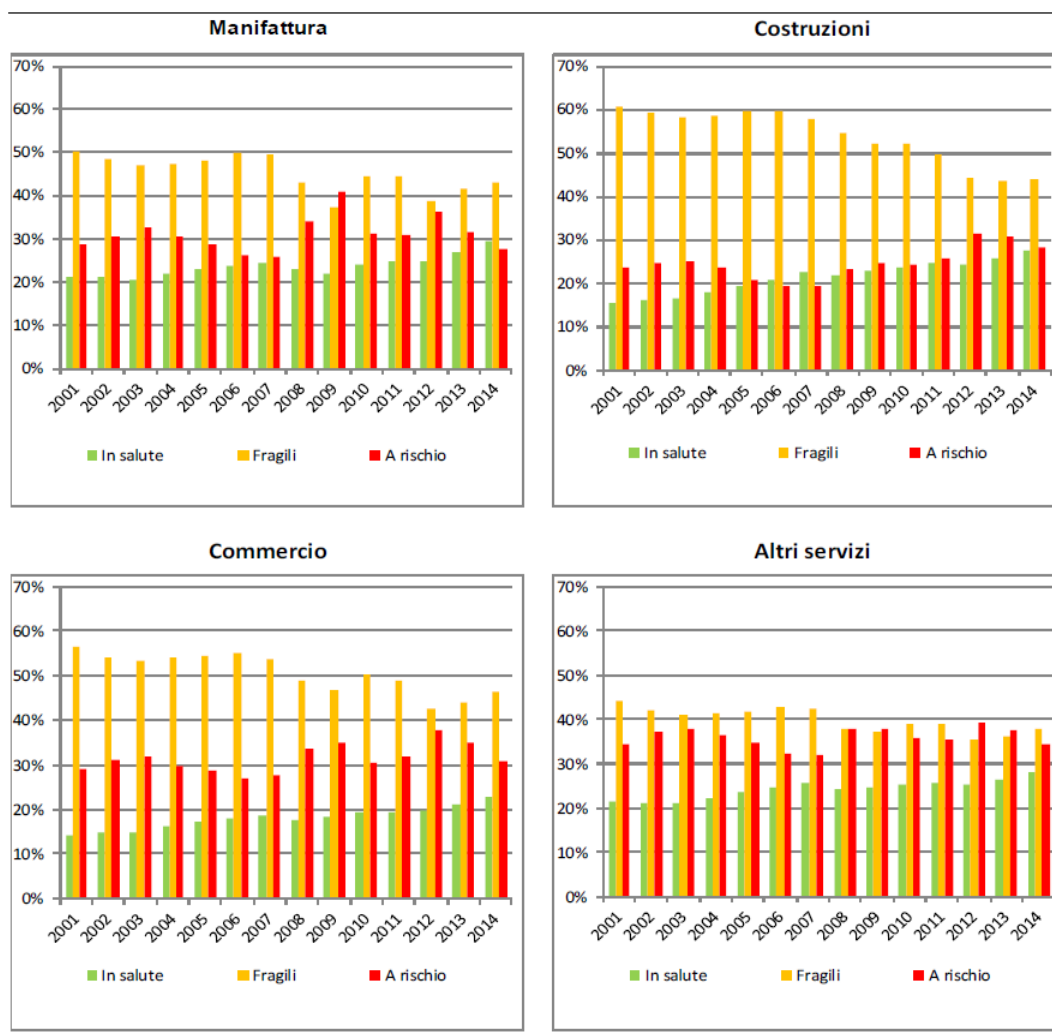


Figura 18: Andamento storico (2001-2014) della distribuzione delle imprese per valori dell'indicatore sintetico di sostenibilità economico-finanziaria per macro-settore
 Fonte: rapporto sulla competitività dei sistemi produttivi, Istat 2017

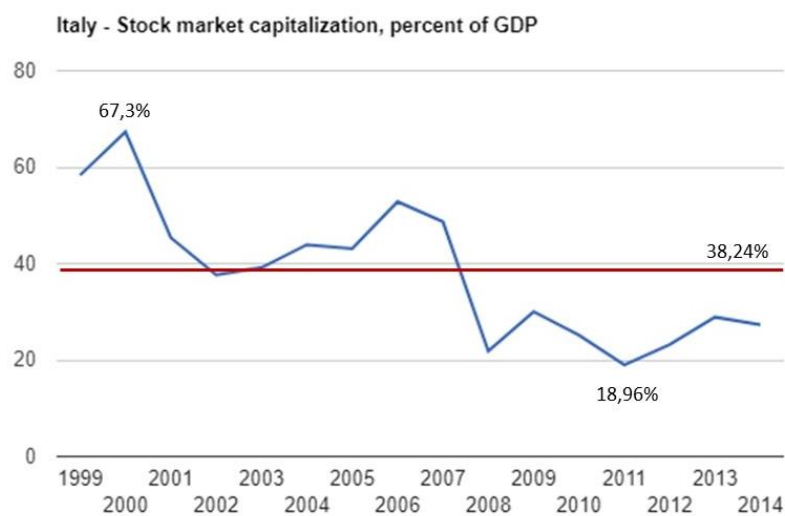


Figura 19: Andamento storico (1999-2014) del rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL
 Dati espressi in valori percentuali.

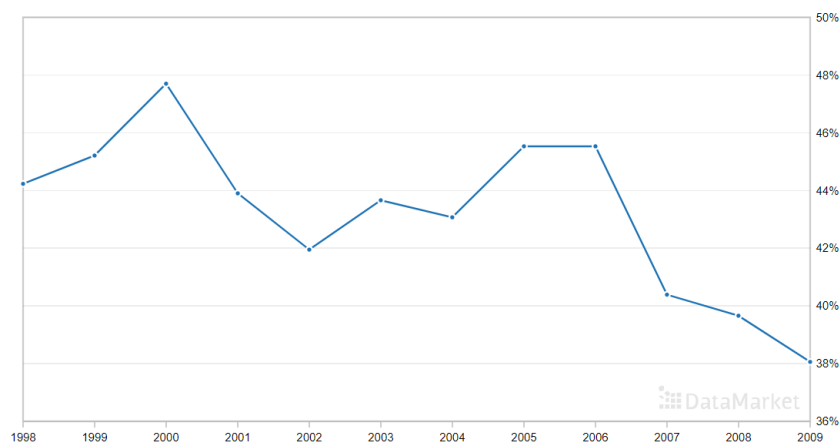


Figura 20: Andamento storico (1998-2009) della capitalizzazione di mercato escludendo le prime 10 imprese sul totale della capitalizzazione di mercato
 Dati espressi in termini percentuali. Fonte: World Bank.

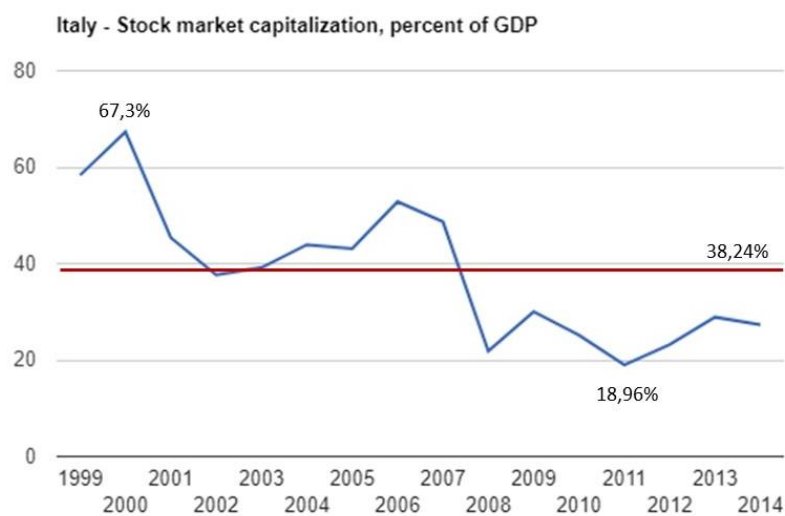


Figura 19: Andamento storico (1999-2014) del rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL
 Dati espressi in valori percentuali.

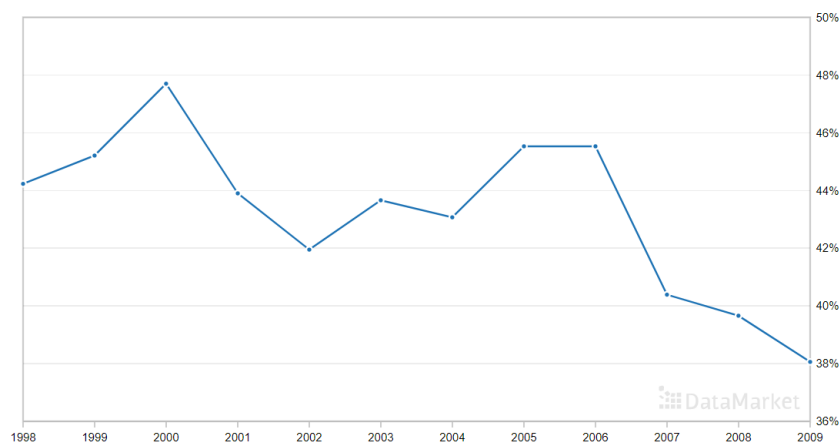


Figura 20: Andamento storico (1998-2009) della capitalizzazione di mercato escludendo le prime 10 imprese sul totale della capitalizzazione di mercato
 Dati espressi in termini percentuali. Fonte: World Bank.

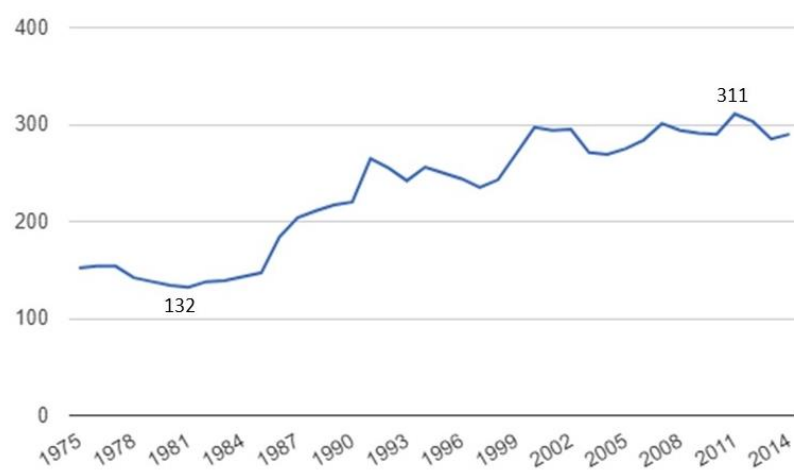


Figura 21: Andamento storico (1975-2014) del numero di imprese quotate sul mercato italiano
Fonte: World Bank.

Composizione settoriale delle imprese domestiche quotate sui segmenti di mercato MTA ed AIM_Italia – MAC

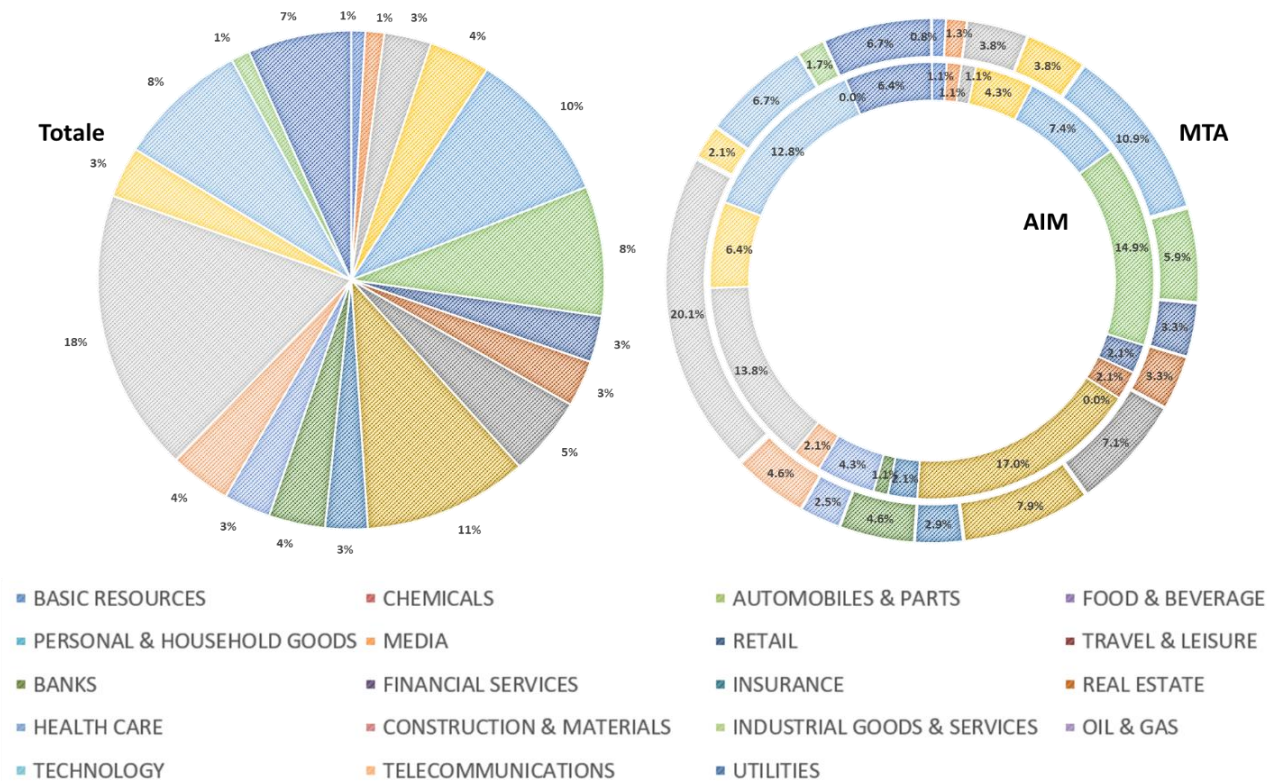


Figura 22: Composizione settoriale delle imprese domestiche quotate sui segmenti di mercato MTA ed AIM_Italia-MAC

A sinistra sono rappresentate tutte le imprese domestiche quotate sia sull'MTA che sull'AIM_Italia-MAC discriminate in base al settore di appartenenza. A destra questi dati vengono esplosi mettendo a confronto le imprese quotate sui due mercati (l'anello interno raccoglie i dati dell'AIM_Italia-MAC, mentre quello esterno dell'MTA). La percentuale di imprese appartenenti a uno specifico settore viene calcolata come numero di imprese appartenenti allo stesso diviso sul totale di imprese quotate rispettivamente sul mercato di riferimento. Fonte: Borsa Italiana, elaborazione personale.

Processo di ammissione

Preparazione	Due diligence	Ammissione e collocamento
Eventuale riorganizzazione società/ gruppo e modifiche di governance	Business due diligence	Analisi documentazione da parte di Borsa Italiana e CONSOB
Certificazione bilancio e adozione principi contabili internazionali	Controllo di gestione adeguato (SCG) alle caratteristiche dell'azienda e al mercato di quotazione	Provvedimento di ammissione a quotazione
Definizione piano industriale	Costruzione equity story	Roadshow in Italia e all'estero e book building per collocamento istituzionale
Primi contatti con Borsa Italiana e scelta consulenti.	Organizzazione del consorzio di collocamento.	Collocamento al pubblico risparmio.
Tempistica 6–12 mesi	Tipicamente 4–6 mesi	

Tabella 15: Processo di ammissione sul mercato MTA di Borsa Italiana
Fonte: Borsa Italiana.

I requisiti formali in fase di IPO

	MTA	Segmento STAR	AIM Italia
Flottante	25%	35%	10%
Bilanci certificati	3	3	1 (se esistente)
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani o internazionali
Offerta	Istituzionale / Retail	Istituzionale / Retail	Principalmente Istituzionale
Altri documenti	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT	Documento di ammissione
Market cap (€)	Min € 40 m	Min € 40 m – Max 1 bn	Nessun requisito formale
CDA (n.Independenti)	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (N. nel Regolamento)	Nessun requisito formale
Comitato Controllo e Rischi	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Comitato Remunerazione	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Incentivi al top management	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (Remun. legata a performance)	Nessun requisito formale
Investor relator	Raccomandato	Obbligatorio	Non obbligatorio
Sito Web	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale advisor	Sponsor / Global coordinator	Sponsor / Global coordinator	Nomad

Tabella 16: Requisiti formali in fase di IPO
Confronto tra i segmenti di mercato MTA, STAR e AIM Italia-MAC di Borsa Italiana.
Fonte: Borsa Italiana.

I requisiti formali post IPO

	MTA	Segmento STAR	AIM Italia
Codice di Corporate Governance	Comply or explain	Parzialmente obbligatorio	Facoltativo
Specialist	Facoltativo (liquidity provider)	Obbligatorio (liquidity provider / 2 ricerche / incontri con investitori)	Obbligatorio (liquidity provider)
Informativa	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (TUF e Regolamento Emittenti)		Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (MAR e Regolamento AIM)
OPA	TUF – 30% per obbligatoria (20% - 40% statutaria per PMI), 60% per preventiva, 90%-95% per residuale		OPA Statutaria
Parti correlate	Procedure e obblighi informativi		Procedure semplificate e obblighi informativi
Dati trimestrali	Non obbligatori	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre	Non obbligatori
Dati semestrali	SI – entro 90 giorni da chiusura semestre	SI – entro 90 giorni da chiusura semestre	SI – entro 3 mesi da chiusura semestre
Dati annuali	SI – pubblicazione entro 120 giorni da chiusura esercizio	SI – se entro 90 giorni da chiusura esercizio no IV trimestrale	SI – pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio

Tabella 17: Requisiti formali in fase post IPO

Confronto tra i segmenti di mercato MTA, STAR e AIM Italia-MAC di Borsa Italiana.

Fonte: Borsa Italiana.

SUMMARY STATISTICS OF MAIN EURO.NM STOCK EXCHANGES AND OF THE NASDAQ⁽¹⁾ (End of 2001)

	Nasdaq	Nuovo Mercato
Number of IPOs	4.876	45
Listed firms	4.109	45
Market capitalisation	3.289.459	14.801
Market capitalisation/GDP	24,5%	1,2%
Total funds raised ⁽²⁾	332.876	4.042
Capital raised at IPO ⁽³⁾	na	41,4
Proportion of IPO from capital increase	na	92,8%
Age at IPO (months)	na	157
Number of dual listings	na	2
Number of cross listings	na	0

Source: Statistics of different Stock Exchanges. ⁽¹⁾ Financial indicators expressed in million of euro. Reported statistics are median values.

⁽²⁾ Since 1990 for Nasdaq and since the opening of the market for other Stock Exchanges. ⁽³⁾ Median values referring to a single IPO.

Tabella 18: Statistiche relative al Nuovo Mercato e al Nasdaq aggiornate alla fine del 2001

Fonte: Susi (2002).

REQUISITI	MAC	EXPANDI
Tipologia di mercato	Non Regolamentato	Regolamentato
Investitori	Solo professionali	Tutti
Capitalizzazione minima	Non previsto	1 milione di Euro
Lotto minimo di negoziazione	50.000 Euro	Non previsto
Certificazione di Bilancio	Ultimo esercizio	Ultimi 3 esercizi
Piano industriale	Non richiesto	Non obbligatorio, ma indispensabile
Prospetto informativo	Non richiesto	Presentato sia a Borsa Italiana che alla Consob (che ne deve autorizzare la pubblicazione)
Controllo di gestione	Non richiesto	Richiesto
Flottante minimo	Non previsto	10% del capitale
Controvalore minimo	Non previsto	Almeno di 750.000 Euro
Obblighi informativi	Limitati (bilancio annuale e relazione semestrale)	Estesi a tutte le informazioni di gestione (calendario eventi, dividendo deliberato, modifiche statutarie, <i>insider dealing</i> , etc.).
Track record	Positivo - 1 anno	Positivo - 3 anni
Trasmissione delle informazioni	Trasmissione diretta	Trasmissione tramite NIS*
Modello di corporate governance	Non richiesto	Non obbligatorio. È necessario, tuttavia,: - una ripartizione di poteri tra Consiglio di Amministrazione e Assemblea - un sistema di controllo interno - l'affidabilità dell'informazione finanziaria
* Il NIS, Network Information System, è il circuito telematico predisposto da Borsa Italiana per la trasmissione delle informazioni al pubblico.		

Tabella 19: Requisiti di accesso ai mercati MAC ed Expandi a confronto
Fonte: D'Amato, Cacia (2008).

REQUISITI	MAC	AIM
Tipologia di mercato	Non Regolamentato	Non Regolamentato
Investitori	Solo Professionali	Tutti
Capitalizzazione minima	Non richiesta	Non richiesta
Lotto minimo di negoziazione	50.000 Euro	Non previsto
Certificazione di Bilancio	Ultimo esercizio	Possono quotarsi anche imprese neo-costituite
Piano industriale	Non richiesto	Non richiesto
Prospetto informativo	Non richiesto	Richiesto in caso di offerta pubblica*
Controllo di gestione	Non richiesto	Non richiesto
Flottante minimo	Non richiesto	Non richiesto
Controvalore	Non richiesto	Non richiesto
Obblighi informativi	Limitati (bilancio annuale e relazione semestrale)	Limitati (bilancio annuale e relazione semestrale)
Track record	Positivo - 1 anno	Non richiesto
Trasmissione delle informazioni	Trasmissione diretta	Trasmissione tramite Exchange
Modello di corporate governance	Non richiesto	Definito <i>ad hoc</i> per ogni società
Intermediario di supporto alla quotazione (ammissione e permanenza)**	<i>Sponsor</i> . Previsto ed obbligatorio per i primi 3 anni di quotazione	<i>Nominated Advisor (Nomad)</i> . Previsto per tutto il periodo di quotazione
Intermediario garante della liquidità del titolo	<i>Specialista</i> . Previsto per tutto il periodo di quotazione È anche <i>market maker</i>	<i>Broker</i> . Previsto per tutto il periodo di quotazione. Non necessariamente <i>market maker</i>

* Il documento è sottoposto all'approvazione dell'UKLA –United Kingdom Listing Authority–

** Per l'esercizio del ruolo di Nomad, oltre all'iscrizione in un apposito registro, così come avviene per lo Sponsor nel MAC, è necessario il possesso di requisiti di carattere dimensionale e organizzativo (evidenziati nel Nominated Advisor Eligibility Criteria).

Tabella 20: Requisiti di accesso ai mercati MAC ed AIM Italia a confronto
Fonte: D'Amato, Cacia (2008).

Anno	N. Imprese quotate	Capitalizzazione (€)	Turnover (€)
Dic-2013	36	1.126.629.036	13.374.412
Dic-2014	57	2.051.521.582	25.245.062
Dic-2015	74	2.925.193.877	36.410.399
Dic-2016	77	2.872.685.498	54.470.715
Dic-2017	90	5.578.976.732	115.690.595

Tabella 21: Andamento storico (2013-2017) del numero di imprese quotate su AIM Italia-MAC e relativi capitalizzazione e turnover totali di mercato.

Fonte: Borsa Italiana, elaborazione personale. Dati rilevati nei report del mese di dicembre per ogni anno analizzato.

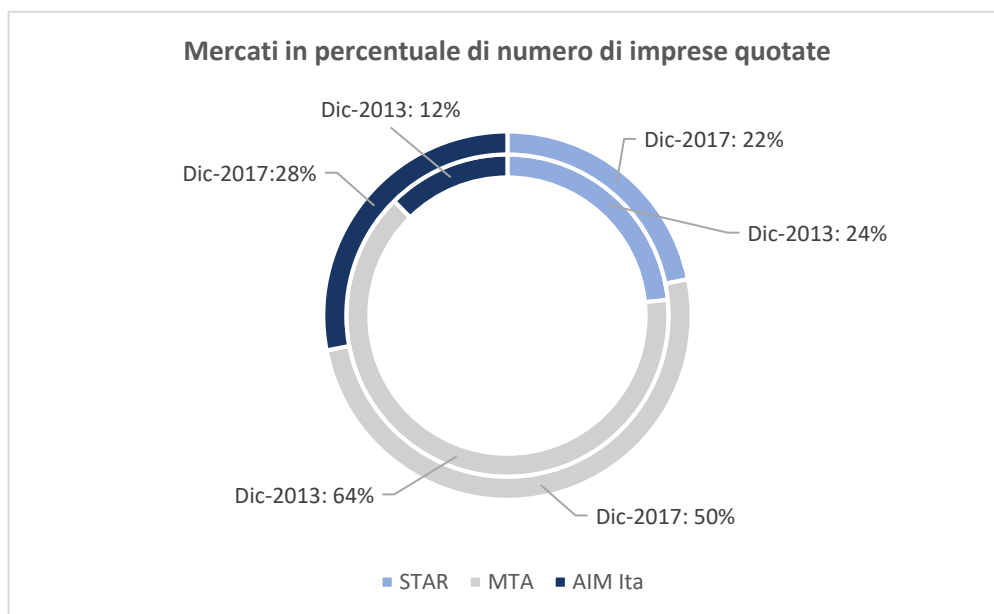


Figura 23: Confronto tra i segmenti MTA, STAR ed AIM Italia-MAC di Borsa Italiana in termini di numero di imprese tra il 2013 e il 2017
 Dati espressi in percentuale sul totale. Fonte: Borsa Italiana, elaborazione personale

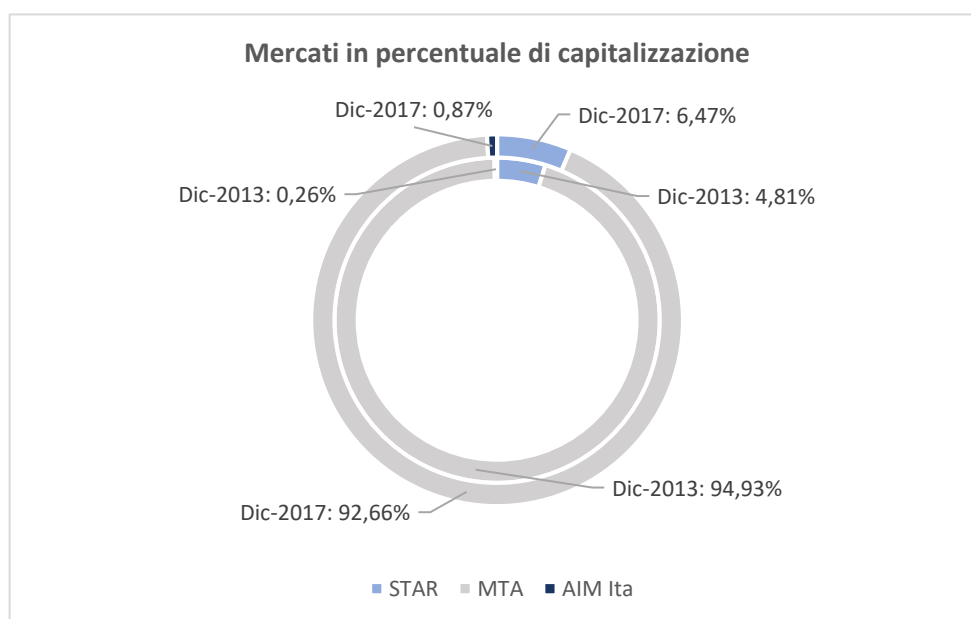


Figura 24: Confronto tra i segmenti MTA, STAR ed AIM Italia-MAC di Borsa Italiana in termini di percentuale di capitalizzazione di mercato tra il 2013 e il 2017
 Fonte: Borsa Italiana, elaborazione personale.

CAGR 2014-2017: +16% società, +37% capitalizzazione
 CAGR 2017-2020: +49% società, +45% capitalizzazione

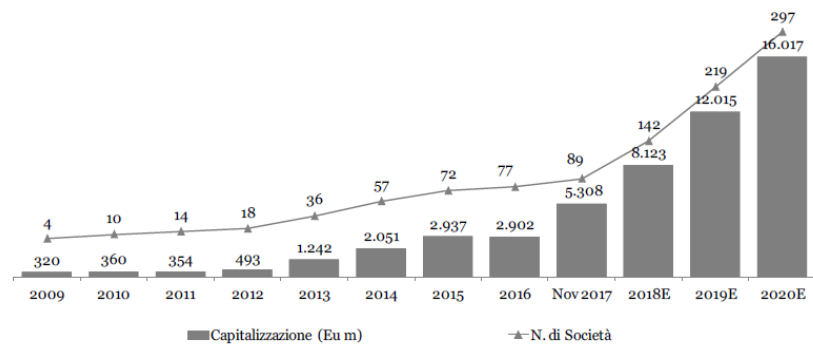


Figura 25: Trend di crescita storici e previsionali (2009-2020) sullo sviluppo del mercato AIM Italia-MAC

Fonte: Osservatorio IR Top, 2018.

5. Analisi descrittiva

In questo capitolo, viene introdotta un'analisi volta a descrivere il comportamento delle imprese italiane e inglesi prima e dopo l'IPO mettendo in evidenza le differenze che contraddistinguono i due mercati. Lo studio segue alla presentazione del database impiegato e alle ipotesi che si intendono verificare.

5.1 Presentazione dei dati

Il database impiegato per condurre lo studio è stato creato a partire dai dati messi a disposizione dalla piattaforma Eikon fornita a partire dal 2010 dalla Thomson Reuters Corporation. Eikon raggruppa un insieme di strumenti che consentono di monitorare ed elaborare complessi dati finanziari in tempo reale. I contenuti del software sono organizzati nelle seguenti categorie: *pricing data*, *research*, *news*, *estimates*, *fundamentals* e *charts*. La sezione di interesse è quella relativa ai *fundamentals* dove sono raccolti i dati relativi a 54.500 società attive e 22.500 inattive sul mercato appartenenti a 123 Paesi e 167 Borse coprendo circa il 99% della capitalizzazione mondiale. Il database è costituito da un *panel* non bilanciato contenente le informazioni relative a 34 imprese italiane e 192 imprese inglesi non finanziarie quotate rispettivamente sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk tra il 2009 e il 2014. Le imprese considerate risultano essere ancora attive sul mercato a fine dicembre 2017. La scelta di escludere le imprese finanziarie dall'analisi muove dal fatto che la natura del loro *business* non è direttamente confrontabile con le imprese non finanziarie sulle quali invece si è scelto di concentrare lo studio. L'arco temporale, invece, è stato determinato a partire dal 2009 in quanto anno di fondazione del mercato AIM_Italia ed è stato concluso nel 2014 in modo tale da riuscire ad avere almeno tre anni di osservazioni dopo l'IPO. Le imprese sono state osservate su un arco temporale di dieci anni (2007 – 2017) anche se la maggior parte presenta una serie storica di osservazioni consecutive di cinque anni che includono informazioni relative al periodo pre e post quotazione. I dati raccolti comprendono alcune informazioni anagrafiche e descrittive delle società, come ad esempio l'età o il settore di appartenenza, e i dati relativi al bilancio, conto economico e flussi di

cassa²³. Per poter effettuare un confronto temporale coerente tra le variabili monetarie si è deciso di deflazionarle applicando i numeri indice dell'Indice dei Prezzi al Consumo²⁴ (Ipca) su base 2015 forniti da Eurostat. Inoltre, i dati monetari relativi alle imprese inglesi sono stati opportunamente convertiti²⁵ da sterline in euro direttamente su Eikon. Una descrizione puntuale degli indicatori adottati nelle successive analisi viene riportata in Tabella 22. Oltre alla classificazione nazionale, le imprese sono state raggruppate in funzione dell'età, della dimensione e delle peculiarità del settore di appartenenza (ossia se *capital*²⁶ o *labour*²⁷ intensive) con l'obiettivo di capire se l'evento quotazione ha delle implicazioni diverse in funzione della categoria di appartenenza. La valutazione degli effetti della quotazione è stata eseguita osservando delle variabili finanziarie e non che coprono i seguenti aspetti: età, dimensione, investimenti, efficienza, profittabilità, liquidità, struttura di capitale, dividendi e raccolta di capitale.

Per capire come strutturare le analisi riportate in seguito, si è deciso di condurre una serie di test al fine di verificare la forma delle distribuzioni campionarie relativamente ai dati collezionati. Infatti, i test parametrici che si vogliono condurre sono generalmente basati sul lemma di Neyman-Pearson e sull'ipotesi di normalità delle osservazioni campionarie. Tuttavia, si immagina che la natura dello studio insieme alla bassa numerosità campionaria (specialmente per le imprese

²³ Qualora le informazioni non fossero state disponibili sulla piattaforma Eikon sono state opportunamente integrate con i dati forniti da The Wall Street Journal (dove compatibili).

²⁴ Si è scelto di utilizzare l'Ipca in quanto è una misura dell'inflazione che assicura la comparabilità a livello europeo. La popolazione di riferimento corrisponde a quella presente sul territorio nazionale considerato e il paniere esclude le lotterie, il lotto e i concorsi pronostici sulla base di un accordo comunitario. Infine, l'Ipca si riferisce al prezzo effettivamente pagato dal consumatore tenendo conto anche delle riduzioni temporanee di prezzo come saldi e promozioni. Le imprese italiane e inglesi sono state deflazionate con i rispettivi numeri indice calcolati da Eurostat.

²⁵ Su Eikon i *financials* sono presentati nelle valute in cui le imprese li riportano. Tuttavia, viene fornita la possibilità di modificare la moneta di riferimento in quella desiderata. In tale circostanza, la conversione viene effettuata con i tassi di cambio relativi al mese e all'anno in cui il documento viene consolidato.

²⁶ Con *capital intensive* si definiscono quei settori industriali che richiedono ingenti investimenti iniziali al fine di svolgere l'attività dell'impresa. Tipicamente sono settori con alte barriere d'entrata e questo limita lo sviluppo della concorrenza sul mercato. Spesso le imprese di natura *capital intensive* sono in grado di sfruttare forti economie di scala. Inoltre, sono caratterizzate da alti livelli di leva e un attivo fondato prevalentemente su *assets* fissi. Esempi di settori *capital intensive* sono: telecomunicazioni, trasporto e oil&gas.

²⁷ All'opposto dei settori *capital intensive* si collocano i *labour intensive* caratterizzati per fondare il loro *business* prevalentemente sul capitale umano. Esempi di segmenti *labour intensive* sono: ristorazione, hotels e agricoltura.

italiane) renda difficilmente applicabile il teorema del limite centrale rendendo necessario l'introduzione di test non parametrici. La valutazione è stata condotta per tutte le variabili di interesse tramite il test di normalità basato sull'asimmetria e sulla curtosi²⁸. Il p_value ottenuto è sempre risultato inferiore all'1% con la conseguenza di non poter accettare l'ipotesi nulla secondo cui le variabili esaminate seguono una distribuzione normale. Per tale ragione si è scelto di procedere adottando un approccio non parametrico in quanto i relativi metodi di inferenza non sono vincolati dalla specificazione di un modello distributivo a priori e sono validi a prescindere dalla numerosità del campione. I test d'ipotesi condotti sfruttano il metodo proposto da Wilcoxon (Mann-Whitney).

Tutte le elaborazioni successive sono state implementate tramite il software statistico STATA.

5.2 Le ipotesi

In linea generale, la quotazione aiuta le imprese a raccogliere capitale sul mercato che da un lato si presume venga impiegato per aumentare gli investimenti alimentando la crescita dimensionale, mentre dall'altro per ridurre la dipendenza dal debito e acquisire di conseguenza una struttura finanziaria meno rischiosa.

Dato che la quotazione è un processo costoso, è naturale pensare che le imprese interessate a condurre un'IPO siano disposte a sostenere tali costi a fronte di importanti opportunità future di investimento. Come suggerito da Evans (1986), le imprese medio-piccole e le imprese giovani riescono a crescere di più e più velocemente rispetto alle imprese grandi e mature e quindi dovrebbero avere maggiore incentivo a entrare sul mercato. Nonostante ciò, sono spesso limitate all'utilizzo di fonti interne di finanziamento in quanto particolarmente colpite dalla presenza di asimmetrie informative, problemi di incentivo, stringenti obblighi di *disclosure* ed elevati costi fissi d'accesso che rendono proibitiva la loro quotazione [Carpenter e Petersen (2002), Fazzari, Hubbard e Petersen (1987)]. Le evidenze sembrano confermare questa affermazione anche se in modo eterogeneo tra le Borse. Negli Stati Uniti le imprese giovani e

²⁸Il test sulla normalità è stato eseguito utilizzando il software STATA tramite il comando: `sktest`. Per ogni variabile selezionata vengono condotti tre test. Il primo è basato sull'asimmetria, il secondo sulla curtosi mentre il terzo (effettivamente utilizzato nell'analisi condotta) li combina in un unico test. `Sktest` richiede un numero minimo di 8 osservazioni.

di piccole dimensioni rappresentano la maggior parte del capitale sul mercato ed esistono numerosi studi che confermano la loro rapida crescita dopo la quotazione [Carpenter e Petersen (2002), Carpenter e Rondi (2004)]. Una situazione simile viene registrata anche in Inghilterra, mentre all'estremo opposto si collocano le Borse europee, esemplificativo è il caso italiano, con imprese grandi e mature che accedono ai mercati registrando una sporadica e lenta crescita post quotazione [Pagano, Panetta e Zingales (1998), Carpenter e Rondi (2004)]. La nascita dei Mercati Alternativi del Capitale sembra aver ridotto le differenze tra Paesi incentivando l'ingresso sul mercato di pmi e imprese giovani ad alto potenziale di crescita.

L'obiettivo della presente tesi è cercare di capire se nel contesto italiano la quotazione su un mercato dedicato alle pmi ad alto potenziale di sviluppo aiuti le imprese a crescere. L'analisi viene condotta attraverso lo studio del comportamento post IPO di un campione di imprese italiane non finanziarie entrate sul mercato AIM_Italia – MAC tra il 2009 e il 2014. Dato il successo del relativo mercato, in tutte le analisi successive le imprese inglesi quotate sull'AIM_Uk vengono utilizzate come *benchmark*.

Il potenziale comportamento delle imprese dopo la quotazione viene riassunto in Tabella 23 e analizzato in tre dimensioni: finanza, investimenti e performance. La tabella associa le motivazioni che inducono le imprese a entrare sul mercato all'assunzione di possibili comportamenti post IPO evidenziati in letteratura.

Dal momento che AIM_Italia – MAC nasce al fine di attrarre imprese intenzionate a inseguire future opportunità di crescita, ci si aspetta che le imprese quotate utilizzino i proventi derivanti dall'IPO per finanziare tali progetti. Infatti, l'afflusso di capitale raccolto sul mercato aiuterebbe le imprese a colmare il *gap* tra la loro attuale scala e quella efficiente, oltre che ovviamente a migliorare la loro liquidità. Inoltre, si assume che le imprese decidano di intraprendere il processo di quotazione solo quando il loro livello di produttività ha raggiunto una soglia tale da poter subire il giusto *shock* di crescita. Questo si dovrebbe riflettere in un andamento della produttività del tipo “*U – shaped*” con concavità verso il basso. Quindi per le imprese analizzate si prevede di osservare una crescita della produttività²⁹ prima della quotazione, dove raggiunge il

²⁹ Nello studio di Clementi (2002) e Chemmanur et al. (2005) la produttività viene misurata attraverso il Total Factor Productivity (TFP), calcolato come differenza tra il tasso di crescita del valore aggiunto e i tassi di crescita dell'*input* di lavoro e dello *stock* di capitale ponderati con le rispettive quote distributive. Nel presente lavoro, si è

suo picco, e a seguire una graduale diminuzione [Clementi (2002), Chemmanur, He e Nandy (2010)]. Tipicamente la crescita di scala è accompagnata da un naturale aumento dei CAPEX e delle vendite [Clementi (2002), Chemmanur, He e Nandy (2010), Pagano, Panetta e Zingales (1998)]. Tuttavia, a differenza della produttività, si prevede di osservare una loro crescita monotona nell'intorno degli anni in cui avviene l'IPO in quanto è necessario del tempo per rendere produttivo il capitale investito (Clementi, 2002). Allo stesso modo si immagina si registrare un aumento degli *assets* e del numero di impiegati. Si prevede poi una flessione del tasso di crescita delle vendite dopo l'IPO giustificabile dal fatto che le imprese subito dopo la quotazione si avvicinano alla loro scala ottimale [Clementi (2002), Chemmanur, He e Nandy (2010)]. Infine, il non aumento (diminuzione) del *dividend payout ratio* dopo la quotazione dovrebbe riflettere la scelta delle imprese di reinvestire gli utili al fine di finanziare progetti di crescita (M. Pagano, 1998). Tuttavia, il comportamento delle imprese è subordinato alle eventuali differenze strutturali che potrebbero contraddistinguere il mercato italiano e inglese. Infatti, numerose evidenze empiriche mostrano come le pmi e le imprese giovani, specialmente se ad alto contenuto tecnologico, crescano di più e più velocemente rispetto alle imprese grandi e mature. Pertanto, una loro maggiore presenza sul mercato influenza significativamente le tendenze di comportamento generali post IPO. Le stesse affermazioni valgono non solo nel confronto fra mercati, ma anche a livello di differenze cross-sezionali all'interno del singolo mercato. Inoltre, è probabile che le imprese appartenenti a settori *labour intensive* espandano il loro *business* principalmente attraverso un aumento dell'occupazione, mentre per le *capital* si prevede un maggiore incremento degli *assets* sostenuto da forti investimenti misurati attraverso i CAPEX.

Nonostante le predizioni appena esposte sembrino plausibili, dietro la scelta di quotarsi potrebbero nascondersi ragioni diverse dalla volontà di crescere. È difficile credere che le imprese che entrano su un mercato alternativo come l'AIM siano mosse dalla volontà di superare i limiti del debito o di ri-bilanciare la propria struttura di capitale a fronte di importanti investimenti. Infatti, il mercato nasce per attrarre imprese di piccole dimensioni spesso limitate negli investimenti dai loro finanziamenti interni e che normalmente non sono in grado di ricorrere

interessati a valutare in particolare l'effetto che la quotazione ha sull'occupazione. Pertanto, si è scelto di approssimare il calcolo della produttività considerando esclusivamente il lavoro come *input* produttivo, mentre come *output* rispettivamente le vendite o gli *assets*.

a ingenti fonti di debito per implementare i loro progetti di crescita. Tuttavia, è possibile che la centralità delle banche nel sistema italiano induca le imprese a sfruttare la loro consolidata struttura di capitale e il loro migliore profilo di rischio conseguito con la quotazione per accedere al debito a condizioni più vantaggiose [Pagano, Panetta e Zingales (1998), Myers e Majiuf (1984)]. Se così fosse, si dovrebbe osservare forte *deleverage* nell'anno dell'IPO (Wurgler, 2002) come conseguenza del capitale raccolto attraverso l'emissione di nuove azioni, ma temporaneo. Per le imprese inglesi, invece, si immagina di registrare una diminuzione del debito permanente nel tempo (Stefano Paleari, 2008).

Infine, tipicamente la quotazione non viene accompagnata da un miglioramento della profittabilità, tanto che numerosi studiosi evidenziano come le imprese quotate tendano a non performare bene nel lungo periodo. Per tale ragione, ci si attende di trovare un miglioramento degli indicatori di performance delle imprese analizzate nei primi anni successivi all'IPO, ma destinato a non durare nel tempo. La giustificazione di tale comportamento si attribuisce al fatto che la quotazione viene utilizzata dalle imprese come meccanismo per espandere il loro *business*, il che si dovrebbe riflettere in un temporaneo miglioramento degli indici di performance. Tuttavia, il graduale raggiungimento della loro dimensione ottimale comporterebbe un progressivo peggioramento della profittabilità. Si lasciano comunque aperte le ipotesi che riconducono la scelta delle imprese a intraprendere un'IPO alla volontà di sfruttare delle *windows opportunities* [Pagano, Panetta e Zingales (1998), Ritter (1991)], cioè momenti in cui il mercato sopravvaluta le opportunità di crescita delle imprese, al *market timing* [Pagano, Panetta e Zingales (1998), Ritter (1991)], ossia di quotarsi quando stanno performando bene in modo tale da indurre valutazioni ottimistiche circa il loro valore, al fenomeno del *window dressing* o *earning management*, che consiste nella manipolazione dei dati di bilancio da parte dei manager sempre per indurre valutazioni positive circa il loro valore [Welch, Wong e Teoh (1998), Giordano e Modena (2017), Paleari, Pellizzoni e Vismara (2008)], alla selezione avversa, ossia quotarsi quando la profittabilità sta diminuendo in modo permanente, o all'azzardo morale, quando gli azionisti di controllo hanno maggiore interesse ad estrarre benefici privati alla minoranza.

5.3 Crescita su AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

In Tabella 24 viene effettuato un confronto tra le imprese quotate rispettivamente sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk sulla base dei tassi di crescita mediani e dei relativi valori assoluti dall'anno che precede l'IPO ($t-1$) fino ai tre successivi ($t+3$). La scelta di impiegare la mediana³⁰ come statistica descrittiva deriva dal voler pesare di meno le osservazioni appartenenti alle code della distribuzione.

Le imprese inglesi crescono molto rapidamente con la quotazione in termini di numero di addetti, *assets* reali e fatturato reale. L'andamento dei relativi tassi di crescita (Figura 26, 27, 28) assume chiaramente una forma “*U-shaped*” concava verso il basso e il massimo viene raggiunto in $t+1$ per il numero di addetti e il fatturato reale (con dei valori rispettivamente del 20,59% e 30,17%) e in $t+0$ per gli *assets* reali (67,66%). Inoltre, i rispettivi indicatori assoluti (Figura 31, 32, 33) aumentano in modo monotono crescente negli anni immediatamente prima e dopo l'IPO. Lo stesso vale per i CAPEX reali (Figura 34), nonostante l'andamento del tasso d'investimento sia piuttosto piatto e in aumento solo a partire da $t+3$ (Figura 29). A conferma di quanto evidenziato nella letteratura precedente, le imprese inglesi sembrano effettivamente sfruttare la quotazione per crescere di dimensione arrivando vicine alla loro scala ideale già nell'anno successivo all'IPO. La produttività del lavoro tuttavia assume un *trend* oscillante che raggiunge il suo massimo solo in $t+3$ (Figura 30).

Anche le imprese italiane crescono con la quotazione, ma in modo meno marcato rispetto alle corrispettive anglosassoni. I tassi di crescita del numero di addetti, *asset* reali e fatturato reale (Figura 26, 27, 28) presentano un andamento più oscillante rispetto a quello osservato per le imprese inglesi. In ogni caso con l'IPO si registra un aumento dei tassi che tuttavia flettono bruscamente in $t+3$ assumendo dei valori negativi. Positivo è l'andamento del tasso di crescita del fatturato reale, in aumento fino a $t+2$. Il tasso d'investimento, invece, mostra un andamento del tipo “*U-shaped*” concavo verso il basso e la maggior parte degli investimenti si concentra in $t+0$. I valori assoluti del numero di addetti, *asset* reali e CAPEX reali crescono in modo monotono negli anni intorno alla quotazione, mentre per il fatturato reale l'aumento avviene solo a partire da $t+0$ (Figura 31, 32, 33, 34). Anche la produttività assume una forma ad “*U*” suggerendo come le imprese

³⁰ La mediana è stata determinata su STATA tramite la funzione summarize associata all'opzione detail e considerando il cinquantesimo percentile.

italiane raggiungano la loro scala ideale già nell'anno immediatamente successivo all'IPO (Figura 30).

Il diverso effetto che la quotazione ha sulla crescita delle imprese italiane e inglesi rilevato da quest'analisi preliminare potrebbe derivare dalle loro caratteristiche strutturali nel momento in cui decidono di entrare sul mercato. Inoltre, queste differenze potrebbero nascondere motivazioni diverse nella scelta di intraprendere l'IPO.

5.4 Caratteristiche delle imprese nell'anno della quotazione

Prima di studiare le peculiarità delle imprese italiane e inglesi che accedono per la prima volta ai rispettivi mercati AIM, si conduce un'analisi volta a cogliere le principali differenze strutturali che distinguono i due mercati.

5.4.1 Frequenze delle IPO

In Figura 35 viene riportata la frequenza delle IPO per le imprese non finanziarie italiane e inglesi quotate nei rispettivi segmenti di Borsa AIM tra il 2009 e il 2014. Su entrambi i mercati il picco di quotazioni viene toccato nel 2014 dove si contano 63 IPO sul mercato inglese e 18 su quello italiano. Per contro il minimo storico viene registrato nel 2009 con 4 imprese inglesi di nuova quotazione e 1 sola italiana. Per entrambi i gruppi la distribuzione delle IPO sembra essere bimodale e l'attività sul mercato si concentra in due periodi rispettivamente intorno al 2010 e al 2014. È difficile definire quali siano stati gli eventi che spiegano tale andamento, ma la giustificazione più probabile è fornita dagli effetti della crisi finanziaria 2007 – 2008 sui due Stati catturata dal tasso di crescita del PIL. La parte più drammatica della crisi si è consumata tra il 2009 e il 2011-2012 che si riflette in una minore propensione delle imprese ad accedere al mercato. Tuttavia, la forte ripresa del PIL avvenuta per entrambi i Paesi nel 2010 è stata accompagnata da numerosi ingressi. Gli effetti della crisi continuano negli anni successivi e per l'Italia si fanno molto più marcati nel biennio 2011 e 2012 definendo un nuovo periodo di recessione che inevitabilmente ha ridotto l'attività sul mercato finanziario. La successiva e graduale ripresa segnalata da un aumento del PIL viene accompagnata da una nuova ondata di ingressi che raggiungono il loro massimo nel 2014.

A livello di settore economico³¹ i due mercati presentano delle composizioni molto differenti (Figura 36). La maggior parte delle IPO in Inghilterra interessano imprese appartenenti al segmento Technology (40), Industrial (32), Basic Materials (29) e Consumer Cyclical (29). In Italia, invece, al primo posto in termini di numerosità delle IPO compare il Consumer Cyclical (11) e a seguire l'Energy³² (6), dove quasi tutte le imprese si occupano di energia rinnovabile, Technology (5) e Utilities (5). Inoltre, sul mercato italiano non sono rappresentate le imprese Healthcare.

In Figura 37, viene riportata la frequenza delle quotazioni in funzione della dimensione delle imprese. La classificazione è stata eseguita applicando la definizione europea di SME³³. Purtroppo, per entrambi i mercati la maggior parte delle imprese non appartiene ad alcun gruppo. In ogni caso, sull'AIM_Uk la categoria più popolosa è quella delle grandi imprese nonostante nel complesso le pmi occupino la porzione di mercato maggiore. Seguono in ordine decrescente di dimensione le imprese medie, piccole e micro. In Italia la composizione del mercato è decisamente diversa. Le imprese medie costituiscono il segmento dominante e ad esse seguono le piccole e le grandi, mentre nessuna impresa viene classificata come micro. Dall'analisi emerge come le imprese ad essere maggiormente attratte sui due mercati AIM siano quelle di dimensione medio-grande. Tuttavia, è prematuro trarre delle conclusioni principalmente in quanto la maggior parte delle imprese non è stata classificata.

5.4.2 Confronto tra il mercato italiano e inglese

In Tabella 25 sono raccolte le statistiche descrittive relative alle imprese nell'anno in cui avviene l'IPO. La tabella è organizzata su due colonne principali che mettono a confronto le imprese quotate rispettivamente

³¹ Il settore economico è definito tramite la classificazione Thomson Reuters Business Classification (TRBC) fornita da Eikon e diversa rispetto a quella proposta dal Gruppo London Stock Exchange.

³² Il forte sviluppo sul mercato italiano del segmento Energy è probabilmente attribuibile agli importanti incentivi forniti dallo Stato per premiare l'efficienza energetica nel tentativo di allinearsi ai target definiti dall'Unione Europea: dai sistemi intelligenti per governare l'energia distribuita ai progetti per le Smart Grid e le Smart City, dai contatori intelligenti 2.0 capaci di fare da supporto alla nuova rivoluzione tecnologica e ai sistemi di accumulo dell'energia rinnovabile (<http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2017-06-05/incentivi-verdi-nuovo-patto-l-italia-191347.shtml?uuid=AEmhexYB>).

³³ Ivi, p. 53.

sul mercato AIM_Italia – MAC e AIM_Uk e sei sezioni orizzontali che raggruppano le caratteristiche delle imprese in termini di età, dimensione e investimenti, efficienza, profittabilità, liquidità, struttura di capitale, dividendi e raccolta. Per ogni variabile, è stato condotto il test di Wilcoxon rank-sum³⁴ sulla differenza delle mediane tra i due gruppi.

Dall'analisi risulta come le imprese italiane che accedono per la prima volta al mercato sono più mature rispetto alle imprese inglesi (12,5 vs. 9). Tuttavia, per entrambe le categorie l'età mediana è piuttosto bassa a sottolineare come il mercato sia in grado di attrarre prevalentemente imprese giovani. In termini di numero medio di addetti, *total assets* reali e fatturato reale le imprese italiane non mostrano differenze dimensionali rilevanti dalle inglesi. Significativa, invece, è la differenza in termini di CAPEX su *assets* reali dalla quale emerge come le imprese italiane investano a tassi quasi doppi rispetto alle inglesi (7,9 % vs. 3,8%).

Tramite il rapporto fatturato reale su numero di addetti si vuole effettuare un confronto sull'efficienza nell'utilizzo degli *input* produttivi e in particolare della forza lavoro. Le imprese italiane risultano essere più performanti (0,21 vs. 0,1) avendo una maggiore produttività del lavoro. Tuttavia, l'esito del confronto potrebbe risentire delle caratteristiche cross-sezionali delle imprese appartenenti ai due mercati. Infatti, le imprese giovani, piccole e *labour intensive* tendono ad avere dei rapporti più bassi. Pertanto, per un confronto più appropriato bisognerebbe tenere in considerazione la composizione dei mercati di riferimento.

Sotto il profilo della profittabilità, emergono delle differenze importanti tra le imprese italiane e inglesi. Per entrambe i valori del ROA, ROS e ROE sono estremamente bassi, tanto che per le inglesi risultano essere addirittura negativi, rivelando un'evidente difficoltà nel generare utili.

Per capire se le imprese sono in grado di convertire i propri *assets* in cassa da impiegare per ripagare i propri debiti di breve termine sono stati calcolati tre principali indicatori di liquidità: *cash ratio*, *current*

³⁴ Anche noto come Mann –Whitney two-sample test, il test rank-sum verifica l'ipotesi che due campioni indipendenti (*unmatched data*) appartengano alla stessa popolazione con la stessa distribuzione. Le osservazioni devono essere di tipo numerico o ordinali e deve valere l'assunzione di indipendenza tra campioni e tra le osservazioni dello stesso campione. I due insiemi a confronto non necessariamente devono avere la stessa numerosità. Il test è stato implementato su STATA tramite l'omonima funzione associata all'opzione *by 0* per poter selezionare opportunamente i due *sample* su cui eseguire il confronto.

ratio e *quick ratio*. Le imprese inglesi presentano dei risultati significativamente migliori delle italiane in tutte le dimensioni. Per entrambi i gruppi sia il *current ratio* che il *quick ratio* registrano dei valori superiori all'unità (1,39 e 1,08 per le imprese italiane vs. 2,33 e 1,77 per le inglesi) a significare una buona capacità delle imprese a ripagare le proprie obbligazioni e quindi uno stato di salute finanziaria abbastanza stabile. Per contro il *cash ratio* presenta dei valori piuttosto bassi (0,16 per le imprese italiane e 0,28 per le inglesi) e suggerisce un'interpretazione diametralmente opposta. Tuttavia, la situazione è comune a molte imprese e non deve essere per forza interpretata come difficoltà finanziaria. Infatti, potrebbe essere una scelta dettata dalla volontà di avere bassi valori di riserve. Inoltre, il *cash ratio* è un indicatore molto stringente e la semplice conversione dei crediti verso clienti in cassa potrebbe migliorare considerevolmente il suo valore.

La metrica impiegata per misurare la struttura di capitale è data dal rapporto *total debt* su *total assets*. In questi termini, sia le imprese italiane che le inglesi presentano bassi valori di leva (0,19 vs. 0,09) a sottolineare come gli *assets* siano prevalentemente fondati sull'*equity* piuttosto che sul debito. Ciò assicura alle imprese sia l'abilità di ripagare il proprio debito che di generare dei ritorni per i propri investitori dando loro una certa stabilità finanziaria. In ogni caso, le imprese inglesi si presentano come meno indebitate delle italiane e tale differenza risulta essere statisticamente significativa.

Infine, non emergono differenze in termini di raccolta di capitale sul mercato e di distribuzione dei dividendi.

5.4.3 Peculiarità del mercato inglese

In Tabella 26 viene riportata un'analisi cross-sezionale tra le imprese appartenenti al mercato AIM_Uk. Le colonne sono raggruppate in funzione dei confronti: imprese giovani vs. imprese mature, piccole e medie imprese vs. imprese grandi, imprese *capital intensive* vs. imprese *labour intensive*. Purtroppo, si è deciso di non riportare le elaborazioni relative alle imprese italiane in quanto nel momento in cui si divide il campione il numero di osservazioni per gruppo non è sufficiente per condurre un'analisi statistica significativa. Tuttavia, si è deciso comunque di svolgere lo studio per le imprese inglesi in modo tale da capire meglio le dinamiche che caratterizzano il mercato e in linea generale che si immagina di trovare riflesses anche su AIM_Italia – MAC.

Tipicamente il mercato inglese è caratterizzato da una predominanza di imprese piccole e al contempo giovani. Se la relazione si mantiene anche sul segmento di Borsa AIM_Uk allora si potrebbe utilizzare un'unica classificazione che raggruppa le imprese in funzione sia dell'età che della dimensione. Tuttavia, calcolando l'area sovrapposizione tra le 99 pmi e le 106 imprese giovani presenti su AIM_Uk all'anno t+0, solo 53 imprese possiedono entrambe le caratteristiche. Per tale ragione, si è deciso di condurre uno studio separato per queste categorie.

Imprese giovani vs. imprese mature

Per assunzione un'impresa viene definita giovane se al momento della quotazione ha un'età minore o uguale a dieci anni. Le imprese giovani occupano la maggior parte del mercato inglese (106 vs. 82), hanno un'età mediana di 5 anni (contro i 20 delle mature) e sono significativamente più piccole rispetto alle imprese mature in termini di numero di addetti (30 vs. 112.5), *total assets* reali (12.300.000 vs. 28.400.000), fatturato reale (2.412.332 vs. 17.500.000 €) e CAPEX (414.891 vs. 1.116.851 €). È naturale osservare un più basso rapporto fatturato reale su numero di addetti per le imprese giovani in quanto essendo in genere in una fase di espansione del loro *business* hanno ricavi più contenuti che abbassano il rapporto rispetto alle imprese consolidate come quelle mature. Inoltre, il più alto rapporto *assets* reali su numero di addetti suggerisce come per le imprese giovani l'espansione avvenga principalmente tramite un incremento degli *assets*. Importantissima è poi la differenza sul ROA, ROS e ROE. Infatti, le imprese giovani non solo presentano degli indicatori più bassi delle imprese mature, ma addirittura negativi a sottolineare come producano perdite piuttosto che utili. Infine, per tutti gli indicatori di liquidità, le imprese giovani mostrano dei valori significativamente più alti delle imprese mature.

Piccole e medie imprese vs. imprese grandi

Si definiscono imprese di piccole e medie dimensioni quelle che all'anno della quotazione presentano un *total assets* reale minore di 50 milioni di euro e un fatturato reale inferiore a 43 milioni di euro³⁵. Sul mercato inglese la distinzione tra i due gruppi è netta e vede le pmi come la categoria più numerosa (99 vs. 37). In primo luogo, le pmi inglesi sono più giovani delle grandi imprese (10 vs. 17) e naturalmente presentano

³⁵ Ivi, p. 53.

valori di numero di addetti (37,5 vs. 541,5), *assets* reali (11.300.000 vs. 98.500.000 €) e fatturato reale (3.176.212 vs. 98.400.000 €) inferiori. Limitati sono anche gli investimenti misurati attraverso i CAPEX (280.562,5 vs. 2.834.531 €). Come osservato per le imprese giovani, anche le pmi presentano un minore rapporto fatturato reale su numero di addetti e un più alto rapporto *assets* reali su numero di addetti. Evidente è poi la distinzione per quanto riguarda la profittabilità. Infatti, le pmi presentano dei valori mediani di ROA, ROS e ROE negativi segnalando una grave incapacità di generare reddito. Inoltre, risultano essere più liquide e meno indebitate delle grandi imprese. Estremamente significativa è infine la differenza in termini di raccolta di capitale sul mercato: 5.396.479 euro per le pmi contro i 42.200.000 euro per le grandi imprese.

Imprese capital intensive vs. imprese labour intensive

La distinzione tra imprese *capital* e *labour intensive* è stata eseguita a livello di gruppo settoriale di appartenenza identificato con la codifica proposta Thomson Reuters. Le differenze tra i due gruppi non sono estremamente marcate come invece è emerso nei precedenti confronti. Tuttavia, si osserva come le imprese *capital intensive* siano più piccole in termini di fatturato reale, situazione che si traduce in una minore efficienza e profittabilità espresse in termini di rapporto fatturato reale su numero di addetti e ROS. Inoltre, appaiono come meno liquide e meno indebitate rispettivamente in relazione al *cash ratio* e ai debiti di lungo periodo.

5.5 Comportamento delle imprese prima e dopo la quotazione

Nelle Tabelle 27, 28, 29, 30, si eseguono dei confronti sulla base di variabili dimensionali, finanziarie e di performance prima e dopo l'IPO. I gruppi di imprese analizzati sono gli stessi esaminati nella sezione precedente. Le statistiche presentate riguardano i valori mediani dei due anni medi che precedono e seguono la quotazione e la significatività viene valutata tramite il test di Wilcoxon sign-rank³⁶.

³⁶ Il test sign-rank consente di verificare se due campioni dipendenti provengono dalla stessa popolazione con la stessa distribuzione. I campioni utilizzati devono essere appaiati o auto-appaiati. Un tipico uso consente di valutare l'efficacia di un trattamento misurandone gli effetti prima e dopo l'applicazione. Per implementare il test su STATA, in primo luogo sono stati calcolati i valori medi dei due anni prima e dopo la quotazione applicando in sequenza le funzioni cond(condizione *x*, *a* se *x* è vero

5.5.1 Confronto tra il mercato italiano e inglese

Dopo la quotazione, le imprese che decidono di entrare sul mercato AIM_Italia – MAC crescono effettivamente di dimensione in termini di *assets* reali (15.700.000 vs. 40.100.000 €) e fatturato reale (11.100.000 vs. 15.900.000 €). Tuttavia, non si registrano cambiamenti significativi nel tasso di investimento e nei CAPEX. In aumento è anche la liquidità, prevedibile in quanto le imprese che si quotano registrano delle importanti entrate di cassa a seguito della raccolta di capitale. Contrariamente alle previsioni, il debito non viene ridotto tramite l'impiego di cassa e all'opposto aumenta con la quotazione. Inoltre, si registra una perdita significativa di profittabilità espressa tramite il ROA e il ROE.

La quotazione ha degli effetti estremamente rilevanti soprattutto sulle imprese inglesi. La crescita dimensionale post quotazione è significativa per tutte le variabili d'interesse, ossia numero di addetti (46,75 vs. 89,75), *assets* reali (7.883.351 vs. 30.300.000 €), fatturato reale (6.353.279 vs. 12.000.000 €). L'espansione si registra anche attraverso il rapporto *assets* reali su numero di addetti, mentre è in leggera diminuzione il rapporto fatturato reale su numero di addetti. Aumenta naturalmente la liquidità e la cassa sembra essere impiegata già nel breve periodo per incrementare i CAPEX nonostante la flessione subita dal tasso d'investimento. Inoltre, si registra un peggioramento del ROE che con la quotazione diventa negativo. Infine, contrariamente al caso italiano, le imprese inglesi riducono significativamente la loro dipendenza dal debito registrando forti abbassamenti in entrambe le misure di *leverage*.

5.5.2 Peculiarità del mercato inglese

Imprese giovani vs. imprese mature

La quotazione ha un effetto estremamente significativo sulla crescita delle imprese inglesi giovani e mature che registrano importanti aumenti in tutti gli indicatori dimensionali. Tuttavia, l'espansione del loro *business* avviene principalmente

e non *missing*, *b* se *x* è falso [, *d*] se *x* è *missing*], per selezionare i dati su cui eseguire la media, e *mean*, per calcolare le statistiche descrittive. Successivamente è stato eseguito il test applicando il comando *sign-rank* associato all'opzione *if* per poter selezionare opportunamente i due gruppi su cui eseguire il confronto.

attraverso un aumento degli *assets* invece che della forza lavoro come testimoniato dall'incremento del relativo rapporto di efficienza. Le imprese giovani registrano poi un aumento del ROA, che tuttavia continua a rimanere negativo, ma un peggioramento del ROE. Infine, entrambi i gruppi accompagnano un aumento di liquidità a un forte *deleverage*.

Piccole e medie imprese vs. imprese grandi

Sia le pmi che le imprese grandi crescono significativamente con la quotazione in tutte dimensioni. Tuttavia, solo per le pmi si registra un aumento dei CAPEX nonostante una flessione del tasso d'investimento. In aggiunta, migliorano il loro rapporto *assets* reali su numero di addetti, contrariamente alle grandi imprese. Questo suggerisce come le pmi espandano la loro attività principalmente tramite un aumento degli *assets*, mentre le grandi imprese attraverso un forte incremento della forza lavoro. Entrambe le categorie poi subiscono una forte riduzione della loro dipendenza da debito. Da notare, infine, come le pmi intensifichino la raccolta di capitale sul mercato dopo la quotazione.

Imprese capital intensive vs. imprese labour intensive

Nuovamente sia per le imprese *capital* che *labour intensive* si osserva una crescita in tutte le dimensioni analizzate. Tuttavia, mentre per le prime si ha una perdita di efficienza, per le seconde succede l'opposto. Diverso è il comportamento delle imprese sotto l'aspetto della profittabilità. Infatti, mentre quelle *capital intensive* registrano un aumento di tutti gli indicatori le *labour* peggiorano in termini di ROA e ROE. Infine, entrambe le categorie di imprese aumentano di liquidità e riducono significativamente i loro rapporti di *leverage*.

5.6 Figure, grafici e tabelle

Age, dimension and investments	
Age	Differenza tra l'anno corrente e l'anno di fondazione
Average employees	Numero medio di impiegati all'inizio e alla fine del FY
Real total assets	Totale attivo reale contenuto nel Bilancio
Real revenue	Fatturato reale riportato nella top line del Conto Economico
Capex	Somma di: Purchase of Fixed Assets, Purchase/Acquisition of Intangibles, Software, Development Costs
Capex/total assets	Rapporto tra i CAPEX e il Total Assets del FY. Tipicamente i CAPEX costituiscono uscite di cassa, ma per il calcolo di questo indice si è deciso di considerarli con segno positivo
Capex/net property	Rapporto tra i CAPEX e Net Property, Plant & Equipment. L'indicatore viene utilizzato esclusivamente nell'analisi di regressione.
Efficiency	
Real total assets/average employees	Rapporto tra il Total Assets reale del FY diviso per il numero di impiegati (al milione) alla fine dello stesso anno
Real revenue/average employees	Rapporto tra il Total Revenue reale del FY diviso per il numero di impiegati (al milione) alla fine dello stesso anno
Profitability	
ROA	Rapporto tra Income After Taxes per il FY e la media del Total Assets all'inizio e alla fine dell'anno
ROS	Rapporto tra Net Income Before Extraordinary Items per il FY diviso per la media del Total Revenue all'inizio e alla fine dell'anno
ROE	Rapporto tra Net Income Before Extraordinary Items per il FY diviso per la media del Total Equity all'inizio e alla fine dell'anno

Continua: Descrizione delle modalità di calcolo delle variabili utilizzate per svolgere l'analisi descrittiva e di regressione

Liquidity	
Cash ratio	Rapporto tra Cash and Short-Term Investments e Total Current Liabilities
Current ratio	Rapporto tra Total Current Assets e Total Current Liabilities. Il Current Assets è dato dalla somma di: Cash and Short-Term Investments, Net Total Receivables, Total Inventory, Prepaid Expenses, Other Current Assets. I Total Liabilities rappresentano i debiti e le obbligazioni da pagare a un anno e includono: Short-Term Debt, Accounts Payable, Accrued Liabilities, Other Debts
Quick ratio	Rapporto tra il Total Current Assets escluso il Total Inventories e il Total Current Liabilities
Capital Structure	
Total debt	Include: Notes Payable/Short-Term Debt, Current Portion of Long-Term Debt/Capital Leases, Total Long-Term Debt
Leverage	Rapporto tra il Total Debt e i Total Assets
Long-term debt	Somma di: Long-Term Debt, Capital Lease Obligations
Long-term leverage	Rapporto tra il Long-Term Debt e i Total Assets
Dividends and Net Issued (Retired) Stock	
Dividend payout ratio	Rapporto tra Cash Dividend Paid e Income Available to Stockholders Excluding Extraordinary. Il Cash Dividend Paid è dato dalla somma di: Cash Dividends Paid & Common, Cash Dividends Paid & Preferred. Tipicamente il Cash Dividend Paid costituisce un'uscita di cassa, ma nell'espressione viene preso con segno positivo
Net issued (retired) stock	Somma di: Net Common Stock, Net Preferred Stock, Sale/Issuance of Common/Preferred, Repurchase/Retirement of Common/Preferred, Options Exercised, Warrants Converted, Treasury Stock

Tabella 22: Descrizione delle modalità di calcolo delle variabili utilizzate per svolgere l'analisi descrittiva e di regressione

Con FY si intende il Fiscal Year.

Fonte: Eikon, elaborazione personale.

Motivi della quotazione	Conseguenze post IPO e ipotesi da testare	Letteratura
Finanziare opportunità di crescita	Andamento della produttività del tipo “ <i>U – shaped</i> ” con concavità verso il basso e picco nell'anno in cui avviene l'IPO	Clementi (2002), Chemmanur et al. (2005)
	Andamento del tasso di crescita delle vendite del tipo “ <i>U – shaped</i> ” con concavità verso il basso e picco nell'anno in cui avviene l'IPO	Clementi (2002), Chemmanur et al. (2005)
	Crescita monotona delle vendite nell'intorno degli anni in cui avviene l'IPO	Clementi (2002), Chemmanur et al. (2005), Pagano et al. (1998)
	Crescita monotona dei CAPEX nell'intorno degli anni in cui avviene l'IPO	Clementi (2002), Chemmanur et al. (2005), Pagano et al. (1998)
	Aumento della liquidità	Pagano et al. (1998)
	Non aumento del <i>dividend payout ratio</i>	Pagano et al. (1998)
	Immediato miglioramento post-IPO degli indicatori di profittabilità	Pagano et al. (1998)
Superare i limiti del debito	<i>Deleverage</i> permanente	Pagano et al. (1998)
	Crescita dei CAPEX post-IPO	Pagano et al. (1998)
Riequilibrare la struttura di capitale	<i>Deleverage</i> permanente	Backer et al. (2002), Paleari et al. (2008)
	Crescita dei CAPEX pre-IPO	Pagano et al. (1998)
	Crescita del tasso d'investimento pre-IPO	Pagano et al. (1998)

Continua: Ipotesi da verificare e relativi riferimenti bibliografici

Migliori condizioni di accesso al debito	<i>Deleverage</i> temporaneo	Backer et al. (2002), Myer et al. (1984), Pagano et al. (1998)
<i>Windows opportunities</i>	<i>Underperformance</i> post-IPO	Ritter (1991), Pagano et al. (1998)
<i>Market timing</i>	<i>Underperformance</i> post-IPO	Ritter (1991), Pagano et al. (1998)
<i>Window dressing (earning management)</i>	<i>Underperformance</i> post-IPO	Ritter (1991), Pagano et al. (1998), Giordano et al. (2017)
Asimmetrie informative	Declino della profittabilità in prossimità della quotazione e <i>underperformance</i> post-IPO	Pagano et al. (1998)

Tabella 23: Ipotesi da verificare e relativi riferimenti bibliografici

Fonte: elaborazione personale.

AIM_Italia - MAC	t-1	t+0	t+1	t+2	t+3
Average employees	51.5	63.25	89.5	83	94
Employment growth	0.1818182	0.0804669	0.1344262	-0.0080214	-0.0354088
Real total assets	15700000	24300000	31000000	44500000	43600000
Total assets growth	0.0827465	0.3199943	0.0867795	0.146059	-0.0987963
Real revenue	10800000	11100000	16300000	21100000	25600000
Revenue growth	0.0112901	0.0992065	0.1616483	0.1848752	-0.0887383
Capex	-1334002	-1637165	-2069069	-1405000	-1229016
Capex/total assets	0.0342062	0.078605	0.0771198	0.0389082	0.0250263
Real revenue/employees	0.2113686	0.3191201	0.338587	0.260148	0.1990149
AIM_Uk	t-1	t+0	t+1	t+2	t+3
Average employees	47.25	61.25	88.5	41.5	117
Employment growth	0.1034483	0.1314741	0.2059374	0.1939394	0.12 ^c
Real total assets	9074041 ^b	20100000 ^b	26700000	32000000	26700000
Total assets growth	0.0505727	0.6766112	0.1642907	0.0434323	0.0750164 ^b
Real revenue	7524500	8456162	9962260	13100000	13600000
Revenue growth	0.1771301 ^c	0.204985	0.3016764 ^c	0.1618005	0.0919811 ^c
Capex	-465686.2	-784652.6	-1150843	-1019547	-1277456
Capex/total assets	0.0415703	0.0383487 ^c	0.0417332	0.036661	0.0428432
Real revenue/employees	0.136881	0.103329 ^a	0.1311915 ^a	0.1199391 ^a	0.1418671 ^b

Tabella 24: Confronto tra i mercati AIM Italia – MAC e AIM_Uk in merito all'andamento storico delle variabili dimensionali e d'investimento

La tabella considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. Le lettere eventualmente riportate come apice rappresentano l'esito del test di Wilcoxon rank-sum sulla differenza delle mediane. A, b, c corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborazione personale.

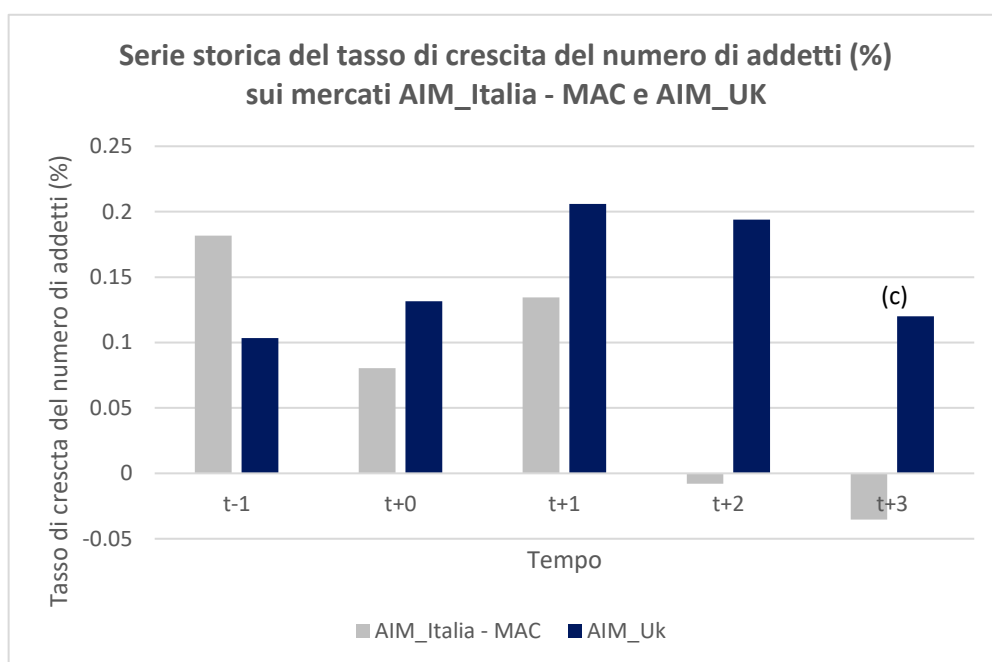


Figura 26: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla serie storica del tasso di crescita del numero di addetti (%)

Il grafico considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. Le lettere eventualmente riportate in testa a ogni coppia di colonne rappresentano l'esito del test di Wilcoxon rank-sum sulla differenza delle mediane tra i due gruppi. A, b, c corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborazione personale.

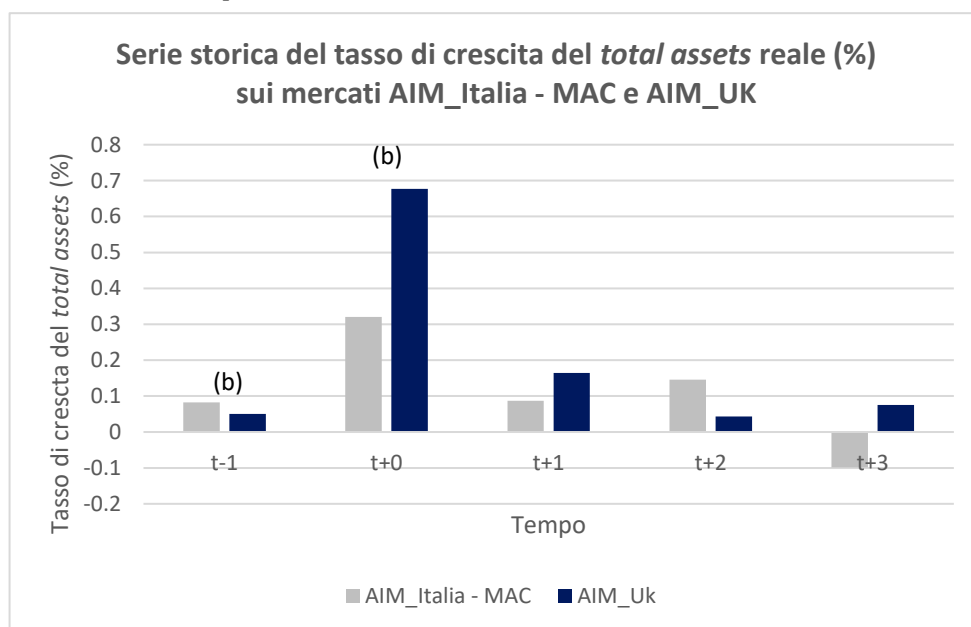


Figura 27: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla serie storica del tasso di crescita del total assets reale (%)

Il grafico considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. Le lettere eventualmente riportate in testa a ogni coppia di colonne rappresentano l'esito del test di Wilcoxon rank-sum sulla differenza delle mediane tra i due gruppi. A, b, c corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborazione personale.

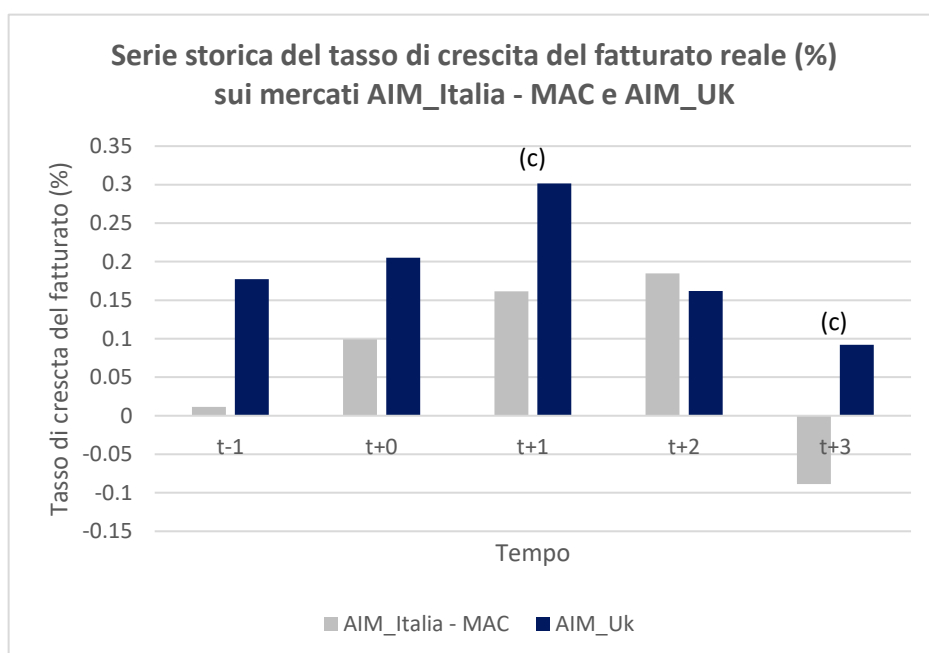


Figura 28: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla serie storica del tasso di crescita del fatturato reale (%)

Il grafico considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. Le lettere eventualmente riportate in testa a ogni coppia di colonne rappresentano l'esito del test di Wilcoxon rank-sum sulla differenza delle mediane tra i due gruppi. A, b, c corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5% e 10%. Fonte: elaborazione personale.

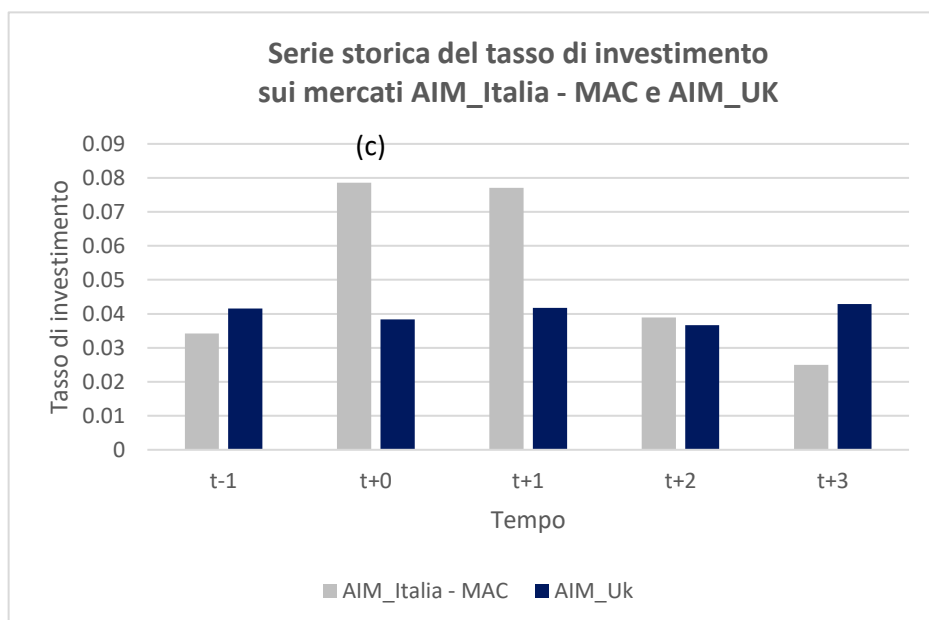


Figura 29: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla serie storica del tasso d'investimento (%)

Il grafico considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. Le lettere eventualmente riportate in testa a ogni coppia di colonne rappresentano l'esito del test di Wilcoxon rank-sum sulla differenza delle mediane tra i due gruppi. A, b, c corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5% e 10%. Fonte: elaborazione personale.

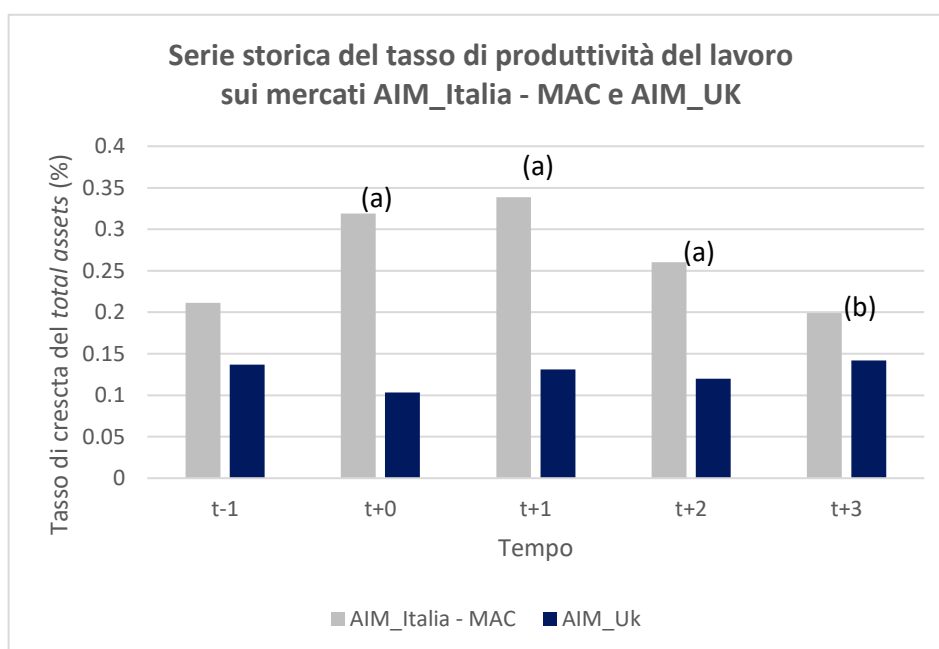


Figura 30: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla serie storica del tasso di produttività del lavoro (%)

Il grafico considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. Le lettere eventualmente riportate in testa a ogni coppia di colonne rappresentano l'esito del test di Wilcoxon rank-sum sulla differenza delle mediane tra i due gruppi. A, b, c corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborazione personale.

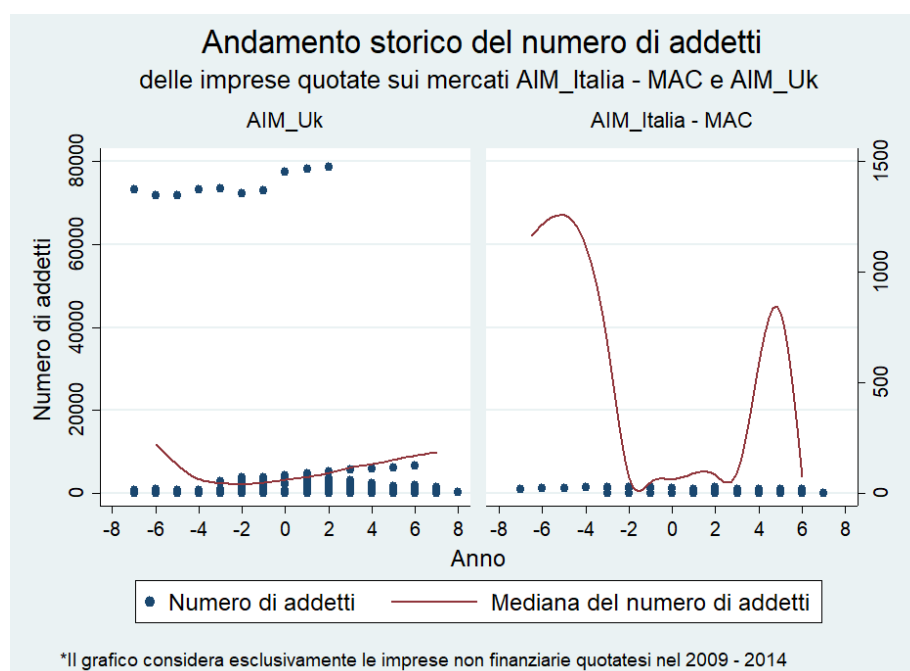


Figura 31: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito all'andamento storico del numero di addetti

I punti rappresentano la singola impresa in funzione del numero di addetti e dell'anno, mentre la linea rossa segue l'andamento della mediana calcolata per ogni gruppo di osservazioni. Il tempo è espresso in riferimento all'anno di quotazione ($t+0$). Fonte: elaborazione personale.

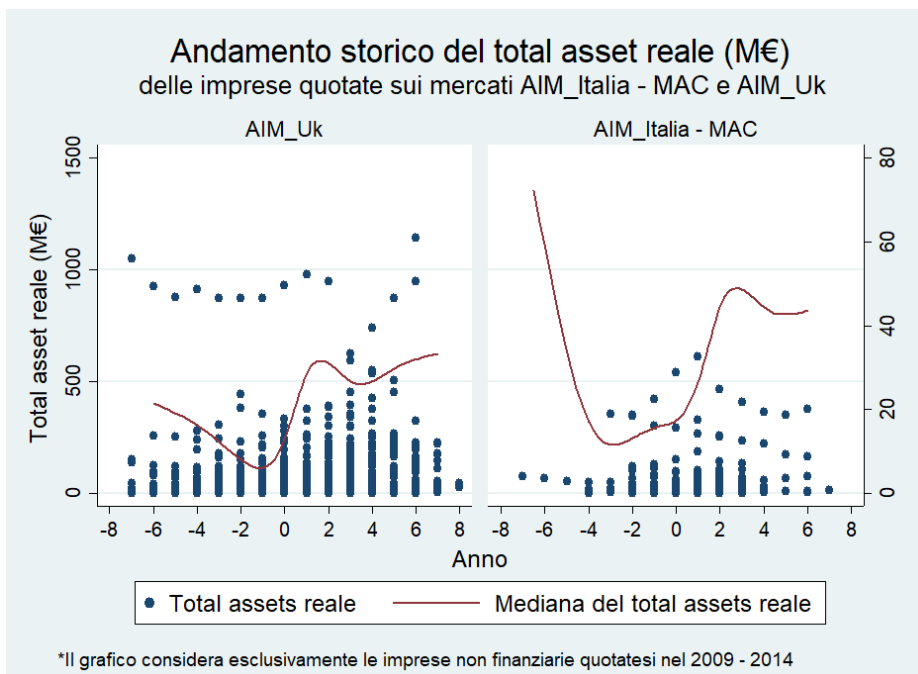


Figura 32: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito all'andamento storico del total assets reale

I punti rappresentano la singola impresa in funzione del total assets reale e dell'anno, mentre la linea rossa segue l'andamento della mediana calcolata per ogni gruppo di osservazioni. Il tempo è espresso in riferimento all'anno di quotazione ($t+0$). Fonte: elaborazione personale.

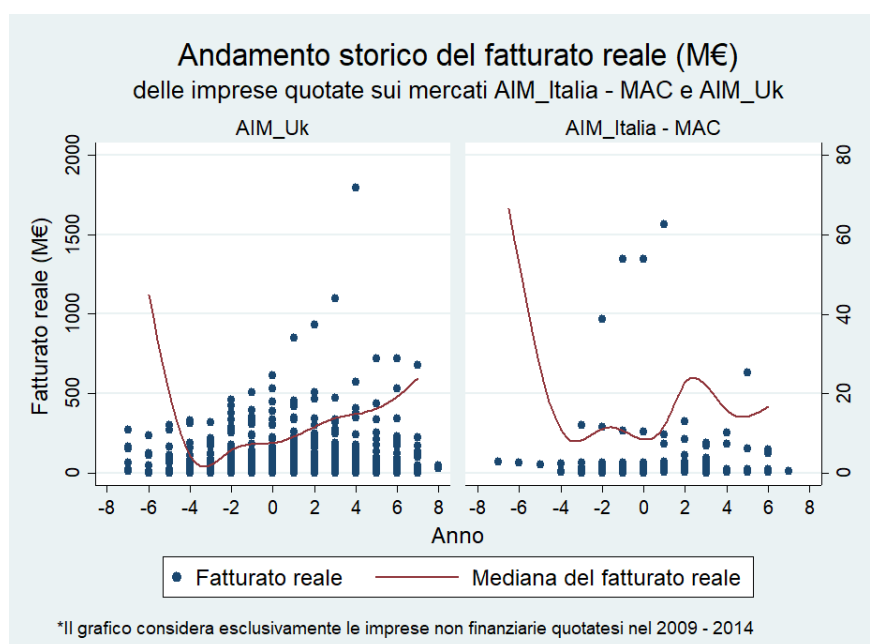


Figura 33: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito all'andamento storico del fatturato reale

I punti rappresentano la singola impresa in funzione del fatturato reale e dell'anno, mentre la linea rossa segue l'andamento della mediana calcolata per ogni gruppo di osservazioni. Il tempo è espresso in riferimento all'anno di quotazione ($t+0$). Fonte: elaborazione personale.

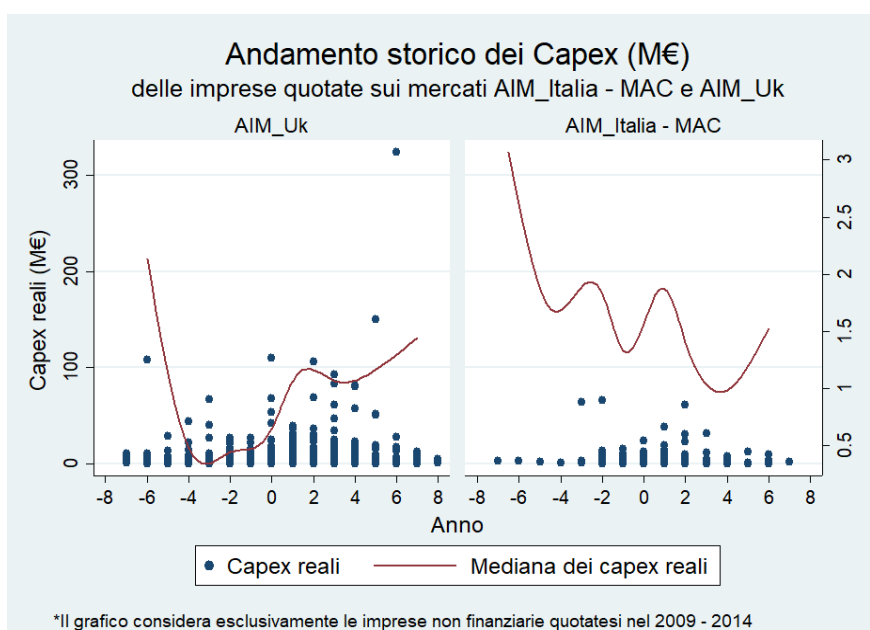


Figura 34: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito all'andamento storico dei CAPEX

I punti rappresentano la singola impresa in funzione dei CAPEX e dell'anno, mentre la linea rossa segue l'andamento della mediana calcolata per ogni gruppo di osservazioni. Il tempo è espresso in riferimento all'anno di quotazione ($t+0$). Fonte: elaborazione personale.

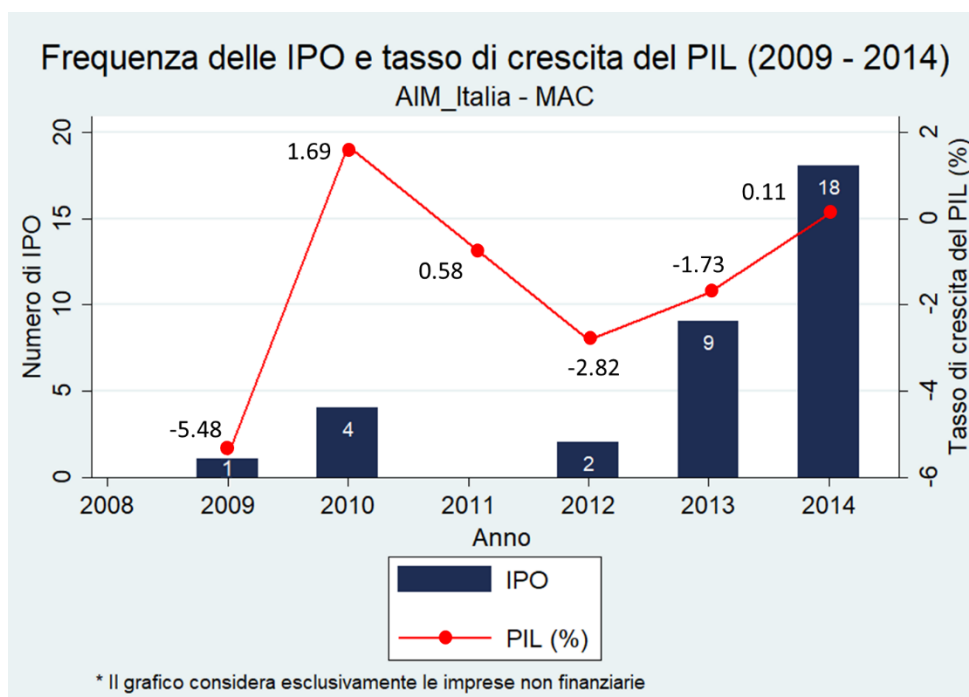
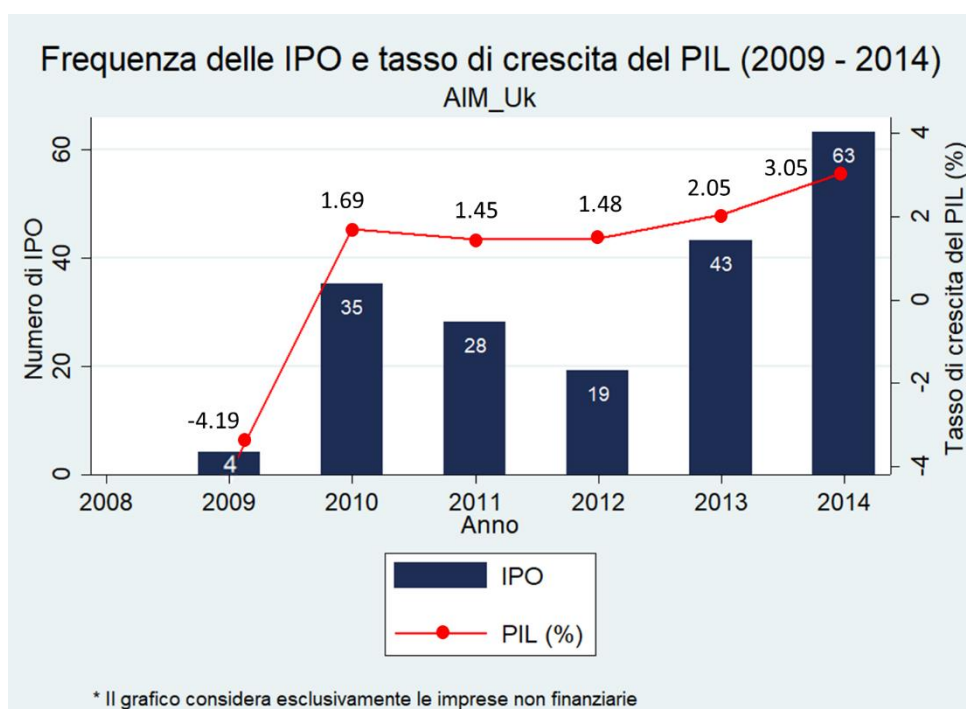


Figura 35: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla frequenza delle IPO in relazione all'andamento del tasso di crescita del PIL (2009 – 2014)

Fonte: i dati relativi al PIL sono stati forniti da TheGlobalEconomy.com (World Bank), elaborazione personale.

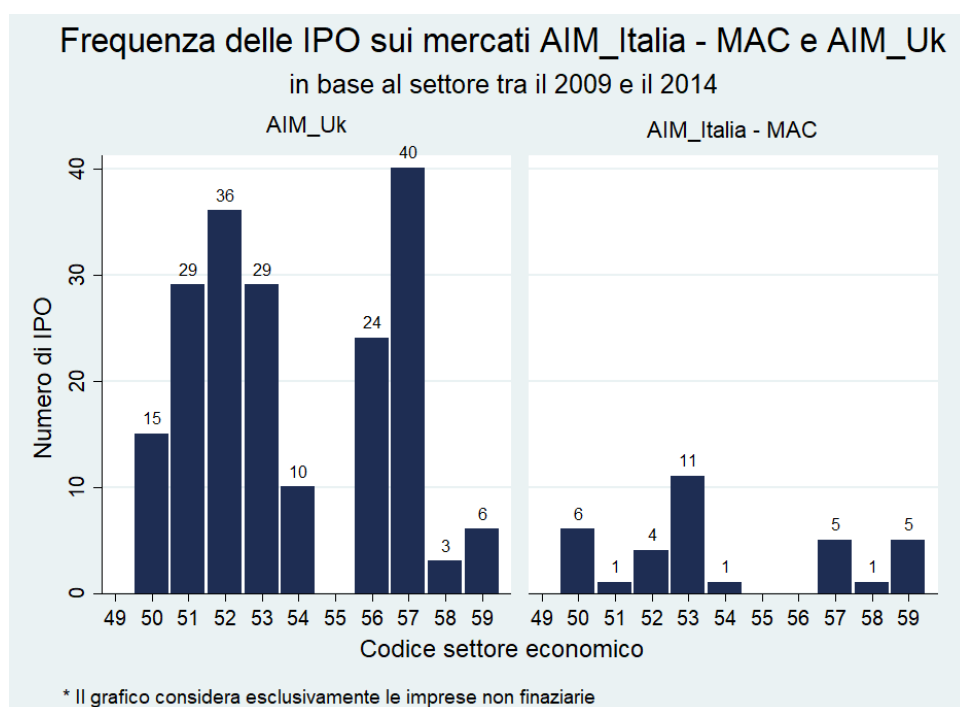


Figura 36: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla frequenza delle IPO (2009 -2014) esplose per settore economico

I settori vengono definiti in funzione della codifica Thomson Reuters Business Classification (TRBC) fornita da Eikon. Di seguito l'associazione tra l'identificativo numerico riportato in figura e il corrispettivo settore economico:

50 = Energy;

51 = Basic Materials;

52 = Industrials;

53 = Consumer Cyclical;

54 = Consumer Non-Cyclicals;

55 = Financials;

56 = Healthcare;

57 = Technology;

58 = Telecommunications Services;

59 = Utilities.

Fonte: elaborazione personale.

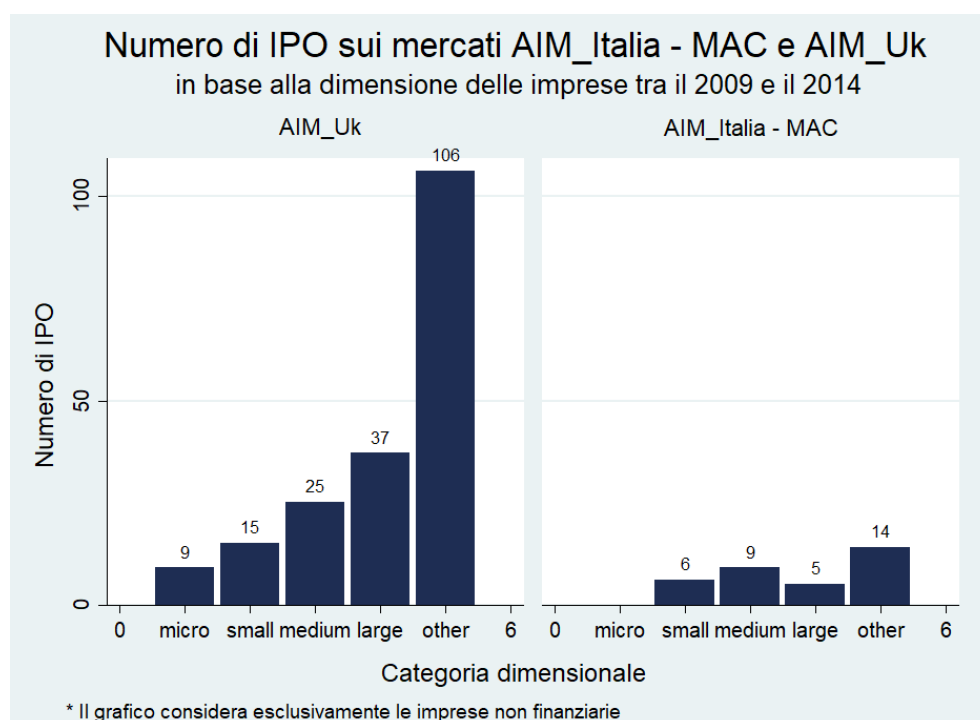


Figura 37: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alla frequenza delle IPO (2009 -2014) esplose per dimensione delle imprese

Le singole categorie sono state determinate in funzione della definizione di SME introdotta con l'EU Commission Recommendation 2003/361. Di seguito i dettagli della classificazione:

Micro: numero addetti ≤ 10 , total assets ≤ 2 M€ e fatturato ≤ 2 M€;

Small: $10 < \text{numero addetti} \leq 50$, $2 \text{ M€} < \text{total assets} \leq 10 \text{ M€}$ e $2 \text{ M€} < \text{fatturato} \leq 10 \text{ M€}$;

Medium: $50 < \text{numero addetti} \leq 250$, $10 \text{ M€} < \text{total assets} \leq 50 \text{ M€}$ e $10 \text{ M€} < \text{fatturato} \leq 43 \text{ M€}$;

Large: numero addetti > 250 , total assets $> 50 \text{ M€}$ e fatturato $> 43 \text{ M€}$;

Fonte: elaborazione personale.

	AIM_Italia - MAC	AIM_UK	(*)
N. firms	32	188	
Age, dimension and investments			
Age	12.5	9	a
Average employees	63.25	61.25	
Real total assets	24300000	20100000	
Real revenue	11100000	8456162	
Capex	-1637165	-785438	
Capex/total assets	0.078605	0.0383487	c
Efficiency			
Real total assets/average employees	0.3447391	0.3225957	
Real revenue/average employees	0.2071082	0.0999478	a
Profitability			
ROA	0.0153611	-0.0857302	a
ROS	0.0098027	-0.1376087	a
ROE	0.051586	-0.1006655	b
Liquidity			
Cash ratio	0.1559683	0.2770967	a
Current ratio	1.392516	2.336275	a
Quick ratio	1.077816	1.770407	a
Capital Structure			
Total debt	4986987	2222661	
Leverage	0.190685	0.0946584	b
Long-term debt	2688666	3089607	
Long-term leverage	0.1088645	0.1342756	
Dividends and Net Issued (Retired) Stock			
Dividend payout ratio	0.1919973	0.3235501	
Net issued (retired) stock	3702106	6588419	

Tabella 25: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alle caratteristiche delle imprese rilevate nell'anno della quotazione

La tabella considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. I valori riportati sono espressi come mediana.

(*) Test di Wilcoxon rank-sum sulla differenza delle mediane. A, b, c corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborazione personale.

AIM_Uk	Young	Old	(*)	SME	Large	(*)	Capital Intensive	Labour Intensive	(*)
N. firms	106	82		99	37		49	139	
Age, dimension and investments									
Age	5	20	a	10	17	a	10	9	
Average employees	30	112.5	a	37.5	541.5	a	53	71.5	
Real total assets	12300000	28400000	a	11300000	98500000	a	27300000	19400000	
Real revenue	2412332	17500000	a	3176212	98400000	a	4694456	10600000	c
Capex	-414891.7	-1116851	b	-280562.5	-2834531	a	-962425.8	0.036641	
Capex/total assets	0.0443744	0.0367099		0.0354093	0.0312806		0.0584937	-745100.7	
Efficiency									
Real total assets/average employees	0.5256768	0.2662937	b	0.3289347	0.1546219	c	0.6146271	0.2662937	
Real revenue/average employees	0.0617733	0.1422417	a	0.0865218	0.1426273	b	0.0942705	0.1041968	a
Profitability									
ROA	-0.1469115	0.0063896	a	-0.124753	0.0428964	a	-0.08806	-0.084093	
ROS	-1.207138	0.0271175	a	-0.554379	0.0465114	a	-0.310312	-0.056413	c
ROE	-0.1610986	0.0159849	a	-0.142081	0.0954708	a	-0.100339	-0.100992	
Liquidity									
Cash ratio	0.4138699	0.2275406	a	0.31811	0.1160382	a	0.1994095	0.3246729	b
Current ratio	3.408027	1.804408	a	2.42995	1.730591	c	2.067759	2.371348	
Quick ratio	2.642435	1.433142	a	2.00919	1.122025	a	1.671189	1.92394	

Continua: Confronto cross-sezionale tra i gruppi di imprese quotate sul mercato AIM_Uk in merito alle caratteristiche rilevate nell'anno della quotazione

AIM_Uk	Young	Old	(*)	SME	Large	(*)	Capital Intensive	Labour Intensive	(*)
N. firms	106	82		99	37		49	139	
Capital Structure									
Total debt	1201329	3123764		644942.7	12500000	a	2932914	1544803	
Leverage	0.0930854	0.1022318		0.0523368	0.1315943		0.1315371	0.0738968	
Long-term debt	2887852	3665727		1479176	10500000	a	2643922	3665727	
Long-term leverage	0.1431921	0.0702484		0.1661333	0.0876663		0.0680741	0.1751101	c
Dividends and Net Issued Stock									
Dividend payout ratio	0.2492191	0.422564		0.3235501	0.2849803		0.3070608	0.3350025	
Net issued (retired) stock	5356734	8841612		5396479	42200000	a	8951127	6142765	

Tabella 26: Confronto cross-sezionale tra i gruppi di imprese quotate sul mercato AIM_Uk in merito alle caratteristiche rilevate nell'anno della quotazione

La tabella considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. I valori riportati sono espressi come mediana.

(*) Test di Wilcoxon rank-sum sulla differenza delle mediane. A, b, c corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborazione personale.

AIM_Italia - MAC				AIM_Uk		
	pre IPO	post IPO	(*)	pre IPO	post IPO	(*)
N. firms	34			191		
Dimension and investments						
Average employees	49.375	85		46.75	89.75	a
Employment growth	0.3530637	0.0284826		0.1431707	0.2187104	
Real total assets	15700000	40100000	a	7883351	30300000	a
Total assets growth	0.122693	0.1872259		0.0883592	0.1985663	
Real revenue	11100000	15900000	b	6353279	12000000	a
Revenue growth	0.0386656	0.2405463		0.2072218	0.2849107	
Capex	-1600127	-1901368		-519810.4	-1209194	a
Capex/total assets	0.045921	0.0502372		0.0499811	0.0416059	b
Efficiency						
Real total assets/average employees	0.2768722	0.3701237		0.2021824	0.2894589	a
Real revenue/average employees	0.2105206	0.2803438		0.1264474	0.1242444	b
Profitability						
ROA	0.02268	0.0057321	b	-0.0807046	-0.0814836	
ROS	0.0284308	0.0126459		-0.0675579	-0.1463335	
ROE	0.1151437	0.0183948	b	0.0468199	-0.0973343	a
Liquidity						
Cash ratio	0.0465641	0.0886922	a	0.1976639	0.2205464	
Current ratio	1.007342	1.318679	b	1.599383	2.225736	a
Quick ratio	0.859135	1.031441		1.231583	1.788566	a
Capital Structure						
Total debt	4243576	9068931	b	2351017	2669644	
Leverage	0.2499439	0.2657202		0.2471596	0.128222	a
Long-term debt	2147185	5868639	a	3631753	2908346	
Long-term leverage	0.1060559	0.1087133		0.227303	0.0977768	a
Dividends and Net Issued Stock						
Dividend payout ratio	0.2166266	0.4122422		0.217487	0.3246421	
Net issued (retired) stock	8017.447	65040.65		857528.7	3276005	a

Tabella 27: Confronto tra i mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk in merito alle caratteristiche delle imprese rilevate nei due anni medi che precedono (seguono) la quotazione

La tabella considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. I valori riportati sono espressi come mediana.

(*) Test di Wilcoxon sign-rank sulla differenza delle mediane. A, b, c corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborazione personale.

AIM_Uk	Young			Old		
	pre IPO	post IPO	(*)	pre IPO	post IPO	(*)
N. firms	106			82		
Dimension and investments						
Average employees	21.5	51	a	81.75	150.25	a
Employment growth	0.2549195	0.2842629		0.0406364	0.1553154	
Real total assets	4863006	20100000	a	15900000	39100000	a
Total assets growth	0.1899754	0.238839		0.0274392	0.1276719	
Real revenue	2365324	4666642	a	12300000	23100000	a
Revenue growth	0.3049529	0.405394		0.1019765	0.1796576	
Capex	-395256.3	-937325.6	a	-676455.6	-1423509	a
Capex/total assets	0.0533383	0.0451324	b	0.045393	0.040918	
Efficiency						
Real total assets/average employees	0.2379533	0.3540508	b	0.1531797	0.2386303	c
Real revenue/average employees	0.0836341	0.0999882		0.1365998	0.1391088	
Profitability						
ROA	-0.2464428	-0.1410958	c	0.0090326	-0.0048933	
ROS	-0.5030666	-0.7747931		0.0156145	-0.0131278	
ROE	-0.0103333	-0.172031	a	0.0774225	0.0070462	
Liquidity						
Cash ratio	0.2509328	0.2164404		0.1626863	0.2230602	b
Current ratio	1.646504	2.648061	a	1.586098	2.02761	b
Quick ratio	1.29334	2.062825		1.195084	1.481604	b
Capital Structure						
Total debt	1845706	1523911		4114541	3751667	
Leverage	0.3628249	0.1346069	a	0.2129423	0.1293664	b
Long-term debt	1804126	2143847		7462893	3532601	
Long-term leverage	0.2212885	0.102345	a	0.2359989	0.0956955	b
Dividends and Net Issued Stock						
Dividend payout ratio	0.2754037	0.2769003		0.217487	0.344035	
Net issued (retired) stock	782313.6	3629026	a	1113055	2488163	a

Tabella 28: Confronto tra imprese giovani e mature quotate sul mercato AIM_Uk in merito alle caratteristiche rilevate nei due anni medi che precedono (seguono) la quotazione

La tabella considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. I valori riportati sono espressi come mediana.

(*) Test di Wilcoxon sign-rank sulla differenza delle mediane. A, b, c corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborazione personale.

AIM_Uk	Small-Medium			Large		
	pre IPO	post IPO	(*)	pre IPO	post IPO	(*)
N. firms	99			37		
Dimension and investments						
Average employees	22.75	58.5	a	354	585.75	b
Employment growth	0.1779789	0.2730706		0.0876699	0.0670328	
Real total assets	5198864	17600000	a	77600000	120000000	a
Total assets growth	0.1914775	0.2881652		0.0289511	0.0586804	
Real revenue	2451621	7155776	a	72200000	102000000	b
Revenue growth	0.2435622	0.4022499		0.1166704	0.0523039	
Capex	-247936.2	-666023.3	a	-3155269	-3731243	
Capex/total assets	0.0506902	0.0440461	b	0.0400546	0.0341199	
Efficiency						
Real total assets/average employees	0.1727705	0.2884933	c	0.2190927	0.1708113	b
Real revenue/average employees	0.0952495	0.1100306		0.1603128	0.1843381	
Profittability						
ROA	-0.1535972	-0.1378803		0.0242531	0.0161381	
ROS	-0.3369721	-0.4715247		0.0217628	0.0145934	
ROE	0.0332817	-0.1591208	a	0.1727405	0.068067	a
Liquidity						
Cash ratio	0.2271277	0.2469486		0.1003955	0.1165202	
Current ratio	1.62487	2.262729	b	1.466074	1.472757	
Quick ratio	1.312345	1.961668		1.177749	0.9924375	
Capital Structure						
Total debt	1012266	1523911		24300000	16100000	
Leverage	0.2519637	0.0924628	a	0.2581282	0.1599177	b
Long-term debt	1870809	1599111		21500000	11800000	b
Long-term leverage	0.2387444	0.0976726		0.2563584	0.1046127	a
Dividends and Net Issued Stock						
Dividend payout ratio	0.1559864	0.2531071		0.4165859	0.3773163	
Net issued (retired) stock	843809.7	3144758	a	572444.9	1110966	

Tabella 29: Confronto tra piccole e medio imprese e imprese grandi quotate sul mercato AIM_Uk in merito alle caratteristiche rilevate nei due anni medi che precedono (seguono) la quotazione La tabella considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. I valori riportati sono espressi come mediana.

(*) Test di Wilcoxon sign-rank sulla differenza delle mediane. A, b, c corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborazione personale.

AIM_Uk	Capital Intensive			Labour Intensive		
	pre IPO	post IPO	(*)	pre IPO	post IPO	(*)
N. firms	49			139		
Dimension and investments						
Average employees	37.5	89.25	a	47.75	99.5	a
Employment growth	0.0887612	0.1636637		0.1012658	0.2368421	c
Real total assets	11100000	32400000	a	7652304	28700000	a
Total assets growth	0.0733857	0.1150649		0.0764188	0.1674345	a
Real revenue	4474465	11700000	a	6535274	13100000	a
Revenue growth	0.1996503	0.3174192	b	0.1802107	0.2477554	
Capex	-793088.3	-2172608	a	-458338.5	-1131663	a
Capex/total assets	0.0589527	0.0528831		0.0453254	0.0386893	a
Efficiency						
Real total assets/average employees	0.3879579	0.3000628	b	0.1736465	0.2761313	a
Real revenue/average employees	0.1395936	0.1227741	b	0.1218847	0.124421	a
Profitability						
ROA	-0.1735163	-0.0995931	a	-0.0628746	-0.0701774	c
ROS	-0.4218741	-0.3994488	a	-0.0090348	-0.1120965	
ROE	-0.1615859	-0.1036159	c	0.0492325	-0.0885993	a
Liquidity						
Cash ratio	0.1082835	0.1748795	c	0.211188	0.2214364	b
Current ratio	1.529017	2.626564	a	0.211188	2.154536	a
Quick ratio	1.181695	1.70591	a	1.345153	1.697282	a
Capital Structure						
Total debt	4500412	3489236		2183515	2443686	
Leverage	0.2400714	0.130116	a	0.2367998	0.1040829	a
Long-term debt	4929444	2724053		3644927	4280008	a
Long-term leverage	0.2213525	0.0707716	a	0.2132455	0.1000772	a
Dividends and Net Issued Stock						
Dividend payout ratio	0.3513455	0.3773163	a	0.1763117	0.2769003	
Net issued (retired) stock	694916.8	2625333	a	962945.8	3124688	a

Tabella 30: Confronto tra imprese capital e labour intensive quotate sul mercato AIM_Uk in merito alle caratteristiche rilevate nei due anni medi che precedono (seguono) la quotazione

La tabella considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. I valori riportati sono espressi come mediana.

(*) Test di Wilcoxon sign-rank sulla differenza delle mediane. A, b, c corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborazione personale.

6. Modello econometrico ed evidenze empiriche

Nel presente capitolo, viene svolto uno studio di regressione tramite l'implementazione di un modello econometrico proposto per la prima volta da Pagano, Panetta e Zingales (1998) con l'obiettivo di capire se la quotazione sui mercati alternativi induce effettivamente le imprese ad investire il capitale raccolto per finanziare le loro opportunità di crescita. L'analisi si concentra sul confronto tra imprese italiane e inglesi per valutare se l'effetto dell'IPO è più o meno intenso in relazione allo specifico mercato di riferimento. Successivamente, si focalizza l'attenzione sul segmento di Borsa AIM_Uk per valutare le differenze cross-sezionali che caratterizzano il mercato.

6.1 Il modello

I dati relativi alle società quotate su AIM_Italia – MAC e AIM_Uk sono raccolti in un *panel* non bilanciato dove n società diverse sono osservate in T periodi temporali differenti. Segue che i dati analizzati hanno due dimensioni: cross-sezionali e temporali. La regressione con effetti fissi è il metodo più diffuso per studiare i dati *panel* controllando gli effetti delle variabili omesse che differiscono tra entità (ossia tra le imprese), ma che sono costanti nel tempo. Inoltre, esiste la possibilità di estendere il modello per incorporare gli effetti temporali, ossia che sono costanti tra le unità, ma cambiano nel tempo. Pertanto, il modello di regressione adottato nel suddetto studio è un modello ad effetti fissi e temporali (stimatore *within*) che riprende quello presentato per la prima volta da Pagano, Panetta e Zingales (1998) e rielaborato in altri lavori come quello di Paleari, Pellizzoni, Vismara (2008) e Carpenter, Rondi (2004). La specifica prevede di analizzare l'effetto dell'evento quotazione sul comportamento delle imprese post IPO attraverso un *set* di variabili finanziarie, di crescita e di performance assumendo la seguente forma³⁷:

$$y_{i,t} = \alpha + \sum_{j=0}^3 \beta_j IPO_{t-j} + f_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}.$$

³⁷ Per implementare il modello di regressione su STATA, in primo luogo si è dichiarato di lavorare con dei dati *panel* attraverso il comando `xtset`. Successivamente, è stata invocata la funzione `xtreg` associata all'opzione `fe` che consente di stimare la regressione con il modello a effetti fissi (stimatore *within*). Tale stimatore coincide con l'OLS, ma la regressione multipla è applicata alle deviazioni delle variabili dipendenti e indipendenti dalle loro medie per unità e tempo.

Gli indici i e t rappresentano rispettivamente le imprese e il tempo, dove quest'ultimo è compreso gli anni che vanno dal 2007 al 2017. J indica gli anni tra 0 e +3 relativamente all'anno in cui è avvenuta l'IPO. La variabile $y_{i,t}$ è rispettivamente un indicatore finanziario, di crescita o di performance osservata per l'impresa i -esima nell'istante t -esimo. IPO_{t-j} è una variabile *dummy* pari a 1 se nell'anno $t-j$ è avvenuta la quotazione, 0 altrimenti. La stima dei parametri β_j consente di interpretare l'effetto dell'IPO sulla variabile y . In particolare, un segno positivo (negativo) del parametro è associato a un miglioramento (peggioramento) dell'indicatore y rispetto a prima della quotazione. Segue che l'impresa osservata nel periodo pre IPO funge da controllo per sé stessa dopo l'IPO. Le variabili f_i e λ_t rappresentano rispettivamente l'effetto individuale e l'effetto temporale, mentre $\varepsilon_{i,t}$ è l'errore di regressione che incorpora l'effetto delle variabili omesse. La costante α viene considerata come parte degli effetti fissi individuali e temporali. Per stabilire se fosse necessario introdurre anche l'effetto temporale, dopo ogni regressione è stato eseguito il test statistico congiunto `testparm`³⁸ sui coefficienti delle variabili *dummy* temporali. Inoltre, poiché si sospettano l'esistenza di eteroschedasticità e potenziale autocorrelazione³⁹ in $\varepsilon_{i,t}$, gli errori standard sono stati calcolati per dati raggruppati⁴⁰ (cluster). Con questa specifica gli errori consentono l'eteroschedasticità e l'autocorrelazione arbitraria all'interno di ciascuna entità, ma sono in-correlati tra unità diverse.

Per analizzare il comportamento delle imprese prima della quotazione il modello viene modificato come segue:

$$y_{i,t} = \alpha + \sum_{j=0}^3 \beta_j IPO_{t+j} + f_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}.$$

³⁸ Per ogni regressione implementata su STATA è stato eseguito il comando `testparm i.year` dove `i.year` corrisponde all'insieme di variabili *dummy* temporali. Il test verifica l'ipotesi nulla che i coefficienti sono congiuntamente uguali a 0. Nel caso in esame l'ipotesi nulla è stata sempre rifiutata con significatività dell'1% a indicare come fosse necessaria l'introduzione degli effetti temporali nel modello.

³⁹ La giustificazione di tale sospetto deriva dall'applicazione dei test `xttest3` e `xtserial` su STATA dopo aver eseguito la regressione. I comandi verificano rispettivamente l'ipotesi nulla relativa all'assenza di eteroschedasticità e autocorrelazione. Per essere implementati è necessario scaricare le librerie `xttest3` e `xtserial` tramite il comando `ssc install`. In tutte le applicazioni l'ipotesi nulla è stata rifiutata.

⁴⁰ Su STATA il calcolo degli errori è stato specificato attraverso l'opzione `vce (cluster firm)` della funzione `xtreg`, dove `firm` rappresenta il codice numerico identificativo delle unità impresa su cui sono determinati gli effetti individuali. Gli errori sarebbero stati identici se calcolati con l'opzione `vce (robust)`.

Inoltre, per poter catturare la variazione percentuale indotta dall'evento quotazione sulle variabili numero di addetti, *total assets* reale, fatturato reale e CAPEX si è deciso di trasformare il modello in log-lineare:

$$\ln(y_{i,t}) = \alpha + \sum_{j=0}^3 \beta_j IPO_{t-j} + f_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

e

$$\ln(y_{i,t}) = \alpha + \sum_{j=0}^3 \beta_j IPO_{t+j} + f_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}.$$

In primo luogo, la regressione viene condotta per ogni variabile y separatamente per le imprese italiane e inglesi. Tuttavia, è possibile che l'effetto della quotazione sulla variabile dipendente considerata dipenda dal fattore Paese. Pertanto, si è deciso di eseguire un secondo gruppo di regressioni andando a iterare le variabili IPO_{t-j} con altre due variabili *dummy* che indicano se l'impresa è italiana o inglese. Un approccio analogo è stato adottato per valutare le differenze cross-sezionali del *panel* di imprese inglesi. In questo caso, le variabili *dummy* iterate con le variabili IPO_{t-j} indicano l'età dell'impresa (giovane vs. matura), la dimensione (pmi vs. grande) e il settore (*capital* vs. *labour intensive*). Purtroppo, non si è potuto implementare lo stesso per le imprese italiane in quanto le osservazioni a disposizione sono troppo poche per poter condurre un'analisi statistica significativa.

6.2 Analisi dei risultati

In questa sezione seguono i commenti relativi ai risultati ottenuti implementando il modello di regressione appena descritto. In primo luogo, vengono messe a confronto le imprese italiane con le inglesi. Successivamente, viene analizzato il mercato inglese in funzione dei confronti: imprese giovani vs. imprese mature, pmi vs. imprese grandi, imprese *capital intensive* vs. imprese *labour intensive*.

6.2.1 Comportamento delle imprese sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk a confronto

In Tabella 32 viene riportata l'analisi di regressione relativa al comportamento post IPO delle imprese italiane e inglesi quotate rispettivamente sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk. Le diverse

regressioni vengono raggruppate per: dimensione e investimenti, efficienza, profittabilità, liquidità, struttura di capitale e dividendi. In questa e nelle successive analisi, si è deciso di non riportare i valori della costante e delle variabili *dummy* temporali in quanto non rilevanti per lo studio.

Compatibilmente con le aspettative, l'afflusso di capitale raccolto con la quotazione comporta un aumento significativo della liquidità delle imprese italiane e inglesi nei primi anni post IPO in tutte le misure considerate (*cash ratio*, *current ratio* e *quick ratio*). Tuttavia, bisogna capire se i proventi derivanti dall'emissione di azioni vengono effettivamente impiegati per aumentare gli investimenti consentendo la crescita delle imprese in termini di numero di addetti, *total assets* e fatturato come previsto. Inoltre, è importante valutare se il tipico *deleverage* associato alla quotazione è solo temporaneo o se le imprese intendono diminuire la loro dipendenza da debito in modo permanente superando i limiti che questo meccanismo di finanziamento comporta.

La prima riga in tabella mostra una crescita positiva del numero di impiegati dopo l'IPO sia per le imprese italiane che per le inglesi. La relazione è espressa con un modello log-lineare per poter catturare la variazione percentuale del numero di dipendenti a seguito della quotazione. L'effetto dura nel tempo, ma per le imprese italiane diventa sempre meno significativo. Inoltre, in Inghilterra il numero di addetti cresce di più e più velocemente. Infatti, il relativo tasso di crescita ha un segno positivo e un effetto significativo fino a $t+2$, mentre per le imprese italiane è negativo in $t+0$ e continua ad esserlo anche negli anni successivi pur perdendo di rilevanza. Segue che in Italia le imprese effettivamente incrementano il numero di dipendenti con la quotazione, ma l'aumento sembra avvenire a tassi decrescenti. A confermare la diversità tra i due mercati è il test sulla differenza dei coefficienti significativo nei primi due anni dopo l'IPO.

Non sorprende l'effetto positivo della quotazione sul logaritmo degli *assets* reali. Sul mercato italiano, l'aumento avviene in corrispondenza di $t+0$ e $t+2$ considerando la regressione con valori interati. Passando, invece, alla regressione svolta in modo indipendente, la crescita è significativa in tutti gli anni post IPO. Tuttavia, le imprese italiane crescono di meno rispetto alle controparti inglesi e la differenza tra i due mercati è significativa relativamente a tutti gli anni esaminati. Le imprese inglesi mostrano un aumento degli *assets* significativo all'1% fino a $t+3$. Inoltre, raggiungono un picco di crescita in $t+1$ a cui segue una graduale diminuzione probabilmente attribuibile al fatto che si stanno avvicinando sempre di più alla loro scala ottimale. Nonostante la

quotazione rilevi un impatto positivo sugli *assets*, non si registra alcun cambiamento significativo nel relativo tasso di crescita. Comunque si nota che i segni relativi ai coefficienti delle imprese italiane sono negativi, mentre per le inglesi positivi.

Osservando il logaritmo del fatturato reale, non emerge nessuna variazione significativa per le imprese italiane nonostante i coefficienti presentino un segno positivo. Per contro, le imprese inglesi registrano degli aumenti percentuali positivi e significativi fino a $t+3$, ma l'effetto della quotazione diminuisce d'intensità a partire dal secondo anno dopo l'IPO, mentre in $t+1$ raggiunge il suo massimo. Sfortunatamente il tasso di crescita del fatturato non varia significativamente dopo la quotazione, tuttavia mentre per le imprese inglesi tutti i coefficienti sono positivi (salvo che in $t+2$), per le italiane sono negativi. Quest'ultimo risultato è stato similmente ottenuto da Paleari, Pellizzoni, Vismara (2008) e Chemmanur, He, Nandy (2010) ed è coerente con le previsioni di Clementi (2002) secondo cui il tasso di crescita delle vendite dovrebbe diminuire dopo la quotazione compatibilmente con il raggiungimento da parte delle imprese della loro dimensione efficiente.

Infine, esaminando il comportamento delle imprese prima della quotazione (Tabella 31), non vengono individuati percorsi di crescita in termini di numero di addetti, *total assets* e fatturato.

Sulla base di questi primi indicatori, si conclude che la quotazione sembra indurre dei significativi cambiamenti di scala nelle imprese italiane. Queste infatti registrano un'importante crescita in termini di *total assets* e numero di addetti dopo l'IPO. Se però si effettua il confronto con le imprese inglesi la loro espansione risulta essere decisamente più contenuta. Inoltre, l'andamento dei relativi tassi di crescita suggerisce come le imprese italiane (a cui sono associati coefficienti negativi) raggiungano la loro dimensione ottimale immediatamente dopo la quotazione, mentre l'espansione delle inglesi (che presentano coefficienti positivi) continua a tassi crescenti fino a $t+3$.

La quotazione dovrebbe servire come meccanismo per raccogliere capitale sul mercato da poter impiegare per implementare progetti di investimento al fine di espandere il *business* delle imprese. Questo si dovrebbe riflettere in un incremento del livello dei CAPEX e in un non aumento (diminuzione) del *dividend payout ratio* nei primi anni post IPO. Le evidenze empiriche confermano parzialmente queste affermazioni. Il *dividend payout* non subisce variazioni dopo la quotazione probabilmente in quanto le imprese sono riluttanti a modificare la politica dei dividendi. Infatti, la scelta di non erogare

dividendi o di diminuire l'importo distribuito da un segnale al mercato di non aver raccolto abbastanza liquidità da poterla distribuire e potrebbe essere interpretato come sintomo di problemi finanziari invece che volontà di finanziare progetti di crescita. In merito agli investimenti la quotazione ha un effetto positivo sui CAPEX delle imprese italiane, ma limitato all'anno della quotazione. Inoltre, il tasso di investimento diminuisce in modo significativo e permanente a partire dal secondo anno dopo l'IPO in modo coerente con quanto trovato da Pagano, Panetta e Zingales (1998). Le imprese inglesi, invece, sfruttano meglio le possibilità fornite dal mercato aumentando i CAPEX in termini percentuali con significatività dell'1% in tutti gli anni successivi all'IPO. Tuttavia, diminuiscono d'intensità a partire da $t+2$. Il rapporto CAPEX su *total assets* decresce in $t+0$ e successivamente mantiene il segno negativo pur perdendo di significatività. Tale rapporto suggerisce come sul mercato inglese l'IPO comporti un aumento degli investimenti a tassi decrescenti.

In termini di efficienza, gli unici cambiamenti significativi si registrano in $t+0$ e presentano un coefficiente positivo sia per le imprese italiane che inglesi a significare un miglioramento rispetto al periodo pre IPO.

Spostando l'attenzione sotto il profilo della struttura di capitale, le imprese mostrano comportamenti significativamente differenti sui due mercati. Le imprese italiane registrano un *deleverage* solo temporaneo e limitato all'anno in cui avviene l'IPO come semplice conseguenza dell'afflusso di nuovo capitale. Infatti, già in $t+2$ il rapporto debito su *total assets* rileva un aumento significativo che continua in $t+3$. In modo coerente con quanto trovato da Paleari, Pellizzoni, Vismara (2008), le imprese italiane sembrano sfruttare la quotazione per accedere maggiormente a finanziamenti tramite debito. Infatti, la loro consolidata posizione finanziaria insieme all'aumento di competitività sul mercato degli investitori migliora il loro potere contrattuale consentendo di ottenere finanziamenti tramite debito a condizioni molto più vantaggiose. Per avere conferma di quanto esposto, bisognerebbe valutare l'andamento del tasso d'interesse relativo al costo del credito offerto dalle banche come suggerito da Pagano, Panetta e Zingales (1998). Sfortunatamente la difficoltà nel reperire i dati ha reso impossibile eseguire questo confronto. Per contro, il rapporto debito su *total assets* evidenzia come le imprese inglesi subiscono un forte e significativo *deleverage* dopo l'IPO che sembra permanere nel tempo. Il risultato è coerente con quanto trovato da Paleari, Pellizzoni, Vismara (2008) e suggerisce di associare la quotazione delle imprese inglesi alla volontà di ri-bilanciare la loro struttura di capitale. Se così fosse, si

dovrebbe anche registrare un aumento significativo degli indicatori di crescita e degli investimenti prima della quotazione. Tuttavia, come già dimostrato, l'affermazione non trova conferma nelle evidenze riportate. Quindi è vero che le imprese inglesi utilizzano il capitale raccolto per ridurre la loro dipendenza da debito con l'effetto di equilibrare la loro struttura di capitale, ma la ragione che accompagna la loro scelta di entrare sul mercato è data fondamentalmente dalla prospettiva di finanziare opportunità future di crescita tramite i proventi dell'IPO.

Le relazioni sui due mercati non sembrano cambiare se nel rapporto di *leverage* si considerano esclusivamente i debiti a lungo termine. Tuttavia, pur mantenendosi i segni dei coefficienti si perde di significatività.

Infine, è importante valutare il comportamento delle imprese sotto l'aspetto della profittabilità. Per le imprese italiane, le performance peggiorano in modo permanente con dei coefficienti statisticamente significativi a partire da $t+2$. Il risultato ottenuto è simile a quello presentato da Pagano, Panetta e Zingales (1998) e insieme al limitato livello di investimenti sembra supportare l'ipotesi che le imprese italiane decidano di quotarsi per sfruttare delle *window opportunities*. Quando si esegue la regressione sul ROA in modo indipendente per le imprese italiane prima dell'IPO, l'indicatore assume un segno positivo e statisticamente significativo nei tre anni che precedono la quotazione (escluso $t+2$) e l'effetto diminuisce gradualmente avvicinandosi a $t+0$. Questo risultato suggerisce due interpretazioni alternative. La prima riconduce alla strategia delle imprese italiane di pianificare il momento della quotazione quando stanno performando bene sul mercato (*market timing*) in modo tale da indurre valutazioni positive circa il loro valore. Una seconda e più stringente interpretazione, invece, si ricollega al fenomeno di selezione avversa e stabilisce come le imprese italiane potrebbero quotarsi nel momento in cui capiscono che la loro profittabilità è destinata a ridursi in modo permanente (M. Pagano, 1998). Invece, la regressione mostra un miglioramento del ROA per le imprese inglesi nei primi due anni dopo l'IPO, mentre prima della quotazione tutti gli indicatori di performance sono negativi e manifestano l'incapacità delle imprese di generare utili. Il risultato è sorprendente in quanto evidenzia come il mercato inglese accetti la quotazione di imprese non profittevoli credendo nella loro crescita futura che effettivamente sperimentano dopo l'IPO. Questo avviene probabilmente in quanto le metriche utilizzate per valutare la profittabilità sono misure contabili non legate alle possibilità di espansione che il *business* delle imprese offre. Quindi è vero che contabilmente le imprese inglesi si

presentano al momento dell'IPO come in perdita, ma le loro forti opportunità di crescita infondono fiducia nel mercato che quindi decide di sostenerle. Inoltre, il comportamento evidenziato conferma che le imprese inglesi decidono di accedere al segmento di Borsa AIM_Uk effettivamente per crescere di scala escludendo interpretazioni legate allo sfruttamento di *windows opportunities* o *market timing*.

6.2.2 Un focus sul mercato inglese

Nonostante impossibilità di condurre un confronto con il campione di imprese italiane, si è comunque deciso di studiare le differenze cross-sezionali che caratterizzano il comportamento delle imprese sul mercato inglese. Infatti, l'analisi è utile per capire le dinamiche che dominano il mercato e che in linea generale ci si aspetta di trovare riflesse anche sull'AIM_Italia – MAC seppur in modo ridimensionato. I risultati delle regressioni riferiti alle osservazioni prima e dopo l'IPO sono presentati rispettivamente in Tabella 33 e 34. Si è scelto di non riportare gli esiti inerenti alle variabili di efficienza e al *payout* in quanto non avrebbero portato alcun contributo interpretativo rilevante.

Imprese giovani vs imprese mature

L'analisi di regressione rileva come la quotazione abbia un effetto positivo sia sulle imprese giovani che sulle mature. Tuttavia, le prime crescono significativamente di più e più velocemente. Per loro l'aumento percentuale del numero di dipendenti è positivo in tutti e tre gli anni post IPO, mentre le imprese mature non registrano cambiamenti significativi nonostante il segno dei coefficienti suggerisca anche per loro un aumento. Il relativo tasso di crescita ha segno positivo, tuttavia per le prime è significativo solo in $t+1$, mentre per le seconde anche in $t+2$. In aumento sono anche gli *assets* espressi tramite il loro logaritmo, ma la crescita per le imprese mature è molto più contenuta e limitata ai primi due anni dopo l'IPO. Le imprese giovani, invece, mostrano un incremento significativo fino a $t+3$, anche se a partire da $t+2$ si rileva una graduale flessione probabilmente dovuta all'avvicinamento alla loro scala efficiente. Purtroppo, il tasso di crescita non rileva cambiamenti significativi a seguito dell'IPO. Analoghe sono le conclusioni relativamente al fatturato. A partire dal primo anno dopo l'IPO, le imprese giovani manifestano una crescita positiva e significativamente maggiore rispetto alle imprese mature, tuttavia il relativo tasso di

crescita non subisce variazioni rilevanti. In modo coerente con quanto esposto, le imprese giovani aumentano significativamente il livello dei CAPEX immediatamente dopo l'IPO. L'effetto dura fino a $t+3$, ma inizia a diminuire in $t+2$. La graduale riduzione degli investimenti viene confermata dall'andamento del rapporto CAPEX su *assets* che in $t+2$ diventa negativo. Anche le imprese mature registrano un incremento dei CAPEX, tuttavia questo è limitato al primo anno dopo la quotazione.

Quindi la regressione mostra come entrambi i gruppi sembrano sfruttare il capitale raccolto tramite l'emissione di azioni come meccanismo per espandere il loro *business*. A confermare tale affermazione è il loro comportamento prima dell'IPO. Infatti, nei tre anni che precedono l'entrata sul mercato il logaritmo del numero di addetti, del *total assets* e del fatturato sono significativamente negativi per entrambe le categorie. Rimane che le imprese giovani manifestano una crescita significativamente maggiore e più duratura rispetto alle imprese mature che invece aumentano di scala solo immediatamente dopo l'IPO e in modo più limitato. Per tutte queste variabili il test sulla differenza tra i coefficienti di regressione tra i due gruppi fornisce dei risultati statisticamente significativi per la maggior parte degli anni considerati.

La quotazione ha poi un effetto positivo sulle performance delle imprese in $t+0$ e $t+1$ (e $t+3$ per le imprese mature) espresse tramite il ROA. Tuttavia, per le imprese giovani si registra un peggioramento del ROE in $t+1$ e $t+3$.

I proventi raccolti dall'IPO, che inducono un importante e significativo aumento di liquidità in tutte le dimensioni analizzate, non solo vengono impiegati per finanziare delle opportunità di crescita, ma anche per ripagare parte del debito. Infatti, a seguito dell'IPO le imprese subiscono un significativo *deleverage*. Tuttavia, mentre per le giovani questo sembra permanere nel tempo, per le mature è limitato a $t+0$ e $t+1$.

Piccole e medie imprese vs. imprese grandi

Le piccole e medie imprese hanno un comportamento molto simile a quello delle imprese giovani. Con la quotazione, infatti, il numero di dipendenti aumenta in percentuale fino a $t+3$ accompagnato da un tasso di crescita positivo e significativo in $t+1$ e $t+2$. L'espansione emerge anche dal logaritmo del *total assets* e del fatturato in aumento immediatamente dopo l'IPO. L'effetto positivo si mantiene significativo fino a $t+3$, ma a partire da $t+2$ subisce una leggera flessione attribuita

all'avvicinamento alla scala efficiente. La crescita è sostenuta da un incremento dei CAPEX significativo in tutti gli anni esaminati e massimo in $t+1$. Per contro, la quotazione non sembra indurre alcun cambiamento di scala nelle imprese grandi che registrano solo un contenuto aumento negli *assets* e nel fatturato limitato a $t+0$.

Immediatamente dopo l'IPO, le pmi migliorano le loro performance catturate da un aumento del ROA, mentre le grandi imprese non registrano cambiamenti significativi. Entrambe le categorie poi riducono la loro dipendenza da debito, ma se le pmi registrano un graduale abbassamento del *leverage* in tutti gli anni esaminati, per le imprese grandi tale riduzione è significativa solo in $t+0$ e $t+3$. Tuttavia, riesaminando il rapporto esclusivamente in termini di debiti a lungo termine il *deleverage* è evidente nelle grandi imprese mentre perde di significatività per le pmi.

I comportamenti evidenziati dalla regressione suggeriscono come le pmi effettivamente impieghino i proventi raccolti dall'IPO per finanziare l'espansione del loro *business* oltre che ridurre la loro dipendenza dal debito. Invece, le grandi imprese sembrano sfruttare la quotazione esclusivamente per superare i limiti che il finanziamento tramite debito comporta (specialmente in riferimento al debito di lungo termine) e riequilibrare di conseguenza la loro struttura di capitale.

Imprese capital intensive vs. imprese labour intensive

Il confronto tra imprese *capital* e *labour intensive* dovrebbe rilevare un diverso impatto della quotazione sulla crescita. Infatti, mentre per le imprese *labour intensive* ci si aspetta di osservare un aumento più significativo della forza lavoro, per le *capital* l'espansione dovrebbe avvenire prevalentemente tramite un aumento degli *assets* sostenuto da un importante incremento dei CAPEX. La regressione conferma solo parzialmente queste ipotesi ed in generale evidenzia un comportamento abbastanza simile sul mercato.

Dopo l'IPO le imprese aumentano il numero di addetti a tassi crescenti, tuttavia per le imprese *capital intensive* l'incremento è significativo solo in $t+2$, mentre come da previsione nelle *labour* lo è per tutti gli anni successivi alla quotazione. Entrambe le categorie poi aumentano significativamente in termini di *assets* e fatturato in tutti e tre gli anni dopo l'IPO, ma non si rilevano differenze cross-sezionali. I CAPEX aumentano dopo la quotazione, ma contrariamente alle aspettative il test sulla differenza dei coefficienti non rileva differenze tra i due gruppi.

Inoltre, per le imprese *labour intensive* l'effetto è positivo a partire da $t+0$ e dura fino a $t+3$, mentre per le *capital* è significativo solo in $t+1$ e $t+3$.

Per entrambe le categorie si registra poi un immediato miglioramento della profittabilità attraverso il ROA. Inoltre, sotto il profilo della struttura di capitale le imprese mostrano una riduzione del ricorso al debito che sembra essere permanente nel tempo. Tuttavia, quando si osservano esclusivamente i debiti a lungo termine la relazione rimane significativa solo per le imprese *capital intensive*.

6.3 Figure, grafici e tabelle

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t-0	(*)	R ²
Dimension and investments												
Ln(employees)	IT	94	29	-0.773		-0.267		-0.168		-0.0167		0.365
				(0.512)		(0.233)		(0.178)		(0.127)		
	UK	928	172	-0.226*		-0.524***		-0.472***		-0.300***		0.316
				(0.133)		(0.106)		(0.0978)		(0.0731)		
Employment growth	IT - interacted	1022	201	-0.541		-0.236		-0.110	b	-0.0398	c	0.315
				(0.452)		(0.194)		(0.158)		(0.125)		
	UK - interacted			-0.239*		-0.531***		-0.475***		-0.300***		
				(0.133)		(0.105)		(0.0966)		(0.0732)		
Ln(real total assets)	IT	60	17	-0.195		0.741****		-0.417		-0.0980		0.484
				(0.315)		(0.434)		(0.325)		(0.198)		
	UK	715	151	-0.451**		-0.282**		-0.111		0.125		0.074
				(0.184)		(0.131)		(0.0896)		(0.139)		
Ln(real total assets)	IT - interacted	775	168	0.0108	b	0.571 k	b	-0.275		-0.390***	b	0.079
				(0.0912)		(0.397)		(0.277)		(0.122)		
	UK - interacted			-0.445**		-0.278**		-0.107		0.130		
				(0.171)		(0.129)		(0.0865)		(0.142)		
Ln(real total assets)	IT	204	34	-0.519**		-0.209		-0.153		0.124		0.35
				(0.191)		(0.284)		(0.192)		(0.122)		
	UK	1526	192	-0.652***		-0.634***		-0.751***		-0.0389		0.33
				(0.131)		(0.122)		(0.129)		(0.0981)		

Continua: Confronto del comportamento ex ante delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t-0	(*)	R ²
Total assets growth	IT - interacted	1730	226	-0.316 (0.228)		-0.214 (0.201)	b	-0.114 (0.159)	a	0.0951 (0.111)		0.33
	UK - interacted			-0.673*** (0.129)		-0.648*** (0.119)		-0.761*** (0.127)		-0.0397 (0.0967)		
	IT	170	34	0.885**** (0.556)		0.416* (0.227)		-0.266 (0.296)		0.246 (0.194)		0.084
	UK	1334	192	-692.4 (720.6)		-35.56 (94.23)		-57.76 (106.5)		1170.117 (1168.926)		0.015
	IT - interacted	1504	226	-514.3++ (746.8)		-254.4 (361.7)	d	63.56 (116.8)		(1,169) (176.6)		0.014
	UK - interacted			-609.0 (636.4)		0.733 (84.74)		-21.31 (88.00)		1,191 (1,191)		
Ln(real revenue)	IT	202	34	-1.200 (1.105)		0.151 (0.282)		0.118 (0.220)		0.160 (0.179)		0.194
	UK	1357	191	-0.621*** (0.162)		-0.527*** (0.144)		-0.400*** (0.138)		-0.252** (0.122)		0.175
	IT - interacted	1559	225	-0.925 (1.013)		0.200 (0.236)	a	0.128 (0.162)	a	0.0517 (0.136)	a	0.172
	UK - interacted			-0.622*** (0.156)		-0.535*** (0.138)		-0.387*** (0.134)		-0.237** (0.120)		
Revenue growth	IT	168	34	-311.2 (476.4)		1,379 (1,238)		-126.7 (147.9)		9.374 (50.50)		0.213
	UK	1156	185	-2.629 (3.284)		2.366 (3.510)		-0.838 (1.823)		8.041 (7.776)		0.017

Continua: Confronto del comportamento ex ante delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t-0	(*)	R ²
Ln(real capex)	IT - interacted	1324	219	147.7		1,230		-22.13		-9.719		0.117
				(148.4)		(1,160)		(20.81)		(13.38)		
	UK - interacted			-32.74		-6.123		-5.967		-4.873		
				(29.63)		(10.90)		(7.899)		(14.90)		
	IT	155	32	0.688		0.358		-0.331		0.172		0.167
				(0.442)		(0.573)		(0.397)		(0.225)		
Capex/total assets	UK	1339	182	-0.616***		-0.545***		-0.598***		-0.138		0.142
				(0.206)		(0.190)		(0.167)		(0.143)		
	IT - interacted	1494	214	0.461		0.403	c	-0.305		0.346*	b	0.137
				(0.821)		(0.489)		(0.381)		(0.201)		
	UK - interacted			-0.624***		-0.541***		-0.585***		-0.136		
				(0.202)		(0.187)		(0.166)		(0.142)		
Capex/net property	IT	155	32	0.0722***		0.0946***		0.0221		-0.00828		0.125
				(0.0255)		(0.0579)		(0.0294)		(0.0234)		
	UK	1341	182	0.00746		0.0227*		0.0167****		-0.00310		0.025
				(0.0129)		(0.0116)		(0.0104)		(0.00961)		
	IT - interacted	1496	214	0.0426		0.0844 j		0.0186		0.0155		0.029
				(0.0493)		(0.0559)		(0.0234)		(0.0183)		
	UK - interacted			0.00873		0.0246**		0.0184*		-0.00393		
				(0.0129)		(0.0116)		(0.0104)		(0.00947)		
	IT	153	32	49.43		-7.976		1.993		2.802		0.133
				(41.04)		(5.568)		(2.841)		(6.441)		
	UK	1312	180	-4.983**		2.818		1.556		10.11		0.016
				(2.342)		(2.232)		(1.604)		(10.26)		

Continua: Confronto del comportamento ex ante delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t-0	(*)	R ²
	IT - interacted	1465	212	38.24		-2.809		6.313		9.657		0.018
				(35.99)		(4.986)		(6.075)		(7.799)		
	UK - interacted			-4.784**		2.700		1.431		9.763		
				(2.247)		(2.237)		(1.523)		(10.05)		
				Efficiency								
Real total assets/average employees	IT	94	29	0.0137		-0.140		-0.173		0.0297		0.106
				(0.149)		(0.123)		(0.203)		(0.0892)		
	UK	928	172	0.0850		-0.00120		-0.0920		0.263***		0.035
				(0.118)		(0.114)		(0.0920)		(0.0723)		
	IT - interacted	1022	201	-0.0500		0.0661		-0.0882		0.125		0.033
				(0.199)		(0.0882)		(0.194)		(0.101)		
	UK - interacted			0.0786		-0.0189		-0.105		0.253***		
				(0.115)		(0.114)		(0.0909)		(0.0724)		
Real revenue/average employees	IT	94	29	0.551*		0.213		0.171		0.200		0.341
				(0.300)		(0.174)		(0.226)		(0.172)		
	UK	872	169	-0.0325		-0.0260		0.0223		0.0337		0.02
				(0.0269)		(0.0482)		(0.0338)		(0.0245)		0.087
	IT - interacted	966	198	0.853****	c	0.350 ⁺	g	0.238		0.271 ⁺		
				(0.527)		(0.234)		(0.258)		(0.180)		
	UK - interacted			-0.0523 ⁺⁺		-0.0349		0.0182		0.0307		
				(0.0337)		(0.0494)		(0.0348)		(0.0249)		

Continua: Confronto del comportamento ex ante delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t-0	(*)	R ²
				Profitability								
ROA	IT	203	34	0.115*		0.0500		0.0816*		0.0406*		0.131
				(0.0600)		(0.0457)		(0.0421)		(0.0239)		
	UK	1523	192	-0.0591		-0.0660		-0.0902		0.124		0.008
				(0.0768)		(0.0972)		(0.136)		(0.0859)		
	IT - interacted	1726	226	0.00784		0.0431		0.161	b	0.0977		0.008
				(0.0697)		(0.0630)		(0.109)		(0.0685)		
	UK - interacted			-0.0522		-0.0631		-0.0927*		0.122*		
				(0.0758)		(0.0965)		(0.131)		(0.0811)		
ROS	IT	201	34	0.101		-0.0293		0.0585		0.0838****		0.077
				(0.0998)		(0.0866)		(0.0646)		(0.0511)		
	UK	1359	191	-566.0		-444.7		-337.4		-215.0		0.007
				(506.8)		(412.2)		(316.7)		(219.7)		
	IT - interacted	1560	225	-1,080		-890.8		-811.8		-685.4		0.006
				(1,058)		(891.8)		(802.4)		(694.6)		
	UK - interacted			-467.5		-363.8		-263.5		-145.4		
				(410.8)		(332.7)		(244.3)		(151.0)		
ROE	IT	203	34	1.705		5.788		3.352		1.244		0.066
				(1.219)		(5.487)		(2.731)		(1.004)		
	UK	1523	192	-2.517		0.00929		0.473		-0.119		0.019
				(1.730)		(0.319)		(0.429)		(0.461)		

Continua: Confronto del comportamento ex ante delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t-0	(*)	R ²
	IT - interacted	1726	226	0.565	b	1.302		1.246		1.017		0.017
				(0.723)		(1.355)		(0.876)		(0.712)		
	UK - interacted			-2.455		0.237		0.643		-0.0929		
				(1.729)		(0.376)		(0.447)		(0.448)		
				Liquidity								
Cash ratio	IT	204	34	0.0124		0.00916		-0.00760		0.0653**		0.228
				(0.0302)		(0.0258)		(0.0190)		(0.0292)		
	UK	1495	192	0.00495		-0.0308		-0.0242		0.0823***		0.052
				(0.0322)		(0.0270)		(0.0249)		(0.0190)		
Current ratio	IT - interacted	1699	226	-0.0860***	a	-0.0786***	b	-0.0639***	c	0.0479**		0.054
				(0.0307)		(0.0206)		(0.0184)		(0.0232)		
	UK - interacted			0.0137		-0.0230		-0.0180		0.0853***		
				(0.0315)		(0.0264)		(0.0245)		(0.0188)		
	IT	203	34	-1.035		-1.867		-1.744		-2.318		0.038
				(1.308)		(1.639)		(1.645)		(3.039)		
	UK	1523	192	-3.267		-3.410**		-1.914		0.888		0.024
				(2.540)		(1.343)		(1.513)		(1.368)		
	IT - interacted	1726	226	-3.770*		-2.707**		-2.188***		-0.553		0.021
				(2.244)		(1.120)		(0.828)		(0.662)		
	UK - interacted			-3.055		-3.287**		-1.851		0.747		0.048
				(2.445)		(1.287)		(1.485)		(1.370)		

Continua: Confronto del comportamento ex ante delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t-0	(*)	R ²
Quick ratio	IT	166	30	-1.126		-1.372		-1.671		-3.176		
				(1.402)		(1.663)		(2.013)		(3.879)		
	UK	1095	135	-2.308 ⁺⁺		-1.695		-0.135		1.551 ⁺⁺⁺⁺		0.029
				(1.505)		(1.326)		(1.513)		(0.938)		
	IT - interacted	1261	165	-1.384 ⁺⁺		-1.585 ⁺⁺⁺⁺		-1.163 ⁺⁺⁺⁺		-0.718	b	0.026
				(0.912)		(0.985)		(0.717)		(0.638)		
	UK - interacted			-2.198 ⁺⁺⁺		-1.576		-0.0858		1.382		
				(1.402)		(1.252)		(1.498)		(0.936)		
Capital Structure												
Leverage	IT	192	34	-0.109 ^{**}		-0.0303		-0.0163		-0.0944 ^{***}		0.174
				(0.0413)		(0.0557)		(0.0417)		(0.0239)		
	UK	895	165	0.269 ^{**}		0.316		0.275 ^{***}		-0.0330		0.045
				(0.126)		(0.250)		(0.101)		(0.0443)		
	IT - interacted	1087	199	-0.100 [*]	a	-0.171 [*]	f	-0.104 ⁺⁺	a	-0.122 ^{**}		0.044
				(0.0558)		(0.101)		(0.0670)		(0.0473)		
	UK - interacted			0.265 ^{**}		0.328		0.285 ^{***}		-0.0314		
				(0.118)		(0.251)		(0.0998)		(0.0437)		
Long-term leverage	IT	151	31	-0.0196		0.0290		0.0452 [*]		-0.0316		0.218
				(0.0268)		(0.0397)		(0.0258)		(0.0215)		
	UK	578	137	0.248		0.353		0.259 [*]		0.0402		0.032
				(0.200)		(0.380)		(0.135)		(0.0640)		

Continua: Confronto del comportamento ex ante delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t-0	(*)	R ²
	IT - interacted	729	168	-0.123*	b	-0.147		-0.109	b	-0.0841		0.03
				(0.0725)		(0.114)		(0.0903)		(0.0715)		
	UK - interacted			0.261		0.391		0.283**		0.0482		
				(0.186)		(0.393)		(0.133)		(0.0615)		
				Dividends								
Dividend payout ratio	IT	48	13	-0.452		-0.533		-0.746		-0.898		0.159
				(0.971)		(1.166)		(1.016)		(0.964)		
	UK	313	67	0.740		2.709		-10.57		-1.961		0.076
				(1.266)		(2.730)		(10.86)		(1.716)		
	IT - interacted	361	80	-0.444		4.071		-2.132		-2.878****		0.073
				(1.410)		(4.874)		(2.288)		(1.732)		
	UK - interacted			0.633		2.344		-10.41		-1.725		
				(1.138)		(2.385)		(10.73)		(1.512)		

Tabella 31: Confronto del comportamento ex ante delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

La tabella considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. Per ogni variabile dipendente sono state condotte tre regressioni: sulle imprese italiane (IT) e inglesi (UK) in modo indipendente e successivamente introducendo l'interazione che tiene conto del fattore Paese (IT – interacted, UK – interacted). I valori in parentesi rappresentano gli errori standard di tipo robust. I simboli ad apice dei coefficienti di regressione corrispondono ai seguenti livelli di significatività: *** 1%, ** 5%, * 10%, **** 11%, +++ 12%, ++13%, + 14%.

(*) Test sulla differenza dei coefficienti dei due sub-sample condotto per la regressione con interazione. A, b, c, d, f, g corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5%, 10%, 11%, 12%, 13% e 14%.

		N. obs	N. firm	t+0	(*)	t+1	(*)	t+2	(*)	t+3	(*)	R ²
				Dimension and investments								
Ln(employees)	IT	94	29	0.293		0.379**		0.309+++		0.397*		0.361
				(0.203)		(0.156)		(0.192)		(0.224)		
	UK	928	172	-0.0137		0.153*		0.247***		0.157**		0.278
				(0.0803)		(0.0781)		(0.0705)		(0.0637)		
	IT - interacted	1022	201	0.251*	d	0.375**		0.285++++		0.320+		0.278
				(0.149)		(0.148)		(0.175)		(0.213)		
	UK - interacted			-0.0105		0.157**		0.253***		0.164***		
				(0.0796)		(0.0764)		(0.0699)		(0.0629)		
Employment growth	IT	60	17	-0.149		-0.0393		0.138		0.0183		0.216
				(0.151)		(0.197)		(0.215)		(0.205)		
	UK	715	151	0.316*		0.315***		0.145*		0.0334		0.081
				(0.171)		(0.0915)		(0.0742)		(0.0547)		
	IT - interacted	775	268	-0.330**	b	6.51e-05	b	-0.0166		-0.0506		0.08
				(0.134)		(0.111)		(0.150)		(0.129)		
	UK - interacted			0.317*		0.313***		0.154**		0.0351		
				(0.173)		(0.0916)		(0.0740)		(0.0542)		
Ln(real total assets)	IT	204	34	0.367***		0.357***		0.483***		0.243		0.395
				(0.0917)		(0.0985)		(0.119)		(0.176)		
	UK	1526	192	0.539***		0.665***		0.563***		0.445***		0.338
				(0.106)		(0.0907)		(0.0802)		(0.0733)		
	IT - interacted	1730	226	0.296***	c	0.181	a	0.266*	c	0.0307	b	0.336
				(0.114)		(0.135)		(0.150)		(0.180)		
	UK - interacted			0.541***		0.679***		0.579***		0.461***		
				(0.105)		(0.0898)		(0.0798)		(0.0734)		

Continua: Confronto del comportamento ex post delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*)	t+1	(*)	t+2	(*)	t+3	(*)	R ²
Total assets growth	IT	170	34	0.281*		-0.0754		0.393		-0.258**		0.091
				(0.156)		(0.166)		(0.305)		(0.111)		
	UK	1334	192	1,388		367.0		266.6		226.3		0.015
				(1,374)		(345.0)		(266.3)		(223.9)		
	IT - interacted	1504	226	-32.79		-9.306		-46.24		37.59		0.014
				(167.8)		(127.1)		(91.48)		(90.48)		
	UK - interacted			1,377		337.8		250.4		202.6		
				(1,364)		(316.4)		(250.3)		(200.8)		
Ln(real revenue)	IT	202	34	0.288		0.288		0.375**		0.347		0.156
				(0.277)		(0.203)		(0.180)		(0.282)		
	UK	1357	191	0.191 ⁺⁺		0.508***		0.484***		0.418***		0.185
				(0.123)		(0.114)		(0.116)		(0.113)		
	IT - interacted	1559	225	0.126		0.130	c	0.175		0.131		0.176
				(0.188)		(0.179)		(0.205)		(0.322)		
	UK - interacted			0.198 ⁺⁺⁺⁺		0.505***		0.491***		0.431***		
				(0.120)		(0.112)		(0.115)		(0.112)		
Revenue growth	IT	168	34	-185.1		-318.1		-209.2		-167.9		0.115
				(181.6)		(313.8)		(210.4)		(164.6)		
	UK	1156	185	9.141		5.680 ⁺⁺⁺⁺		-0.729		-1.719		0.021
				(7.057)		(3.529)		(1.125)		(1.748)		
	IT - interacted	1324	219	-228.3		-238.1	c	-226.8		-289.8		0.026
				(225.2)		(236.0)		(225.8)		(281.9)		
	UK - interacted			3.286		-3.443		9.524		10.90		
				(10.30)		(10.46)		(10.34)		(12.35)		

Continua: Confronto del comportamento ex post delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*)	t+1	(*)	t+2	(*)	t+3	(*)	R ²
Ln(real capex)	IT	155	32	0.342		0.355		-0.120		-0.235		0.165
				(0.316)		(0.378)		(0.416)		(0.439)		
	UK	1339	182	0.379***		0.656***		0.459***		0.451***		0.152
				(0.145)		(0.127)		(0.143)		(0.137)		
	IT - interacted	1494	214	0.373		0.237		-0.266	c	-0.424	b	0.148
				(0.253)		(0.285)		(0.370)		(0.390)		
	UK - interacted			0.389***		0.674***		0.474***		0.466***		
				(0.144)		(0.126)		(0.143)		(0.135)		
Capex/total assets	IT	155	32	-0.0357		-0.00923		-0.0478**		-0.0821**		0.133
				(0.0354)		(0.0329)		(0.0186)		(0.0378)		
	UK	1341	182	-0.0142+++		-0.00699		-0.0125		-0.00857		0.023
				(0.00888)		(0.0106)		(0.00899)		(0.00737)		
	IT - interacted	1496	214	-0.0248		-0.0190		-0.0580**	c	-0.0876**	c	0.03
				(0.0249)		(0.0259)		(0.0264)		(0.0413)		
	UK - interacted			-0.0149*		-0.00628		-0.0123		-0.00897		
				(0.00878)		(0.0103)		(0.00884)		(0.00743)		
Capex/net property	IT	153	32	0.305		-7.502		-4.713		-0.717		0.058
				(7.089)		(6.525)		(4.245)		(7.188)		
	UK	1312	180	10.38		1.443		-0.398		-0.187		0.014
				(9.237)		(3.333)		(1.992)		(1.837)		

Continua: Confronto del comportamento ex post delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*)	t+1	(*)	t+2	(*)	t+3	(*)	R ²
	IT - interacted	1465	212	4.311		-7.189 y	c	-7.408		-2.858		0.015
				(8.029)		(4.606)		(5.770)		(7.772)		
	UK - interacted			10.03		1.358		-0.279		-0.230		
				(9.040)		(3.282)		(1.960)		(1.866)		
				Efficiency								
Real total assets/average employees	IT	94	29	0.170		0.206		0.145		0.0104		0.128
				(0.117)		(0.211)		(0.118)		(0.119)		
	UK	928	172	0.316***		0.123		-0.0191		0.0884		0.038
				(0.113)		(0.0934)		(0.0694)		(0.0865)		
	IT - interacted	1022	201	0.231**		0.237		0.173		-0.0109		0.037
				(0.0974)		(0.194)		(0.133)		(0.117)		
	UK - interacted			0.312***		0.123		-0.0179		0.0912		
				(0.112)		(0.0926)		(0.0680)		(0.0850)		
Real revenue/average employees	IT	94	29	0.0932		-0.0479		0.0743		0.0101		0.291
				(0.121)		(0.156)		(0.0865)		(0.0848)		
	UK	872	169	0.0450		0.0222		0.0172		0.0266		0.019
				(0.0308)		(0.0292)		(0.0544)		(0.0183)		
	IT - interacted	966	198	0.0805		-0.132		-0.0777		-0.172**	b	0.036
				(0.0826)		(0.124)		(0.0665)		(0.0871)		
	UK - interacted			0.0513+++		0.0363		0.0344		0.0437*		
				(0.0323)		(0.0318)		(0.0561)		(0.0236)		

Continua: Confronto del comportamento ex post delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*)	t+1	(*)	t+2	(*)	t+3	(*)	R ²
				Profitability								
ROA	IT	203	34	-0.0196		-0.0623		-0.0527		-0.0976**		0.142
				(0.0254)		(0.0515)		(0.0425)		(0.0446)		
	UK	1523	192	0.173***		0.138**		0.00523		-0.131		0.011
				(0.0592)		(0.0567)		(0.105)		(0.208)		
	IT - interacted	1726	226	0.00332	b	-0.0795	b	-0.138**		-0.159**		0.010
				(0.0574)		(0.0634)		(0.0642)		(0.0711)		
	UK - interacted			0.167***		0.133**		0.00541		-0.133		
				(0.0560)		(0.0552)		(0.105)		(0.210)		
ROS	IT	201	34	0.0522		-0.0136		-0.0116		-0.240****		0.118
				(0.0485)		(0.105)		(0.0833)		(0.144)		
	UK	1359	191	363.4		468.5		1,196		1,198		0.009
				(326.2)		(432.7)		(1,159)		(1,147)		
	IT - interacted	1560	225	-57.40		44.95		951.8		1,199		0.008
				(121.0)		(110.0)		(970.3)		(1,233)		
	UK - interacted			373.5		483.0		1,131		1,131		
				(338.3)		(448.4)		(1,096)		(1,082)		
ROE	IT	203	34	-1.891		-3.260		-4.483		-1.977		0.077
				(1.593)		(2.293)		(4.429)		(1.552)		
	UK	1523	192	0.112		-0.00936		-0.0253		0.0437		0.008
				(0.533)		(0.412)		(0.430)		(0.569)		

Continua: Confronto del comportamento ex post delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*)	t+1	(*)	t+2	(*)	t+3	(*)	R ²
	IT - interacted	1726	226	-0.561		-1.628		-3.378		-1.119*	g	0.011
				(0.681)		(1.310)		(3.272)		(0.569)		
	UK - interacted			0.0813		-0.0138		-0.0138		-0.0221		
				(0.522)		(0.408)		(0.432)		(0.570)		
				Liquidity								
Cash ratio	IT	204	34	0.0706***		0.0212		-0.00805		-0.0446		0.224
				(0.0256)		(0.0340)		(0.0260)		(0.0334)		
	UK	1495	192	0.0948***		0.0291 j		-0.00156		-0.0134		0.053
				(0.0213)		(0.0196)		(0.0168)		(0.0146)		
	IT - interacted	1699	226	0.0988***		0.0537*		0.0386		0.0111		0.054
				(0.0256)		(0.0276)		(0.0284)		(0.0325)		
	UK - interacted			0.0933***		0.0267		-0.00542		-0.0182		
				(0.0210)		(0.0193)		(0.0167)		(0.0146)		
Current ratio	IT	203	34	-0.410		4.032		-0.376		-2.501		0.076
				(1.408)		(3.335)		(0.536)		(2.365)		
	UK	1523	192	2.868**		2.612**		1.829***		-0.207		0.024
				(1.262)		(1.062)		(0.660)		(0.960)		
	IT - interacted	1726	226	1.332***		4.085*		-0.0330		-1.774		0.023
				(0.496)		(2.461)		(1.324)		(2.799)		
	UK - interacted			2.657**		2.507**		1.720***		-0.360		
				(1.249)		(1.045)		(0.645)		(0.916)		

Continua: Confronto del comportamento ex post delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*)	t+1	(*)	t+2	(*)	t+3	(*)	R ²
Quick ratio	IT	166	30	-1.084 (1.624)		4.449 (4.208)		-0.337 (0.497)		-3.585 (3.319)		0.089
	UK	1095	135	2.668*** (0.744)		2.094**** (1.271)		0.733 (0.553)		0.521 (0.543)		0.03
	IT - interacted	1261	165	0.591* (0.327)		4.017 (3.021)		-0.541 (1.499)		-2.908 (3.611)		0.031
	UK - interacted			2.462*** (0.755)		2.022**** (1.243)		0.673 (0.532)		0.354 (0.536)		
Capital structure												
Leverage	IT	192	34	-0.0907*** (0.0193)		-0.0342 (0.0308)		-0.00520 (0.0289)		0.0203 (0.0421)		0.157
	UK	895	165	-0.317*** (0.108)		-0.364** (0.166)		-0.356** (0.155)		-0.277** (0.122)		0.059
	IT - interacted	1087	199	-0.0415 (0.0373)	b	0.0768 (0.0641)	b	0.112+ (0.0760)	b	0.118+ (0.0819)	b	0.055
	UK - interacted			-0.313*** (0.103)		-0.361** (0.160)		-0.356** (0.152)		-0.284** (0.123)		
Long-term leverage	IT	151	31	-0.0597* (0.0299)		-0.0225 (0.0379)		-0.0332 (0.0328)		-0.0326 (0.0346)		0.213
	UK	578	137	-0.237++ (0.153)		-0.378 (0.265)		-0.340 (0.236)		-0.278*** (0.174)		0.043

Continua: Confronto del comportamento ex post delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*)	t+1	(*)	t+2	(*)	t+3	(*)	R ²
	IT - interacted	729	168	-0.00308		0.0875		0.0887		0.111		0.038
				(0.0533)		(0.0904)		(0.0958)		(0.123)		
	UK - interacted			-0.234 ^{****}		-0.376		-0.342		-0.287 ^{****}		
				(0.145)		(0.257)		(0.231)		(0.175)		
				Dividends								
Dividend payout ratio	IT	48	13	-0.253		0.180		0.934		0.327		0.211
				(0.263)		(0.628)		(0.856)		(0.609)		
	UK	313	67	1.571		2.040		2.536		3.147		0.045
				(2.248)		(2.185)		(2.768)		(2.636)		
	IT - interacted	361	80	-2.515		-1.083		0.209		-0.476		0.041
				(1.972)		(1.665)		(1.513)		(1.461)		
	UK - interacted			1.695		2.092		2.514		3.250		
				(2.272)		(2.214)		(2.752)		(2.700)		

Tabella 32: Confronto del comportamento ex post delle imprese quotate sui mercati AIM_Italia – MAC e AIM_Uk

La tabella considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. Per ogni variabile dipendente sono state condotte tre regressioni: sulle imprese italiane (IT) e inglesi (UK) in modo indipendente e successivamente introducendo l'interazione che tiene conto del fattore Paese (IT – interacted, UK – interacted). I valori in parentesi gli errori standard di tipo robust. I simboli ad apice dei coefficienti di regressione corrispondono ai seguenti livelli di significatività: *** 1%, ** 5%, * 10%, **** 11%, +++ 12%, ++13%, + 14%.

(*) Test sulla differenza dei coefficienti dei due sub-sample condotto per la regressione con interazione. A, b, c, d, f, g corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5%, 10%, 11%, 12%, 13% e 14%.

Fonte: elaborazione personale.

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t+0	(*)	R ²
Dimension and investments												
Ln(employees)	UK - Young	928	172	-0.646**	c	-0.690***		-0.620***		-0.410***		0.327
				(0.269)		(0.150)		(0.137)		(0.121)		
	UK - Old			-0.0693		-0.430***		-0.376***		-0.221**		
				(0.150)		(0.140)		(0.133)		(0.0855)		
	UK - SME	928	172	-0.432**	a	-0.752***	b	-0.632***	a	-0.452***	a	0.342
				(0.196)		(0.152)		(0.129)		(0.0960)		
Employment growth	UK - Large			0.221		-0.155		-0.0669		0.0875		
				(0.154)		(0.203)		(0.166)		(0.101)		
	UK - Capital intensive	928	172	-0.389		-0.515*		-0.447*		-0.281*		0.317
				(0.399)		(0.269)		(0.241)		(0.143)		
	UK - Labour intensive			-0.148		-0.531***		-0.483***		-0.307***		
				(0.0979)		(0.111)		(0.102)		(0.0842)		
Employment growth	UK - Young	715	151	-0.726**		-0.237		-0.0381		0.0685		0.076
				(0.303)		(0.339)		(0.137)		(0.202)		
	UK - Old			-0.391**		-0.298***		-0.156****		0.169		
				(0.171)		(0.105)		(0.0968)		(0.248)		
	UK - SME	715	151	-0.532**		-0.508***		-0.215**		0.103		0.076
				(0.221)		(0.162)		(0.0954)		(0.243)		
Employment growth	UK - Large			-0.211		-0.0437		0.126		0.0714		
				(0.169)		(0.0840)		(0.156)		(0.137)		
	UK - Capital intensive	715	151	0.104	b	-0.195		-0.0716		0.623		0.096
				(0.130)		(0.243)		(0.163)		(0.600)		
Employment growth	UK - Labour intensive			-0.569**		-0.290***		-0.111		-0.0484		
				(0.228)		(0.0995)		(0.0946)		(0.138)		

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex ante delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t+0	(*)	R ²
Ln(real total assets)	UK - Young	1526	192	-1.125*** (0.211)	a	-0.961*** (0.180)	a	-1.133*** (0.209)	a	-0.134 (0.154)		0.353
	UK - Old			-0.232*** (0.148)		-0.290** (0.134)		-0.289** (0.116)		0.0782 (0.0896)		
	UK - SME	1526	192	-0.568*** (0.174)		-0.481*** (0.160)	c	-0.577*** (0.148)	a	0.0744 (0.111)		0.307
	UK - Large			-0.123 (0.246)		-0.0577 (0.206)		0.0312 (0.184)		0.260** (0.121)		
	UK - Capital intensive	1526	192	-0.294 (0.190)	b	-0.479** (0.209)		-0.596*** (0.208)		0.0240 (0.198)		0.333
	UK - Labour intensive			-0.784*** (0.159)		-0.689*** (0.138)		-0.810*** (0.153)		-0.0676 (0.111)		
Total assets growth	UK - Young	1334	192	-344.5 (466.5)		263.1 (305.0)		254.4 (290.9)		2,448 (2,437)		0.02
	UK - Old			-934.1 (966.8)		-236.1 (255.0)		-337.6 (352.0)		-255.7 (286.9)		
	UK - SME	1334	192	-1,595 (1,626)		-893.3 (893.7)		-902.6 (902.0)		-735.9 (743.4)		0.013
	UK - Large			-1,190 (1,285)		-267.6 (279.8)		-381.6 (410.9)		-539.3 (586.4)		
	UK - Capital intensive	1334	192	-854.0 (882.7)		-441.5 (450.1)		-651.0 (664.3)		-221.1 (264.7)		0.017
	UK - Labour intensive			-744.9 (793.8)		80.99 (137.4)		129.6 (170.6)		1,655 (1,654)		

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex ante delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t+0	(*)	R ²
Ln(real revenue)	UK - Young	1357	191	-1.225*** (0.244)	a	-0.838*** (0.198)	b	-0.545*** (0.173)		-0.431** (0.187)	g	0.191
	UK - Old			-0.227 (0.176)		-0.312**** (0.189)		-0.295** (0.192)		-0.105 (0.136)		
	UK - SME	1357	191	-0.754*** (0.216)	b	-0.681*** (0.204)	e	-0.593*** (0.194)	a	-0.365** (0.171)	a	0.182
	UK - Large			-0.0783 (0.193)		-0.162 (0.258)		0.126 (0.132)		0.139 (0.113)		
	UK - Capital intensive	1357	191	-0.432 (0.306)		-0.619* (0.340)		-0.273 (0.241)		-0.215 (0.214)		0.177
	UK - Labour intensive			-0.697*** (0.176)		-0.494*** (0.141)		-0.448*** (0.155)		-0.269* (0.139)		
Revenue growth	UK - Young	1156	185	0.283 (4.809)		5.298 (5.498)		0.201 (2.663)		0.604 (2.551)		0.025
	UK - Old			-4.007 (3.534)		0.396 (3.008)		-1.356 (1.824)		14.48 (12.73)		
	UK - SME	1156	185	-8.118* (4.825)		0.0398 (3.470)		0.351 (2.474)		12.96 (11.68)		0.023
	UK - Large			0.600 (3.644)		0.533 (2.296)		-3.356* (1.945)		-0.750 (1.959)		
	UK - Capital intensive	1156	185	0.387 (4.269)		0.773 (3.227)		0.923 (3.971)		-1.484 (1.955)		0.022
	UK - Labour intensive			-5.182 (4.081)		2.782 (3.843)		-1.527 (1.673)		11.34 (10.10)		

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex ante delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t+0	(*)	R ²
Ln(real capex)	UK - Young	1339	182	-0.911*** (0.266)	c	-0.655** (0.259)		-0.819*** (0.232)	d	-0.216 (0.213)		0.144
	UK - Old			-0.365+ (0.244)		-0.404* (0.225)		-0.316 (0.225)		-0.0283 (0.172)		
	UK - SME	1339	182	-0.726*** (0.265)	a	-0.589** (0.244)	b	-0.752*** (0.235)	a	-0.422** (0.197)	b	0.146
	UK - Large			0.222 (0.279)		-0.00338 (0.275)		0.282++ (0.185)		0.287 (0.223)		
	UK - Capital intensive	1339	182	-0.390 (0.325)		-0.537+++ (0.340)		-0.564* (0.334)		-0.200 (0.342)		0.142
	UK - Labour intensive			-0.698*** (0.226)		-0.548*** (0.201)		-0.614*** (0.187)		-0.118 (0.152)		
Capex/total assets	UK - Young	1341	182	0.0232 (0.0251)		0.0179 (0.0165)		0.0250 (0.0178)		-0.00493 (0.0138)		0.027
	UK - Old			-0.00141 (0.0126)		0.0285* (0.0158)		0.0108 (0.0117)		-2.05e-05 (0.00975)		
	UK - SME	1341	182	0.00742 (0.0179)		0.0341** (0.0168)	b	0.00809 (0.0123)		-0.0100 (0.0112)		0.03
	UK - Large			0.00678 (0.0189)		-0.00744 (0.0130)		0.0339 (0.0257)		0.0201 (0.0226)		
	UK - Capital intensive	1341	182	-0.0109 (0.0170)		-0.00980 (0.0239)	d	0.00346 (0.0286)		-0.00233 (0.0215)		0.029
	UK - Labour intensive			0.0139 (0.0158)		0.0343*** (0.0131)		0.0215* (0.0112)		-0.00305 (0.00942)		

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex ante delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t+0	(*)	R ²
Capex/net property	UK - Young	1312	180	-5.976*		6.177		1.021		18.87		0.022
				(3.442)		(4.959)		(2.392)		(17.48)		
	UK - Old			-4.551**		0.466		1.967		0.558		
				(2.184)		(1.955)		(2.637)		(2.768)		
	UK - SME	1312	180	-8.520**		-3.833		-2.040	g	-2.074		0.01
				(3.675)		(2.971)		(2.016)		(2.234)		
	UK - Large			-8.506		-0.962		1.304		-1.148		
				(5.981)		(1.338)		(1.991)		(1.853)		
	UK - Capital intensive	1312	180	-3.175		0.0695		-3.669		28.44		0.026
				(4.884)		(4.123)		(3.168)		(31.17)		
	UK - Labour intensive			-5.571*		3.698		3.262		3.695		
				(2.973)		(2.534)		(2.275)		(3.641)		
Profitability												
ROA	UK - Young	1523	192	0.0375		-0.0981		-0.142		0.181*	c	0.01
				(0.134)		(0.178)		(0.193)		(0.0944)		
	UK - Old			-0.143***		-0.0285		-0.0344		0.0505		
				(0.0902)		(0.0706)		(0.130)		(0.0953)		
	UK - SME	1523	192	-0.115		-0.0801		0.00867		0.191*		0.008
				(0.0886)		(0.167)		(0.144)		(0.103)		
	UK - Large			-0.0761		0.0211		0.0383		0.0858		
				(0.0705)		(0.0490)		(0.118)		(0.0621)		
	UK - Capital intensive	1523	192	-0.0301		0.0205		-0.116		0.154		0.008
				(0.108)		(0.0918)		(0.124)		(0.110)		
	UK - Labour intensive			-0.0705		-0.0966		-0.0812		0.113		
				(0.100)		(0.125)		(0.165)		(0.0901)		

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex ante delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t+0	(*)	R ²
ROS	UK - Young	1359	191	190.7		64.11		145.6		199.3		0.08
				(269.1)		(171.5)		(188.9)		(210.1)		
	UK - Old	1359	191	-1,007		-764.2		-677.3		-534.0		
				(917.3)		(743.0)		(647.1)		(537.1)		
	UK - SME	1359	191	-1,444		-1,236		-1,060		-857.0		0.008
				(1,437)		(1,211)		(1,054)		(864.5)		
	UK - Large	1359	191	-1,223		-1,032		-870.2		-667.8		
ROE				(1,219)		(1,033)		(868.3)		(686.3)		
	UK - Capital intensive	1359	191	-1,169		-877.9		-711.4		-560.7		0.007
				(995.3)		(810.6)		(687.8)		(573.9)		
	UK - Labour intensive	1359	191	-326.6		-283.0		-190.3		-72.33		
				(331.4)		(274.4)		(185.2)		(95.81)		
	UK - Young	1523	192	-0.354		0.370		0.882		0.0136		0.025
				(1.305)		(0.374)		(0.638)		(0.614)		
ROE	UK - Old	1523	192	-4.286		-0.204		0.134		-0.217		
				(3.039)		(0.423)		(0.436)		(0.524)		
	UK - SME	1523	192	-0.194		0.416		1.072*		-0.179		0.021
				(1.141)		(0.584)		(0.549)		(0.431)		
	UK - Large	1523	192	-5.140		0.348		0.586		-0.432		
				(4.961)		(0.496)		(0.490)		(0.649)		
	UK - Capital intensive	1523	192	0.440	e	-0.00359		-0.174		-0.513		0.026
				(0.490)		(0.410)		(0.445)		(0.740)		
	UK - Labour intensive	1523	192	-3.643 ⁺		0.00142		0.647		-0.0395		
				(2.412)		(0.347)		(0.514)		(0.519)		

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex ante delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t+0	(*)	R ²
				Liquidity								
Cash ratio	UK - Young	1495	192	0.0628 (0.0523)	b	-0.0208 (0.0403)		-0.0218 (0.0355)		0.109*** (0.0270)	c	0.061
	UK - Old			-0.0452 (0.0314)		-0.0404 (0.0295)		-0.0366 (0.0302)		0.0462** (0.0223)		
	UK - SME	1495	192	-0.0252 (0.0385)		-0.0611** (0.0283)		-0.0384 (0.0300)		0.0595** (0.0248)	b	0.042
	UK - Large			-0.0150 (0.0410)		-0.00812 (0.0481)		-0.0364 (0.0411)		-0.000434 (0.0189)		
	UK - Capital intensive	1495	192	-0.0274 (0.0365)		-0.00841 (0.0434)		-0.0192 (0.0424)		0.0552* (0.0332)		0.055
	UK - Labour intensive			0.0180 (0.0396)		-0.0388 (0.0305)		-0.0253 (0.0290)		0.0930*** (0.0222)		
Current ratio	UK - Young	1523	192	-3.237 (4.083)		-4.729** (2.086)		-4.175** (2.015)		1.417 (2.401)		0.028
	UK - Old			-4.338** (2.032)		-3.159** (1.549)		-2.254** (1.454)		-0.777 (0.837)		
	UK - SME	1523	192	-2.907 (3.445)		-5.107*** (1.871)		-4.220** (1.730)		-2.112** (1.384)		0.025
	UK - Large			-4.055* (2.327)		-1.892 (1.932)		-1.147 (2.295)		-0.319 (1.119)		
	UK - Capital intensive	1523	192	-7.919*** (2.816)	c	-6.501** (2.961)		-5.313* (3.116)		-1.963 (2.414)		0.03
	UK - Labour intensive			-1.575 (2.995)		-2.340**** (1.435)		-0.679 (1.699)		1.988 (1.731)		

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex ante delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t+0	(*)	R ²
Quick ratio	UK - Young	1095	135	-3.002**** (1.814)		-2.006 (1.707)		-1.792 (1.381)		2.983** (1.380)	a	0.038
	UK - Old			-3.001* (1.680)		-2.635**** (1.598)		-2.070 (1.549)		-1.009 (0.775)		
	UK - SME	1095	135	-2.207 (1.553)		-2.020 (1.532)		-1.623 (1.228)		-0.353 (0.851)		0.023
	UK - Large			-2.638 (1.880)		-0.890 (2.000)		-0.360 (2.491)		-0.827 (1.036)		
	UK - Capital intensive	1095	135	-3.574*** (2.230)		-1.933 (2.081)		-0.750 (2.343)		1.088 (1.529)		0.03
	UK - Labour intensive			-1.762 (1.345)		-1.614 (1.275)		0.139 (1.824)		1.764* (1.010)		
	Capital structure											
	UK - Young	895	165	0.456* (0.251)		0.732 (0.595)		0.547** (0.224)	c	-0.00139 (0.105)		0.063
	UK - Old			0.186** (0.0830)		0.0441 (0.0839)		0.0763 (0.0815)		-0.0462 (0.0496)		
	UK - SME	895	165	0.381**** (0.232)		0.542 (0.543)		0.380* (0.207)		0.0347 (0.106)		0.05
	UK - Large			0.136 (0.109)		0.0120 (0.107)		0.110 (0.0843)		-0.0411 (0.0579)		
	UK - Capital intensive	895	165	0.308* (0.173)		0.102 (0.142)		0.482* (0.254)		-0.0710 (0.0559)		0.051
	UK - Labour intensive			0.257* (0.150)		0.402 (0.351)		0.188* (0.0999)		-0.0146 (0.0637)		

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex ante delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk												
		N. obs	N. firm	t-3	(*)	t-2	(*)	t-1	(*)	t+0	(*)	R ²
Long-term leverage	UK - Young	578	137	0.474		0.831		0.458		0.117		0.045
				(0.472)		(0.975)		(0.347)		(0.152)		
	UK - Old			0.151		0.0324		0.152*		-0.00161		
				(0.111)		(0.105)		(0.0916)		(0.0552)		
	UK - SME	578	137	0.445		0.892		0.430		0.173		0.046
				(0.431)		(1.115)		(0.372)		(0.187)		
	UK - Large			0.181		0.0344		0.130		-0.0118		
				(0.124)		(0.127)		(0.104)		(0.0524)		
	UK - Capital intensive	578	137	0.202 ⁺⁺		-0.172		0.300 ⁺⁺		-0.0679		0.043
				(0.134)		(0.206)		(0.200)		(0.0609)		
	UK - Labour intensive			0.295		0.582		0.251		0.106		
				(0.280)		(0.573)		(0.195)		(0.107)		

Tabella 33: Confronto cross-sezionale del comportamento ex ante delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

La tabella considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. Per ogni variabile dipendente sono state condotti tre gruppi di regressioni in funzione dei confronti: Young vs. Old, SME vs. Large, Capital Intensive vs. Labour Intensive. I valori in parentesi rappresentano gli errori standard di tipo robust. I simboli ad apice dei coefficienti di regressione corrispondono ai seguenti livelli di significatività: *** 1%, ** 5%, * 10%, +++ 11%, ++ 12%, + 13%, + 14%.

(*) Test sulla differenza dei coefficienti dei due sub-sample condotto per la regressione con interazione. A, b, c, d, f, g corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5%, 10%, 11%, 12%, 13% e 14%.

Fonte: elaborazione personale.

		N. obs	N. firm	t+0	(*) t+1	(*) t+2	(*) t+3	(*) R ²
Dimension and investments								
Ln(employees)	UK - Young	928	172	0.0290 (0.131)	0.289** (0.115)	b 0.418*** (0.107)	b 0.264*** (0.0973)	c 0.287
	UK - Old			-0.0367 (0.0723)	0.0457 (0.0820)	0.0827 (0.0909)	0.0399 (0.0884)	
	UK - SME	928	172	-0.0567 (0.0931)	0.188** (0.0868)	0.370*** (0.0986)	b 0.261*** (0.0892)	a 0.288
	UK - Large			0.105 (0.104)	0.0312 (0.132)	-0.0477 (0.150)	-0.0814 (0.0940)	
	UK - Capital intensive	928	172	0.0465 (0.123)	0.185 (0.136)	0.340** (0.141)	0.182 (0.132)	0.278
	UK - Labour intensive			-0.0322 (0.0928)	0.144**** (0.0880)	0.216** (0.0836)	0.148* (0.0783)	
Employment growth	UK - Young	715	151	0.234 (0.174)	0.405*** (0.149)	0.0808 (0.115)	-0.0764 (0.0747)	c 0.086
	UK - Old			0.365 (0.306)	0.232* (0.118)	0.156* (0.0888)	0.110 (0.0751)	
	UK - SME	715	151	0.362 (0.287)	0.417*** (0.127)	a 0.205** (0.0895)	b 0.0756 (0.0685)	0.08
	UK - Large			0.0447 (0.128)	-0.0930 (0.0692)	-0.0850 (0.0817)	-0.0851 (0.112)	
	UK - Capital intensive	715	151	0.797 (0.684)	0.300+ (0.198)	0.151 (0.159)	0.0347 (0.108)	0.101
	UK - Labour intensive			0.147 (0.108)	0.321*** (0.0939)	0.141** (0.0678)	0.0344 (0.0555)	

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex post delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*)	t+1	(*)	t+2	(*)	t+3	(*)	R ²
Ln(real total assets)	UK - Young	1526	192	0.734*** (0.159)	b	1.010*** (0.130)	a	0.927*** (0.114)	a	0.710*** (0.124)	a	0.361
	UK - Old			0.303*** (0.104)		0.214** (0.106)		0.0694 (0.111)		0.0686 (0.109)		
	UK - SME	1526	192	0.580*** (0.104)		0.724*** (0.115)	b	0.589*** (0.109)	a	0.436*** (0.121)	b	0.32
	UK - Large			0.330* (0.183)		0.174 (0.188)		-0.0207 (0.190)		0.0157 (0.184)		
	UK - Capital intensive	1526	192	0.498** (0.227)		0.643*** (0.183)		0.454*** (0.172)		0.272* (0.162)		0.339
	UK - Labour intensive			0.550*** (0.113)		0.670*** (0.0987)		0.601*** (0.0885)		0.507*** (0.0913)		
Total assets growth	UK - Young	1334	192	2,558 (2,531)		346.6 (312.9)		264.4 (265.4)		159.1 (162.5)		0.02
	UK - Old			69.80 (154.3)		434.7 (432.0)		310.9 (310.9)		350.2 (347.9)		
	UK - SME	1334	192	-179.2 (231.8)		292.5 (298.4)		340.4 (345.2)		327.4 (327.6)		0.011
	UK - Large			-233.6 (318.0)		191.1 (219.5)		278.0 (283.8)		269.5 (271.6)		
	UK - Capital intensive	1334	192	215.7 (260.5)		450.8 (449.2)		365.8 (371.2)		401.6 (404.7)		0.017
	UK - Labour intensive			1,816 (1,800)		335.8 (309.4)		232.4 (233.2)		164.8 (165.3)		

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex post delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*) t+1	(*) t+2	(*) t+3	(*) R ²
Ln(real revenue)	UK - Young	1357	191	0.257 (0.203)	0.734*** (0.175)	b 0.768*** (0.182)	a 0.683*** (0.174)	0.191
	UK - Old			0.125 (0.110)	0.288** (0.121)	0.166 (0.135)	0.111 (0.150)	
	UK - SME	1357	191	0.200 (0.165)	0.666*** (0.141)	b 0.625*** (0.143)	b 0.521*** (0.156)	0.187
	UK - Large			0.218* (0.126)	0.176 (0.185)	0.0187 (0.220)	0.170 (0.249)	
	UK - Capital intensive	1357	191	0.187 (0.188)	0.482** (0.196)	0.384* (0.209)	0.378** (0.244)	0.186
	UK - Labour intensive			0.189 (0.145)	0.516*** (0.129)	0.522*** (0.137)	0.433*** (0.131)	
Revenue growth	UK - Young	1156	185	0.857 (2.143)	4.822 (4.602)	-1.556 (1.515)	-1.410 (1.906)	0.028
	UK - Old			15.94 (11.92)	6.076 (4.738)	-0.178 (1.563)	-2.210 (2.358)	
	UK - SME	1156	185	14.89 (11.05)	8.453 (5.566)	-1.001 (1.737)	-0.752 (2.054)	0.028
	UK - Large			0.507 (1.700)	1.950* (1.055)	0.553 (0.805)	-1.818 (1.936)	
	UK - Capital intensive	1156	185	-1.446 (2.044)	0.859 (2.168)	-3.030 (2.548)	0.506 (2.917)	0.027
	UK - Labour intensive			13.02 (9.652)	7.500**** (4.671)	0.188 (1.131)	-2.561 (1.811)	

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex post delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*)	t+1	(*)	t+2	(*)	t+3	(*)	R ²
Ln(real capex)	UK - Young	1339	182	0.499**		0.909***	b	0.718***	b	0.701***	b	0.159
				(0.216)		(0.185)		(0.210)		(0.190)		
	UK - Old			0.245		0.366**		0.111		0.0502		
				(0.167)		(0.144)		(0.172)		(0.192)		
	UK - SME	1339	182	0.125		0.767***	a	0.462**	c	0.416**	b	0.144
				(0.174)		(0.150)		(0.199)		(0.173)		
	UK - Large			0.222		-0.0732		-0.0140		-0.207		
Capex/total assets				(0.196)		(0.154)		(0.183)		(0.222)		
	UK - Capital intensive	1339	182	0.304		0.850***		0.276		0.543*		0.155
				(0.332)		(0.228)		(0.303)		(0.286)		
	UK - Labour intensive			0.406***		0.587***		0.528***		0.417***		
				(0.151)		(0.144)		(0.161)		(0.153)		
	UK - Young	1341	182	-0.0215		-0.00433		-0.0247*	c	-0.0206*		0.026
				(0.0137)		(0.0161)		(0.0130)		(0.0124)		
	UK - Old			-0.00757		-0.0112		-0.000104		-0.000255		
				(0.00881)		(0.00948)		(0.00916)		(0.00851)		
	UK - SME	1341	182	-0.0227**	b	-0.0137		-0.0122		-0.00532		0.025
				(0.0104)		(0.0101)		(0.0102)		(0.00837)		
	UK - Large			0.0134		-0.0163		0.00783		-0.00288		
				(0.0156)		(0.0135)		(0.0120)		(0.0160)		
	UK - Capital intensive	1341	182	-0.00496		0.00652		-0.0181		-0.00628		0.024
				(0.0173)		(0.0193)		(0.0201)		(0.0162)		
	UK - Labour intensive			-0.0175*		-0.0119		-0.0104		-0.00934		
				(0.00959)		(0.0110)		(0.00787)		(0.00783)		

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex post delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*) t+1	(*) t+2	(*) t+3	(*) R ²
Capex/net property	UK - Young	1312	180	18.92 (15.61)	3.725 (5.625)	-1.092 (3.352)	-1.471 (3.821)	0.021
	UK - Old			1.110 (2.397)	-0.741 (1.470)	0.840 (1.067)	1.279 (1.240)	
	UK - SME	1312	180	1.127 (1.807)	5.275 (3.946)	g 1.517 (1.474)	1.293 (1.591)	0.009
	UK - Large			0.173 (1.907)	-1.442 (1.636)	2.636* (1.502)	1.300 (1.723)	
	UK - Capital intensive	1312	180	27.70 (27.49)	0.561 (10.04)	-6.289 (6.710)	-6.533 (7.055)	0.025
	UK - Labour intensive			4.206 (3.609)	1.611 (2.063)	1.555 (1.199)	1.970 (1.685)	
	Profitability							
ROA	UK - Young	1523	192	0.233*** (0.0859)	0.167* (0.0863)	0.104 (0.0819)	-0.313 (0.374)	0.017
	UK - Old			0.101* (0.0606)	0.105* (0.0556)	-0.105 (0.210)	0.119* (0.0638)	
	UK - SME	1523	192	0.198*** (0.0734)	0.136* (0.0787)	-0.0662 (0.180)	-0.242 (0.372)	0.012
	UK - Large			0.0892 (0.0604)	0.0188 (0.0442)	-0.00691 (0.0506)	0.00609 (0.0621)	
	UK - Capital intensive	1523	192	0.178* (0.0936)	0.140** (0.0920)	-0.181 (0.330)	-0.0220 (0.0917)	0.013
	UK - Labour intensive			0.169*** (0.0642)	0.137** (0.0646)	0.0733 (0.0701)	-0.171 (0.282)	

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex post delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*) t+1	(*) t+2	(*) t+3	(*) R ²
ROS	UK - Young	1359	191	722.9 (675.0)	802.1 (746.9)	1,566 (1,516)	1,450 (1,376)	0.01
	UK - Old			65.87 (76.47)	184.0 (174.3)	884.4 (865.0)	1,015 (995.9)	
	UK - SME	1359	191	-169.8 (207.6)	-45.91 (109.4)	548.8 (530.7)	652.2 (623.7)	0.008
	UK - Large			-49.21 (99.16)	69.56 (103.0)	1,092 (1,116)	724.2 (746.3)	
	UK - Capital intensive	1359	191	-36.16 (139.2)	52.38 (87.66)	642.6 (616.8)	750.0 (726.4)	0.01
	UK - Labour intensive			492.5 (463.4)	605.2 (565.5)	1,401 (1,369)	1,366 (1,315)	
ROE	UK - Young	1523	192	-0.330 (0.686)	-0.820* (0.468)	b -0.155 (0.698)	-1.049** (0.686)	c 0.011
	UK - Old			0.514 (0.699)	0.854 (0.653)	0.0886 (0.555)	0.681 (0.497)	
	UK - SME	1523	192	-0.593 (0.508)	-0.703*** (0.442)	-0.521 (0.745)	-0.274 (0.468)	0.01
	UK - Large			0.261 (1.300)	0.923 (1.168)	0.556 (1.003)	0.897 (1.148)	
	UK - Capital intensive	1523	192	-0.489 (0.597)	-0.716 (0.655)	0.420 (1.252)	-0.0809 (1.668)	0.01
	UK - Labour intensive			0.329 (0.644)	0.237 (0.521)	-0.193 (0.391)	0.0887 (0.407)	

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex post delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*) t+1	(*) t+2	(*) t+3	(*) R ²
				Liquidity				
Cash ratio	UK - Young	1495	192	0.102*** (0.0293)	-0.00409 (0.0246)	c -0.0352 j (0.0234)	b -0.0363* (0.0205)	c 0.06
	UK - Old			0.0801*** (0.0280)	0.0556** (0.0265)	0.0378** (0.0239)	0.0221 (0.0248)	
	UK - SME	1495	192	0.0762** (0.0309)	0.0273 (0.0260)	-0.0218 (0.0250)	-0.0299 (0.0228)	0.041
	UK - Large			0.0151 (0.0306)	0.0279 (0.0328)	0.0230 (0.0335)	-0.00562 (0.0323)	
	UK - Capital intensive	1495	192	0.0519 (0.0390)	-0.0199 (0.0307)	c -0.0194 (0.0314)	-0.0541* (0.0292)	e 0.057
	UK - Labour intensive			0.110*** (0.0245)	0.0458** (0.0231)	0.00424 (0.0194)	0.00124 (0.0170)	
Current ratio	UK - Young	1523	192	3.983* (2.153)	2.303** (1.127)	2.513** (1.072)	-0.897 (1.196)	d 0.025
	UK - Old			1.378* (0.758)	1.927** (0.877)	1.543**** (0.954)	1.385 (1.334)	
	UK - SME	1523	192	0.202 (1.001)	1.695 (1.211)	1.135 (0.945)	0.00433 (1.183)	0.018
	UK - Large			0.716 (1.161)	0.865 (1.213)	0.611 (1.216)	-0.937 (1.640)	
	UK - Capital intensive	1523	192	0.858 (1.880)	-0.145 (1.422)	c 2.367 (1.666)	-0.705 (1.337)	0.026
	UK - Labour intensive			3.575** (1.611)	3.563*** (1.321)	1.607** (0.800)	-0.0360 (1.103)	

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex post delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*)	t+1	(*)	t+2	(*)	t+3	(*)	R ²
Quick ratio	UK - Young	1095	135	4.541***	b	1.893**		0.858		0.373		0.034
				(1.399)		(0.788)		(0.700)		(0.739)		
	UK - Old			0.636		0.930		1.287 j		1.609		
				(0.712)		(0.831)		(0.870)		(1.110)		
	UK - SME	1095	135	0.906		1.147		0.786		0.861		0.02
				(0.910)		(0.819)		(0.790)		(0.944)		
Leverage	UK - Large			-0.579		-0.167		-0.507		-1.404		
				(1.139)		(1.261)		(1.137)		(1.400)		
	UK - Capital intensive	1095	135	2.090		0.617		0.474		-0.453		0.031
				(1.504)		(1.062)		(1.048)		(1.142)		
	UK - Labour intensive			2.890***		2.681****		0.815		0.921		
				(0.927)		(1.638)		(0.676)		(0.690)		
Capital structure												
Leverage	UK - Young	895	165	-0.530***	b	-0.647**	c	-0.642**	b	-0.554**	b	0.08
				(0.194)		(0.315)		(0.279)		(0.248)		
	UK - Old			-0.151**		-0.136**		-0.0755		0.0180		
				(0.0646)		(0.0642)		(0.0652)		(0.0495)		
	UK - SME	895	165	-0.377**	e	-0.522*	f	-0.543*	e	-0.403 f		0.061
				(0.179)		(0.303)		(0.294)		(0.260)		
Leverage	UK - Large			-0.131*		-0.0569		-0.0943		-0.0781 f		
				(0.0674)		(0.0629)		(0.0774)		(0.0512)		
	UK - Capital intensive	895	165	-0.373**		-0.340**		-0.384**		-0.217 e		0.06
				(0.159)		(0.157)		(0.175)		(0.137)		
	UK - Labour intensive			-0.294**		-0.373*		-0.343*		-0.303*		
				(0.117)		(0.202)		(0.193)		(0.167)		

Continua: Confronto cross-sezionale del comportamento ex post delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

		N. obs	N. firm	t+0	(*) t+1	(*) t+2	(*) t+3	(*) R ²
Long-term leverage	UK - Young	578	137	-0.454 (0.348)	-0.726 (0.557)	-0.624 (0.482)	-0.611 (0.419)	0.057
	UK - Old			-0.105 ⁺⁺⁺⁺ (0.0640)	-0.131* (0.0745)	-0.125* (0.0741)	0.000642 (0.0583)	
	UK - SME	578	137	-0.343 (0.329)	-0.666 (0.592)	-0.573 (0.513)	-0.458 (0.418)	0.048
	UK - Large			-0.114* (0.0655)	-0.110 ⁺⁺⁺⁺ (0.0682)	-0.161* (0.0898)	-0.0667 (0.0519)	
	UK - Capital intensive	578	137	-0.202** (0.0940)	-0.145* (0.0856)	-0.154* (0.0863)	-0.0411 (0.0728)	0.048
	UK - Labour intensive			-0.252 (0.198)	-0.508 (0.385)	-0.442 (0.337)	-0.385 (0.270)	

Tabella 34: Confronto cross-sezionale del comportamento ex post delle imprese quotate sul mercato AIM_Uk

La tabella considera esclusivamente le imprese non finanziarie quotate nel 2009 – 2014. Per ogni variabile dipendente sono state condotti tre gruppi di regressioni in funzione dei confronti: Young vs. Old, SME vs. Large, Capital Intensive vs. Labour Intensive. I valori in parentesi rappresentano gli errori standard di tipo robust. I simboli ad apice dei coefficienti di regressione corrispondono ai seguenti livelli di significatività: *** 1%, ** 5%, * 10%, +++ 11%, +++ 12%, ++13%, + 14%.

(*) Test sulla differenza dei coefficienti dei due sub-sample condotto per la regressione con interazione. A, b, c, d, f, g corrispondono a un livello di significatività rispettivamente dell'1%, 5%, 10%, 11%, 12%, 13% e 14%.

Fonte: elaborazione personale.

7. Conclusioni e sviluppi futuri

La letteratura empirica da sempre pone in evidenza il forte sottosviluppo dei mercati finanziari europei rispetto a quelli anglosassoni. In Europa Continentale, ben rappresentata dal caso italiano, le imprese crescono poco e lentamente dopo l'IPO, senza cogliere l'occasione che il mercato offre nel consentir loro di finanziare progetti di crescita. Inoltre, le imprese che si quotano sulle Borse europee tipicamente sono mature e grandi, mentre le *start-up* innovative difficilmente ricorrono al mercato del capitale di rischio per finanziare la loro espansione [Carpenter e Rondi (2004), Pagano, Panetta e Zingales (1998)]. All'estremo opposto si collocano i Paesi anglosassoni, dove le imprese giovani, piccole e high-tech rappresentano la maggior parte del capitale sul mercato e utilizzano i proventi raccolti con l'IPO per finanziare la loro rapida crescita di scala in termini di *assets*, fatturato e occupazione [Carpenter e Petersen (2002), Carpenter e Rondi (2004), Pagano, Panetta e Zingales (1998)]. Se si considera che nel 2016 il contributo al valore aggiunto e all'occupazione delle pmi in Europa è stato rispettivamente del 56,6% e 66,6% (Commissione Europea, 2016/2017), è chiaro come la difficoltà ad accedere a meccanismi esterni di finanziamento da parte di queste imprese costituisca un enorme svantaggio competitivo rispetto alle economie anglosassoni. Spesso questa tangibile frattura è stata associata al diverso livello di protezione degli investitori e all'efficienza del sistema legale, entrambi maggiori per i Paesi anglosassoni. La teoria di La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1996) continua indubbiamente ad avere valenza attuale, ma con un impatto decisamente più attenuato. Infatti, a partire da metà degli anni novanta, l'azione dei *policy maker* europei è stata volta a introdurre una serie di norme e decreti al fine di colmare il forte svantaggio rispetto ai Paesi anglosassoni in termini di sviluppo dei mercati. Un importante articolo pubblicato sul "The Economist" (25 gennaio 1997) solleva due ipotesi alternative a supporto delle evidenze riportate: l'assenza di investitori istituzionali specializzati in *venture capital* e l'assenza di un segmento di Borsa dedicato alle piccole e medie imprese.

Imitando quanto sperimentato nei Paesi anglosassoni, l'Europa sembra aver colto il messaggio sollevato dal "The Economist" con la nascita dei Mercati Alternativi dei Capitale. Questi dunque si configurano come mercati secondari dedicati alle pmi con elevate opportunità future di crescita, grazie alla regolamentazione più flessibile ed ai minori costi d'accesso rispetto ai listini principali. Le potenzialità di questi mercati sono evidenti alla luce dell'esperienza delle imprese inglesi sull'AIM_Uk,

considerato uno dei mercati in crescita di maggior successo a livello mondiale. Con la creazione di AIM_Italia – MAC, l'Italia ha tentato di esportare i principi del mercato londinese con l'auspicio di emularne i risultati.

La presente tesi è finalizzata a verificare se, anche nel contesto italiano, l'esistenza di un mercato dedicato alle pmi con alte potenzialità di crescita effettivamente le incentivi a quotarsi e ad accelerare il loro sviluppo. Lo studio prende in considerazione un campione di imprese italiane non finanziarie entrate sul mercato AIM_Italia – MAC tra il 2009 e il 2014 e ne analizza il comportamento post IPO attraverso un confronto con le imprese inglesi quotate sull'AIM_Uk. Dato che il mercato finanziario italiano viene spesso considerato come esemplificativo dello sviluppo delle altre Borse europee, le conclusioni ottenute potrebbero essere estese anche alle altre economie dell'UE.

Un'analisi preliminare mostra come i due mercati presentino alcune differenze strutturali notevoli. La maggior parte delle imprese quotate su AIM_Italia – MAC sono pmi, tuttavia rispetto alle imprese inglesi sono significativamente più mature. Inoltre, il mercato italiano risulta essere poco attraente per le imprese ad alto contenuto tecnologico, mentre in Inghilterra il segmento Technology costituisce il settore più rappresentato. Tali differenze si riflettono inevitabilmente sul comportamento delle imprese dopo la quotazione.

Un primo fondamentale risultato rivela come le imprese italiane sperimentino una crescita significativa dopo l'IPO, espressa in termini di numero di addetti e *total assets*. Ciò nonostante, l'effetto della quotazione è estremamente contenuto se confrontato con quello delle corrispettive imprese inglesi (Robert E. Carpenter L. R., 2004). La più debole crescita delle imprese italiane viene supportata dall'evidenza di bassi livelli di investimento misurati attraverso i CAPEX (in accordo con quanto trovato da Pagano, Panetta e Zingales (1998)), al contrario di quanto viene registrato sul mercato di Londra. Inoltre, le imprese italiane sembrano avvicinarsi alla loro dimensione ottimale immediatamente dopo la quotazione, mentre l'espansione delle inglesi continua nei tre anni successivi all'IPO a tassi crescenti. Non sorprende la differenza tra i due mercati in quanto la maggior parte delle IPO sul segmento AIM_Uk interessano imprese giovani e high-tech a cui tipicamente sono associati dei tassi di crescita potenziali estremamente elevati.

Spostando l'attenzione sul profilo della struttura di capitale, il comportamento nei due mercati è estremamente diverso. Su AIM_Italia

– MAC, le imprese registrano un *deleverage* temporaneo e limitato all'anno in cui avviene la quotazione come semplice conseguenza dell'afflusso di nuovo capitale. Infatti, già a partire dal secondo anno dopo l'IPO, il rapporto debito su *total assets* registra un aumento significativo. In modo coerente con quanto trovato da Paleari, Pellizzoni e Vismara (2008), le imprese italiane sembrano sfruttare la quotazione per accedere in maggior misura a finanziamenti tramite debito. Questo è probabilmente dovuto al miglioramento del loro profilo di rischio e alla maggiore competitività sul mercato degli investitori, fattori che consentono di ottenere finanziamenti a condizioni più vantaggiose. Per contro, le imprese inglesi riducono in modo permanente la loro dipendenza da debito. Nuovamente il risultato è concorde con quanto trovato da Paleari, Pellizzoni e Vismara (2008) e suggerire di associare la quotazione delle imprese inglesi anche alla volontà di ri-bilanciare la loro struttura di capitale.

Un ulteriore e sorprendente risultato è legato alla profittabilità. Dopo il loro ingresso sul mercato, le imprese italiane peggiorano in modo permanente in termini di performance. Il risultato ottenuto è simile a quello presentato da Pagano, Panetta e Zingales (1998) e, unitamente al limitato livello di investimenti, sembra supportare l'ipotesi che le imprese italiane decidano di quotarsi per sfruttare *window opportunities*. Inoltre, se si considera il fatto che le imprese sono profittevoli prima dell'IPO, diventano rilevanti due interpretazioni alternative. La prima riconduce alla strategia delle imprese italiane di pianificare il momento della quotazione al momento in cui stanno performando bene (*market timing*). La seconda, invece, suggerisce come la quotazione avvenga nel momento in cui intendono che la loro profittabilità è destinata a ridursi in modo permanente (selezione avversa). Per contro, le imprese inglesi esibiscono un miglioramento del ROA nei primi due anni dopo l'IPO, mentre prima della quotazione si rivelano non in grado di generare utili. Il risultato è sorprendente in quanto evidenzia come il mercato inglese accetti la quotazione di imprese non profittevoli credendo nella loro crescita futura, evento che effettivamente accade dopo l'IPO.

Focalizzando l'attenzione sulle sole imprese inglesi, emerge come la quotazione abbia un effetto decisivo e positivo sulla crescita e sulle performance delle pmi e imprese giovani rispetto alle imprese grandi e mature che subiscono cambiamenti poco significativi con l'IPO. Invece, non si rilevano differenze di comportamento significative tra imprese *capital intensive* e *labour intensive*. Purtroppo, non è stato possibile condurre lo studio relativo alle imprese italiane in quanto nel momento

in cui si è cercato di dividere il campione, il numero di osservazioni per gruppo non è risultato sufficiente per condurre un'analisi statistica significativa. Un primo sviluppo futuro del lavoro potrebbe consistere nell'estensione del campione di imprese italiane, includendo anche le IPO più recenti in modo tale da avere un numero di osservazioni che permetta di replicare l'analisi.

Alla luce delle evidenze empiriche riportate, AIM_Italia – MAC sembra riuscire a replicare in parte i risultati di successo ottenuti dal corrispettivo mercato inglese. Infatti, le imprese italiane sfruttano la quotazione per accelerare significativamente la loro crescita in termini di *assets* e numero di impiegati. Se però si effettua un confronto con le imprese inglesi, il loro sviluppo è decisamente più contenuto. Le caratteristiche strutturali dei due mercati giustificano questo diverso comportamento. Infatti, è vero che il segmento AIM_Italia – MAC risulta essere attraente per le pmi, ma in media le imprese italiane sono più mature delle inglesi e poche svolgono un'attività ad alto contenuto tecnologico. Inoltre, le imprese italiane sembrano quotarsi non solo spinte dalla volontà di espandere il loro *business*, ma anche per indebitarsi a condizioni più vantaggiose, sfruttare momenti di ottimismo del mercato (*window opportunity*) e/o la loro positiva situazione in termini di performance (*market timing*) per indurre valutazioni ottimistiche circa il loro valore.

I risultati ottenuti suggeriscono che senza il parallelo sviluppo di un mercato dei *venture capital*, l'AIM_Italia – MAC è destinato a rimanere uno dei tentativi non pienamente compiuti da parte di Borsa Italiana nel dare spazio alle pmi ad alto potenziale di crescita sul mercato finanziario domestico. Dunque, i *venture capitalist* hanno l'obiettivo di ottenere un guadagno dalla smobilitazione dell'investimento a seguito dell'IPO delle imprese. Questo avviene mettendo a disposizione di imprese giovani e ad alto potenziale di sviluppo, ingenti mezzi finanziari (attraverso la sottoscrizione un pacchetto azionario di minoranza) necessari per implementare i loro progetti innovativi e difficilmente ottenibili sul sistema bancario o sul mercato dei capitali a causa dell'elevato livello di rischio associato all'operazione. È evidente come l'intervento di investitori professionali incentivi la quotazione di questa particolare categoria di imprese rendendole più attrattive per il mercato. Inoltre, numerosi autori, fra cui Susi (2002), Krishnan, Ivanov, Masulis e Singh (2011), dimostrano come le imprese in grado di sviluppare i loro progetti grazie al supporto dei *venture capitalist*, una volta quotate, performino meglio rispetto alle altre.

Chiedendosi se l'assenza di investitori istituzionali specializzati in *venture capital* sul mercato finanziario italiano sia responsabile della crescita contenuta delle imprese quotate su AIM_Italia – MAC, lo studio lascia una questione aperta che solo future ricerche potranno tentare di spiegare.

Bibliografia

- A. Franzosi, E. P. (2001). Il settore alimentare e la Borsa: opportunità e prospettive. *BltNotes No. 1*.
- Adventures with Capital. (25 gennaio 1997). *The Economist*, 15-16.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, 488-500.
- C. N. V. Krishnan, V. I. (2011). Venture Capital Reputation, Post-IPO Performance and Corporate Governance. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Vol. 46, No. 5, 1295-1333.
- Christian Hopp, A. D. (2007). Do Differences in Institutional and Legal Environments Explain Cross-Country Variations in IPO Underpricing? *Working Paper No. 2082*.
- Clementi, G. (2002). Ipos and the Growth of Firms. *Working Paper No. 04-23*.
- Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1998). Law, Finance, and Firm Growth. *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6.
- Evans, D. S. (1986). Test of Alternative Theories of Firm Growth. *Journal Of Political Economy*.
- Hubbard, R. G. (1998). Capital-Market Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*, Vol. 36, 193-255.
- J. E. Stiglitz, A. W. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*.
- Kristian Rydqvist, K. H. (1995). Going public in the 1980s: Evidence from Sweden. *European Financial Management*, Vol. 1, No. 3, 287-315.
- L. Giordano, C. G. (2014). Financial Architecture ad the Source of Growth. *Consob, Quaderni di finanza*.
- L. Giordano, M. M. (2017). Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane. *Consob, Quaderni di finanza*.

- Lanzotti, M. G. (2014/2015). Il Mercato Alternativo del Capitale: Confronto tra quello Italiano e quello Inglese. Il caso Triboo Media. *LUISS Guido Carli, Tesi di Laurea*.
- Leonardo Becchetti, G. T. (2002). The Determinants of growth for Small and Medium Sized Firms. The Role of the Availability of External Finance.
- M. Pagano, F. P. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal Of Finance, Vol. 53, No. 1*.
- Michael C. Jensen, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4*, 305-360.
- Miller, F. M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review, Vol. 48, No. 3*, 261-297.
- Palmucci, F. (2005). Do the Italian STARs' shine in a Hybrid market?
- Patrick Bolton, E.-L. v. (1998). Liquidity and Control: A Dynamic Theory of Corporate Ownership Structure. *Journal Of Institutional And Theoretical Economics, Vol. 154, No. 1*, 177-211.
- Pietro Perotti, B. R. (2010). Market makers as information providers: The natural experiment of STAR. *Journal Of Empirical Finance, Vol. 17, No. 5*, 895-917.
- Rafael La Porta, F. L.-d.-S. (1996). Law and Finance. *Working Paper No. 5661*.
- Rafael La Porta, F. L.-d.-S. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Working Paper No. 5879*.
- Rafael La Porta, F. L.-d.-S. (1999). Investor Protection: Origins, Consequences, Reform. *Working Paper No. 7428*.
- Raghuram G. Rajan, L. Z. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal Of Finance, Vol. 50, No. 5*.
- Ransley, R. D. (1984). A Research Project into the Operation and Development of the Unlisted Securities Market. *Unpublished (London Business School, London)*.

- Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of initial Public Offerings. *The Journal Of Finance*, 3-27.
- Robert E. Carpenter, B. C. (2002). Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance? *The Review Of Economics And Statistics*, Vol. 84, No. 2.
- Robert E. Carpenter, B. E. (2001). Capital Market Imperfections, High-Tech Investment and New Equity Financing.
- Robert E. Carpenter, L. R. (2004). Go Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms. *Working Paper No. 10-2004*.
- Stefano Paleari, E. P. (2008). The going public decision: evidence from the IPOs in Italy and in the UK. *Int. J. Applied Decision Sciences*, Vol. 1, No. 2.
- Steven Fazzari, R. G. (1987). Financing Constraints and Corporate Investment. *Working Paper No. 2387*.
- Stewart C. Myers, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decision when Firms Have Information the Investors Do Not Have. *Working Paper No 1396*.
- Susi, N. (2002). Venture Capital, Stock Exchangesm for High-Growth Firms and Business Creation: A Study of IPOs on the Neuer Markt and the Nuovo Mercato. *Consob, Quaderni di Finanza*.
- Thomas J. Chemmanur, S. H. (2010). The Going-Public Decision and the Product Market. *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 5, 1855-1908.
- Tim Loughran, J. R. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.2 No. 2-3, 165-199.
- Wong, S. H. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal Of Finance*, Vol. 53, No. 6, 1935-1974.
- Woojin Kima, M. S. (2008). Motivations for public equity offers: An international perspective. *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, 281-307.
- Wurgler, M. B. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal Of Finance*, Vol. 57, No. 1, 1-32.
- Yosha, O. (1995). Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source. *Journal Of Financial Intermediation* 4, 3-20.

Zingales, L. (1995). Insider Ownership and the Decision to Go Public.
The Review of Economic Studies, Vol. 62, No. 3, 425-448.

Sitografia

Banca Centrale Europea:

<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

Banca d'Italia: <http://www.bancaditalia.it>

Bankpedia: <http://www.bankpedia.org>

Borsa Italiana: <http://www.borsaitaliana.it>

Consob: <http://www.consob.it>

Eurostat: <http://ec.europa.eu/eurostat>

Google Scholar: <https://scholar.google.it/>

Investopedia: <https://www.investopedia.com>

IR Top: <http://www.irtop.com>

Istat: <http://www.istat.it/it/>

London Stock Exchange: <https://www.lseg.com>

MBRES: <http://www.mbres.it/>

SSRN: <https://papers.ssrn.com/sol3/DisplayAbstractSearch.cfm>

The Global Economy: <http://www.theglobaleconomy.com>

The Wall Street Journal: <http://quotes.wsj.com>

Withersworldwide: <https://www.withersworldwide.com/en-gb/>

World Bank: <http://www.worldbank.org/>

World Federation of Exchange: <https://www.world-exchanges.org>

Ringraziamenti

Desidero ringraziare la Professoressa Laura Rondi per la sincera disponibilità che ha dimostrato nel seguirmi durante lo sviluppo della tesi.

Ringrazio poi la mia famiglia. In primis i miei genitori Antonella e Vincenzo che sono stati la mia guida durante questo percorso. Mio fratello Chicco che anche se non lo ammetterà mai ha sempre creduto in me. E ancora i nonni, gli zii e i cugini che hanno fatto di ogni mio esame superato una festa.

Ed infine come dimenticarsi degli amici di sempre e di quelli ritrovati. Proprio loro che hanno sopportato tutti i miei: “Ragazzi, stasera torno presto perché devo studiare”.

Davvero un grazie di cuore a tutti voi che con la vostra energia mi avete dato la carica per realizzare tutto questo.