

## 5. Presentazione dei dati

### 5.1 I dati

In elaborazione.

### 5.2 Confronto tra imprese italiane e inglesi

**Età, dimensione e crescita.** Un confronto tra le imprese italiane e inglesi sulla base dell'intero *panel* consente di affermare come le prime abbiano un'età media superiore rispetto alle seconde (27,96 vs. 16,59) che corrisponde a un livello maturo di sviluppo. Su AIM\_italia-MAC le imprese più giovani appartengono ai segmenti Basic Materials (8) e Telecommunication (13), mentre in Inghilterra al Basic Materials (9) e alle Utilities (10). Per contro, i settori più vecchi sono per entrambi i Paesi il Consumer Cyclical (40 vs. 24) e il Consumer Non-Cyclical (41 vs. 24).

Sotto il profilo dimensionale, descritto tramite il numero medio di addetti, il *total assets* reale e il fatturato reale, le imprese italiane risultano essere più grandi fatta eccezione che per il numero di addetti, in media circa un terzo delle inglesi (rispettivamente 315,56 vs. 1109,41; 65.800.000 vs. 55.700.000; 62.700.000 vs. 48.200.000). La relazione si mantiene concentrando l'attenzione sull'anno prima della quotazione. Infatti, le imprese italiane che accedono per la prima volta al mercato sono in media più mature rispetto alle inglesi (22,5 vs. 15,16) e più grandi (305 vs. 953; 48.700.000 vs. 30.900.000; 67.200.000 vs. 40.500.000) se non si considera il numero di addetti.

Scomponendo il campione secondo la definizione europea di SMEs (Tabella x) si è in grado di capire in modo più approfondito quale categoria di imprese (micro, piccola, media o grande) risulta essere maggiormente attratta dal mercato. Elaborando i dati nell'anno che precede la quotazione, emerge come solo una minima parte del campione rientra nella categoria micro e piccole imprese (per Italia e Inghilterra rispettivamente 3,2% e 3,2% vs. 1,7% e 5%), mentre una percentuale leggermente più alta di imprese sono di dimensione media (6,5% vs. 6,1%) e grande (6,5% vs. 12,2%). I dati mostrano che le imprese di dimensioni medio-grandi sono più propense a quotarsi, tuttavia sarebbe superficiale trarre delle conclusioni in quanto la maggior parte delle imprese (80,6% vs. 75%) non rientra in nessuna categoria.

In funzione dei parametri dimensionali sopra descritti e dei relativi tassi di crescita, si vuole analizzare come reagiscono le imprese italiane e inglesi a un impulso definito dall'evento quotazione. Questi indicatori sono stati osservati su un orizzonte temporale che considera l'anno che precede l'IPO e i quattro successivi (compreso l'anno di quotazione).

Per le imprese italiane si evidenzia un aumento del tasso di crescita relativo al numero di addetti di circa 10 punti percentuale l'anno dopo la quotazione (da 15,6% a 24,5%). Pur mantenendo un trend complessivo di crescita positivo, segue

una diminuzione dell'indicatore fino a raggiungere un valore di 3,5% nel terzo anno dopo l'IPO. Per le imprese inglesi, invece, l'aumento considerevole del numero di addetti si verifica nello stesso anno in cui avviene la quotazione (rappresentato da un tasso di crescita del 54,4% contro il 23,9% in t-1), mentre nel periodo successivo si continua a registrare una crescita seppur sempre più attenuata (arrivando in t+3 a 15,6%).

Un simile andamento si osserva per il tasso di crescita del *total assets* reale sia per le imprese italiane (69,1% contro il 27,7% in t-1 arrivando in t+3 a -9,5%) che per le inglesi (138035% contro il 27,7% in t-1 arrivando in t+3 a 36,8%). Tuttavia le prime presentano valori più oscillanti e durante il terzo anno post-IPO i tassi diventano negativi interrompendo lo scenario di crescita.

Infine, considerando il tasso di crescita dei ricavi reali emerge un trend estremamente positivo per entrambe le categorie di imprese. Infatti, dopo la quotazione queste aumentano il fatturato a tassi crescenti (per le imprese italiane: t-1 g = 19%; t+0 g = 20%; t+1 g = 30,5; t+2 g = 77%; t+3 g = 155%; per le imprese inglesi: t-1 g = 179,5%; t+0 g = 1037%; t+1 g = 2286; t+2 g = 69,5%; t+3 g = 155103,7%). Tale andamento risulta essere molto più marcato per le imprese inglesi.

All'analisi viene aggiunto il tasso di crescita medio dei *fixed assets* reali in quanto fornisce delle informazioni in merito alla potenziale crescita di scala delle imprese. Nuovamente sia per le italiane che per le inglesi si registra un importante aumento dell'indicatore durante l'anno della quotazione (102,8% vs. 76,3% per le italiane e 830% vs. 597,7% per le inglesi) e particolarmente significativo per queste ultime. L'aumento continua anche negli anni successivi seppur con un trend oscillante.

In conclusione, il comportamento descritto dai tassi di crescita del numero di addetti, dei *total assets* reali e dei *fixed assets* reali può essere spiegato come una risposta non lineare all'impulso della quotazione che in linea generale prevede una forte crescita nell'anno in cui avviene la quotazione seguita da un periodo in cui i valori degli indicatori considerati sono oscillanti o tendono a decrescere pur mantenendo un segno positivo. I tassi di crescita del fatturato reale, invece, assumono dei valori sempre in aumento anche dopo la quotazione. In termini assoluti, ciò che si osserva è una crescita degli indicatori a tassi non costanti che nel lungo periodo si presume tendere a un assestamento. Quindi sia sul mercato italiano che su quello inglese le imprese sembrano sfruttare la quotazione per sostenere la propria crescita dimensionale. Tuttavia si osserva come le imprese inglesi crescono molto più rapidamente delle corrispettive italiane registrando dei tassi di crescita in media più alti. Da un lato ciò si spiega a causa di un fattore dimensionale e di età, infatti quando entrano sul mercato sono più piccole e più giovani, mentre dall'altro in quanto in media raccolgono sul mercato circa tre volte tanto il capitale raccolto dalle italiane (9.165.665 vs. 3.042.145) misurato attraverso la voce Issuance (Retirement) of Stock, Net del Cash Flow. Rimane

che la raccolta di finanziamenti tramite l'emissione di debito è più proficua per le imprese italiane (1.789.004 vs 1.254.960). Tale risultato è intuibile se si pensa al mercato di riferimento.

Svolgendo un'analisi settoriale sull'intero *panel*, dei segmenti rappresentati su AIM\_Italia-MAC quelli dimensionalmente più grandi sono il Consumer Cyclical (numero di addetti: 585; total assets reali: 66.800.000; fatturato reale: 52.900.000) e l'Energy (numero di addetti: 325; total assets reali: 98.700.000; fatturato reale: 71.000.000), mentre il più piccolo risulta essere il Basic Materials (numero di addetti: 8; total assets reali: 9.786.273; fatturato reale: 3.521.653). Anche per le imprese inglesi il Consumer Cyclical è il settore più grande (numero di addetti: 527; total assets reali: 56.800.000; fatturato reale: 81.800.000), ma contrariamente a quanto succede in Italia l'Energy è il più piccolo (numero di addetti: 90; total assets reali: 43.200.000; fatturato reale: 8.192.037). Aldilà di tale distinzione, risulta importante evidenziare che in media in tutti i settori di entrambi i mercati si registra una crescita dimensionale positiva delle imprese dopo l'IPO anche se la crescita più grande si ha nell'anno in cui avviene la quotazione o al più nel successivo.

**Efficienza.** In termini di efficienza, le imprese italiane superano le inglesi avendo in media un più alto rapporto fatturato reale su addetti (0,75 vs. 0,27) a significare una maggiore produttività e un migliore uso delle risorse. Lo stesso risultato viene confermato dal rapporto *total assets* reali su addetti (1,052 vs. 0,56). Inoltre, mentre per le imprese italiane il settore più efficiente risulta essere quello delle Utilities, per le inglesi è il Basic Materials. In riferimento alla serie storica, con la quotazione aumenta l'efficienza sia delle imprese italiane che delle inglesi, anche se per le prime in modo più marcato. Tuttavia l'aumento registrato non sembra mantenersi negli anni successivi la quotazione.

**Profittabilità.** I valori medi degli indicatori di profittabilità mostrano come sia le imprese italiane che le corrispettive inglesi non siano profittevoli sul mercato. Infatti, la crescita del *total assets* reale e del fatturato reale registrata non viene accompagnata da un proporzionale aumento degli *income after taxes* che anzi spesso assumono dei valori negativi (in media 212.228,1 per le italiane contro -1.559.811 delle inglesi). Ciò si traduce in ROA (-3,08% vs. -28,76%) e ROS (-15,67% vs. -27,783%) negativi da interpretare come l'incapacità delle imprese di generare profitti. Nonostante lo scenario negativo le imprese italiane si posizionano meglio delle inglesi assumendo dei valori considerevolmente più alti. Anche il ROE presenta dei valori medi negativi, peggiori per le italiane, a sottolineare come le imprese registrino perdite piuttosto che utili (-62,72% vs. -26,58%). La giustificazione di utili così bassi è da ricercare nelle altre voci di conto economico. Le imprese italiane hanno in media dei ricavi reali che si aggirano intorno ai 62 milioni di euro, mentre un EBITDA reale di circa 4 milioni a sottolineare l'enorme costo del venduto sostenuto. I costi indiretti, l'ammortamento, il deprezzamento e gli interessi fanno sì che l'utile ante imposte

sia circa un quarto dell'EBITDA. Infine, la tassazione nuovamente agisce a ridurre in modo estremamente consistente gli utili. Lo stesso andamento viene registrato per le imprese inglesi, con la differenza che il fatturato di partenza si aggira intorno ai 50 milioni di euro e già l'utile ante imposte medio assume un valore negativo. Segmentando le imprese in base al settore di appartenenza, emerge come non ci sia una categoria particolarmente più profittevole delle altre. Nonostante ciò, i risultati migliori si registrano nei settori Basic Materials e Consumer Non-Cyclicals per le imprese italiane e Utilities e Consumer Cyclicals per le inglesi. Purtroppo la quotazione non sembra contribuire al miglioramento di questi indicatori che nel periodo successivo presentano valori oscillanti spesso negativi o se positivi che non superano il 6% circa.

**Liquidità.** Il *current ratio*, il *quick ratio* e il *working capital* sono stati utilizzati come indicatori di liquidità al fine di capire se le imprese sono in grado di convertire i propri *assets* in *cash* da impiegare per ripagare i propri debiti di breve periodo. Sia per le imprese italiane che per le inglesi il *current ratio* medio assume dei valori estremamente positivi e per queste ultime supera addirittura un valore di 3 (2.35 vs. 5.81). Ciò dovrebbe significare un'ottima capacità delle imprese a ripagare le proprie obbligazioni e quindi un buono stato di salute finanziaria. Tuttavia i valori così alti suggeriscono anche l'eventuale incapacità delle stesse di allocare in modo efficiente le proprie risorse e la necessità di espandere le proprie operazioni. Tale interpretazione viene confermata dagli elevati *working capital* (3.357.849 vs. 7.702.797) e *quick ratio* (1.84 vs. 3.9). In particolare un elevato *quick ratio* potrebbe indicare un elevato valore di cassa non utilizzata o un importante valore di crediti ancora da ricevere. Osservando l'evoluzione del *current* e del *quick ratio* nel tempo, nell'anno della quotazione e nel successivo le imprese italiane aumentano molto questi rapporti passando rispettivamente da 1,05 e 0,89 a 5,26 e 5,62. Tuttavia già dal secondo anno dopo la quotazione tali valori subiscono una flessione. Lo stesso comportamento viene registrato per le inglesi con la differenza che la flessione è anticipata al primo anno dopo l'IPO e che i rapporti riportati sono più alti (da 4,96 e 4,47 in t-1 a 6,78 e 5,3 in t+0). Questi indicatori variano significativamente in funzione del settore di riferimento. In linea generale, le imprese inglesi sembrano posizionarsi meglio delle italiane in termini di liquidità presentando degli indicatori sempre superiori a uno. Tuttavia valori troppo elevati rilevano spesso un'inefficienza nell'allocazione delle risorse particolarmente evidente nei settori Energy ed Healthcare. Per contro le imprese italiane sovente registrano dei valori prossimi o inferiori all'unità. Tuttavia questo non implica per forza che la loro stabilità finanziaria sia a rischio. Su AIM\_Italia-MAC il settore delle Utilities è quello che presenta valori più alti degli indicatori.

**Struttura di capitale.** Per valutare la struttura di capitale delle imprese, si utilizza come misura di *leverage* il rapporto tra debito e capitale. Dai dati emerge come le imprese italiane e inglesi presentino circa gli stessi livelli dell'indicatore (0,54) che suggerisce come per entrambe le categorie gli *assets* siano fondati in

proporzioni piuttosto eque su debito ed *equity*. Tuttavia osservando il rapporto debito *equity*<sup>1</sup> ci si accorge che le imprese italiane sfruttano maggiormente l'effetto leva presentando dei valori più alti rispetto alle imprese inglesi (1,05 vs. 0,6). La natura di tale differenza è da ricercarsi in motivi computazionali. In ogni caso, il fatto che i valori di *leverage* non superino l'unità consente di giudicare la struttura finanziaria delle imprese piuttosto equilibrata.

Una seconda metrica impiegata misura il rapporto *total liabilities* su *total assets* reali. Per le imprese inglesi tale valore (0,49) non si discosta molto dal rapporto debito su capitale a confermare come per queste imprese gli *assets* siano fondati in modo piuttosto paritetico su debito ed *equity*. Per le imprese italiane, invece, il rapporto aumenta (0,69) a significare che una parte importante delle passività è costituita da voci non di debito. Nonostante ciò non viene superata l'unità, il che assicura una certa stabilità finanziaria. Considerando nel rapporto esclusivamente i debiti a breve e lungo termine si ottengono dei valori pari a 0,26 per le imprese italiane e 0,32 per le inglesi. Ciò assicura alle imprese sia l'abilità di ripagare il proprio debito che di generare dei ritorni per i propri investitori. Ricalcolando l'indicatore esclusivamente in funzione dei debiti a lungo termine, per le imprese italiane si ottengono dei valori leggermente più bassi, mentre per le inglesi non si registrano cambiamenti significativi (0,16 vs. 0,31). Questo implica che la maggior parte dei debiti detenuti dalle imprese hanno un'elevata *maturity*.

Conducendo un'analisi settoriale sul livello di *leverage*, si è in grado di capire quali sono i segmenti che più pesantemente fanno ricorso al debito come fonte di finanziamento. Ci si attende di trovare alti rapporti per i settori *capital-intensive* come Telecommunications, Energy, Utilities ed Healthcare che sostengono elevati CAPEX per intraprendere il loro *business*. Per le imprese italiane le previsioni vengono confermate. Infatti, i settori Telecommunications, Energy ed Utilities, con l'aggiunta del Consumer Non-Cyclicals, sono quelli che presentano più alti valori di leva. Per le imprese inglesi i valori più elevati si registrano nei segmenti Telecommunications ed Healthcare. Sorprendentemente a questi si aggiunge il settore delle Technology che dovrebbe essere Labour-Intensive, mentre all'opposto l'industria dell'Energy sembra non sfruttare il debito come maggiore fonte di finanziamento.

In linea generale, la quotazione comporta una significativa diminuzione del rapporto debito su capitale per le imprese italiane (0,52 vs. 0,37), ma soprattutto per le inglesi (1,24 vs. 0,29). Inevitabilmente lo stesso si riflette nel rapporto debito *equity* (1,92 vs. 0,93 per le imprese italiane e 1,44 vs. 0,35 per le inglesi). Tuttavia questa diminuzione non dura nel tempo. Infatti, già nel primo anno dopo l'IPO i debiti iniziano ad aumentare implicando un progressivo aumento del rapporto di *leverage* che al terzo anno dopo l'IPO diventa pari a 0,98 per le

---

<sup>1</sup> A causa del paradosso di Simpson, il calcolo del rapporto debito su *equity* è stato determinato come rapporto delle medie invece della media dei rapporti.

italiane e 0,42 per le inglesi. Anche il rapporto debito su *total assets* reali diminuisce in modo importante con la quotazione (0,28 vs. 0,21 per le prime e 0,51 vs. 0,18 per le seconde), tuttavia mentre per le italiane tende ad aumentare leggermente nel tempo per le inglesi rimane stabile.

Un'interpretazione dei dati suggerisce come la quotazione aiuti le imprese ad equilibrare la propria struttura di capitale, prima fortemente indebitata, migliorando il loro profilo di rischio. Tuttavia, una volta entrate sul mercato, le imprese ricorrono in maniera sempre maggiore a finanziamenti tramite debito specialmente di lungo periodo. Ciò è dovuto probabilmente alla ridotta presenza di asimmetrie informative che rende più vantaggioso l'accesso al debito.

**Dividendi.** Un ultimo fattore da tenere in considerazione è il pagamento dei dividendi. Infatti, questo studio consente di capire se le imprese distribuiscono utili o se preferiscono investirli in crescita, pagare i debiti o aggiungerli a riserva. Per tale valutazione si è scelto di osservare il *dividend payout ratio*. Guardando i valori medi sull'intero *panel* la prima cosa che emerge è il valore negativo assunto dalle imprese inglesi. Ciò succede per un'ovvia ragione matematica data dal fatto che hanno in media degli *income available to shareholders* negativi. Per le imprese italiane invece il *payout* si approssima a 0,59, un valore piuttosto alto. In linea generale, le imprese che presentano *payout* alti sono mature, stabili e non orientate alla crescita. Tuttavia avendo dimostrato che le imprese italiane tendono all'espansione questa interpretazione non può essere applicata. Quindi è credibile che la distribuzione di dividendi sia associata al desiderio di influenzare positivamente il prezzo delle azioni facendo emergere una buona gestione dell'impresa. Sia per le imprese italiane che per le inglesi il *payout* aumenta con la quotazione, ma tende a diminuire nei periodi successivi probabilmente in quanto gli utili vengono reinvestiti per finanziare progetti di crescita. Tuttavia, avendo dimostrato che dopo la quotazione le imprese tendono a raccogliere più debito una seconda possibile spiegazione giustifica questa diminuzione con la volontà delle imprese di ripagarlo.