

# POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

Percorso Finanza



Tesi di Laurea Magistrale

## **Evoluzione della proprietà e del controllo: analisi empirica della struttura dei diritti di voto e degli strumenti di separazione utilizzati dalle imprese italiane**

**Relatore:**

Prof.ssa Laura Rondi

**Candidato:**

Francesco Puglia

Dicembre 2020



*“Il più importante investimento  
che puoi fare è quello in te stesso.  
Più imparerai, più guadagnerai”.* Warren Buffet

## Abstract

Il seguente elaborato ha l'obiettivo di indagare la struttura dei diritti di voto che contraddistingue le società italiane che decidono di quotarsi in borsa mediante un'offerta pubblica iniziale e gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo da esse utilizzate. L'elaborato si focalizza inizialmente sull'evoluzione delle quote di controllo possedute dagli ultimate shareholders di una società. In un secondo momento, vengono confrontate le performance delle imprese che ricorrono e non ai meccanismi di dissociazione tra diritti di voto e cash flow, al fine di capire se il loro utilizzo conduce a prestazioni migliori nella fase post-quotazione. Il presente lavoro indaga anche le caratteristiche demografiche e descrittive delle IPO selezionate, come ad esempio l'età, il settore di appartenenza o le dimensioni, e nell'ultima parte viene calcolato il valore dell'Underpricing.

Per fare ciò si prende in considerazione un campione di imprese italiane non finanziarie entrate sui mercati azionari di Borsa italiana tra il 2006 e il 2017, che vengono suddivise in due categorie, al fine di effettuare dei test statistici per misurare le performance. Nel corso dell'elaborato si indicherà con la dicitura gruppo 0 le aziende che non hanno fatto ricorso, nella fase pre-IPO ai control enhancing mechanism, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.

Le evidenze empiriche riportate mettono in luce che le caratteristiche che contraddistinguono la struttura finanziaria italiana sono individuabili nell'esistenza di un sistema orientato alle banche e in un ruolo marginale del mercato azionario. Il sistema industriale è caratterizzato da una massiccia presenza di piccole e medie imprese, il cui capitale si orienta verso il reperimento di risorse finanziarie dal sistema bancario. Le imprese italiane che scelgono la via del Go Public hanno evidenziato la tendenza a quotarsi in una fase avanzata della loro esistenza. Il loro assetto proprietario si caratterizza per un'elevata concentrazione della proprietà e per la massiccia presenza di società a carattere familiare. Le indagini empiriche effettuate hanno, inoltre, messo in luce un elevato utilizzo degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, soprattutto delle piramidi societarie e dei patti parasociali. I risultati dei test statistici effettuati per confrontare le società del gruppo 0 e 1 non hanno mostrato una superiorità netta da parte di una delle due categorie. L'analisi dell'Underpricing ha, infine, confermato la progressiva riduzione di tale fenomeno rispetto ai livelli registrati nel corso degli anni Novanta e del primo decennio del secondo millennio.

## Indice

Abstract .....	4
Indice delle tabelle .....	9
Indice delle figure .....	13
Struttura della tesi e principali risultati .....	15
1. Go public or Stay private .....	17
1.1 Introduzione .....	17
1.2 Fonti di finanziamento e asimmetrie informative.....	18
1.3 Life Cycle Theory.....	20
1.4 Market Timing Theories.....	21
1.5 Scelta della quotazione.....	21
1.5.1 Ragioni che portano alla quotazione.....	22
1.5.1.1 Cambiamento del controllo.....	22
1.5.1.2 Migliori condizioni di accesso al credito.....	23
1.5.1.3 Monitoring.....	23
1.5.1.4 Aumenta del prestigio e della riconoscibilità .....	23
1.5.2 Aspetti critici.....	24
1.5.2.1 Earnings management.....	24
1.5.2.2 Perdita di controllo .....	25
1.5.2.3 Divulgazione di informazioni strategiche .....	26
1.6 Sviluppo del sistema finanziario italiano .....	26
1.6.1 Strutture Market-based e Bank-based .....	26
1.6.2 Sistema finanziario italiano: un confronto con gli altri paesi .....	27
1.6.3 Evoluzione di Borsa Italiana.....	32
1.6.3.1MTA .....	33
1.6.3.2 AIM Italia-MAC, il mercato per le PMI.....	34
1.6.3.3 Contesto normativo.....	35
1.6.4 Evoluzione delle offerte pubbliche iniziali.....	35
1.6.4.1 Prime fasi storiche .....	36
1.6.4.2 Divario con i principali paesi europei .....	41
1.6.4.3 Anni recenti .....	43
2. Processo di quotazione.....	48
2.1 Introduzione .....	48
2.2 Fase preliminare .....	50
2.2.1 Mercato di quotazione .....	50

2.2.2 Requisiti per la quotazione .....	52
2.2.2.1 Requisiti Formali .....	53
2.2.2.2 Requisiti Sostanziali .....	53
2.2.3 Soggetti coinvolti nel processo di quotazione .....	54
2.2.3.1 Soggetti Istituzionali .....	55
2.2.3.2 Consulenti Finanziari .....	55
2.3 Fase di due diligence .....	58
2.3.1 Processo di due diligence .....	59
2.3.2 Valore della societa' .....	60
2.4 Fase istruttoria.....	62
2.4.1 Prospetto informativo .....	63
2.4.2 Ammissione a quotazione .....	65
2.4.3 Consorzio di collocamento .....	66
2.4.3.1 Tipologie di consorzio.....	68
2.5 Fase di collocamento .....	69
2.5.1 Piano di marketing e investors education .....	69
2.5.2 Roadshow .....	72
2.5.3 Metodologie di raccolta dell'offerta.....	73
2.5.3.1 Bookbuilding.....	73
2.5.3.2 Offerta a prezzo fisso.....	75
2.5.3.3 Asta Pubblica .....	76
2.5.4 Pricing .....	76
2.6 Fase di post quotazione.....	78
3. Underpricing delle IPO italiane.....	81
3.1 Basi teoriche dell'Underpricing .....	81
3.1.1 Filone delle Asimmetrie Informative .....	84
3.1.1.1 Maledizione del Vincitore.....	84
3.1.1.2 Information Revelations Theories .....	85
3.1.1.3 Modello Principale-Agente .....	86
3.1.1.4 Signalling Theories.....	87
3.1.2 Filone delle Teorie Istituzionali.....	87
3.1.2.1 Litigation Risks Theories .....	87
3.1.2.2 Price Stabilization Theories .....	88
3.1.2.3 Teorie sul Vantaggio Fiscale .....	88
3.1.3 Teorie sull'Assetto proprietario e sul Controllo .....	89
3.1.4 Teorie Comportamentali .....	90

3.1.4.1	Informational Cascades .....	90
3.1.4.2	Investor Sentiment .....	91
3.1.4.3	Mental Accounting Theories .....	91
3.2	IPO allocation e procedure Ibride.....	92
3.2.1	Legame Bookbuilding-Underpricing .....	92
3.2.2	Bookbuilding vs Fixed Price: effetto dell'Aftermarket Trading .....	93
3.2.3	Auction IPO.....	95
3.2.4	Meccanismi ibridi.....	96
3.2.4.1	Competitive IPO.....	96
3.2.4.2	Ausubel auction .....	98
3.2.4.3	Nonstandard Auctions or Modified Bookbuilding.....	98
3.3	IPO Underpricing nel caso italiano: evidenze empiriche e Long Run Underperformance .....	99
3.3.1	Pricing e Allocation .....	99
3.3.2	IPO Underpricing delle imprese italiane: evidenze empiriche .....	103
3.3.3	Mercato AIM Italia.....	107
3.3.4	Strumenti che influiscono sull'Underpricing .....	109
3.3.5	Long-Run Underperformance.....	111
4.	Assetto proprietario e strumenti di separazione tra proprietà e controllo .....	116
4.1	Introduzione .....	116
4.2	Principio "un'azione – un voto" nella letteratura economica .....	116
4.3	Evoluzione del principio one share-one vote in Italia .....	120
4.3.1	Sistema vigente ai tempi del Codice di Commercio italiano del 1882 .....	120
4.3.2	Codice civile del 1942 .....	121
4.3.3	Introduzione delle azioni di risparmio .....	122
4.3.4	Riforma del diritto societario del 2003.....	123
4.3.5	Decreto Competitività del 2014 .....	124
4.4	Separazione tra proprietà e controllo .....	126
4.4.1	Benefici privati del controllo .....	126
4.4.2	Strumenti di separazione tra proprietà e controllo.....	129
4.4.2.1	Dual class shares.....	130
4.4.2.2	Piramidi societarie .....	132
4.4.2.3	Patti parasociali .....	135
4.4.3	Società italiane ed il ricorso effettivo ai principali strumenti di separazione tra proprietà e controllo .....	137
4.4.3.1	Dual class shares.....	138
4.4.3.2	Effetto del decreto Competitività.....	141

4.4.3.4 Piramidi societarie .....	144
4.4.3.5 Tramonto dei patti parasociali .....	149
4.5 Assetto proprietario delle imprese italiane: familiarismo e concentrazione della proprietà .....	153
4.5.1 Struttura proprietaria pre e post IPO .....	156
4.5.2 Struttura proprietaria negli anni recenti .....	160
4.5.3 Controllo Familiare .....	162
5. Analisi empirica dei dati .....	168
5.1 Presentazione dei dati .....	168
5.2 Ultimate Shareholder e quota di controllo .....	169
5.2.1 Caratteristiche delle IPO .....	169
5.2.2 Struttura Proprietaria pre-IPO .....	172
5.2.3 Evoluzione della proprietà e del controllo dopo l'IPO .....	174
5.3 Analisi delle performance e degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo .....	177
5.3.1 Evoluzione degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo .....	177
5.3.2 Analisi delle performance .....	180
5.3.3 Test sulle differenze tra le medie .....	183
5.3.3.1 Caratteristiche pre-IPO .....	186
5.3.3.2 Redditività .....	188
5.3.3.3 Tassi di crescita delle dimensioni .....	190
5.3.3.4 Liquidità .....	192
5.3.3.5 Struttura del capitale .....	194
5.4 Underpricing e Money Left on The Table .....	197
7. Conclusioni .....	202
Bibliografia .....	205
Sitografia .....	211
Ringraziamenti .....	212

## Indice delle tabelle

Tabella 1: Analisi comparata tra Paesi riguardo l'andamento storico (2000-2019) della capitalizzazione di Borsa in rapporto al PIL. ....	28
Tabella 2: Analisi comparata tra Paesi riguardo l'andamento storico (2000-2019) del numero di società quotate .....	30
Tabella 3: Serie FTSE degli indici dei mercati azionari di Borsa Italiana .....	34
Tabella 4: IPO realizzate in Italia dal 1985 al 2004, per settore di business (classificazione adottata da Borsa Italiana).....	37
Tabella 5: Statistiche riguardanti la tipologia di IPO effettuate nel mercato azionario italiano nel periodo 1985-2004.....	38
Tabella 6: Statistiche di riepilogo dei principali nuovi mercati europei e del Nasdaq (2006).....	40
Tabella 7: IPO realizzate nel corso del 2019 nei Paesi europei .....	46
Tabella 8: Requisiti formali stabiliti dai Regolamenti dei mercati di Borsa Italiana. Confronto tra i segmenti di mercato MTA, STAR e AIM_Italia-MAC. ....	53
Tabella 9: Requisiti formali post IPO stabiliti dai Regolamenti dei mercati di Borsa Italiana. Confronto tra i segmenti di mercato MTA, STAR e AIM_Italia-MAC. ....	80
Tabella 10: Evidenze empiriche relative all'Underpricing nei mercati azionari internazionali .....	83
Tabella 11: Procedure di determinazione del prezzo finale di quotazione per le imprese che hanno effettuato un'IPO nell'intervallo di tempo 1985-2004.....	100
Tabella 12: Caratteristiche delle offerte pubbliche iniziali realizzate dal 1994 al 2004 nei segmenti di mercato MTA, Mercato Ristretto/Expandi e Nuovo Mercato (1999-2001) .....	101
Tabella 13: IPO Underpricing e numero di emissioni in Italia, Germania, UK e USA nel periodo 1980-2008.....	103
Tabella 14: Distribuzione temporale del numero di IPO e del valore medio del loro underpricing a un giorno corretto per l'indice di mercato MIB (dato fra parentesi, espresso in percentuale) .....	105
Tabella 15: Andamento dell'underpricing negli anni 2005-2007 per le IPO realizzate sui segmenti STAR, Standard e sul mercato Expandi .....	106
Tabella 16: Volume di IPO e relativa frequenza calcolata in base al campione raccolto da Rozzato (2017) nel periodo 2012-2017. Le colonne RIR e MAIR rappresentano rispettivamente la media annua del raw initial returns e del market-adjusted initial returns, mentre le ultime due colonne mostrano l'ammontare del money left on the table e la sua media per anno di quotazione .....	108
Tabella 17: Benefici privati del controllo misurati attraverso il block premium e il voting premium (2005). Confronto tra Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Stati Uniti.....	129
Tabella 18: Numero di azioni necessarie per mantenere il controllo su un insieme di imprese, mediante l'uso congiunto di una piramide societaria e di una struttura Dual Class.....	133
Tabella 19: Utilizzo delle azioni prive del diritto di voto da parte delle società italiane quotate nell'intervallo 1992-2012. Confronto tra le azioni di risparmio e tra quelle privilegiate .....	139
Tabella 20: Numero di società e relativa capitalizzazione delle società che hanno adoperato la struttura Dual Class negli anni 1999-2007 .....	140
Tabella 21: Loyalty shares e azioni a voto multiplo utilizzate dalle imprese italiane quotate nel 2018; suddivise in base alla tipologia di attività e all'indice di mercato al quale appartengono.....	143
Tabella 22: Imprese italiane quotate che hanno emesso azioni prive del diritto di voto durante il periodo 1992-2018. <sup>1</sup> Percentuale di aziende che utilizzano azioni di risparmio in relazione al numero totale di imprese quotate. <sup>2</sup> Percentuale di azioni risparmio in relazione al capitale sociale. <sup>3</sup> Percentuale di imprese che utilizzano azioni privilegiate in relazione al numero totale di imprese quotate. <sup>4</sup> Percentuale di azioni privilegiate in relazione al capitale sociale. ....	143

Tabella 23: Posizione delle società quotate nelle strutture delle dieci maggiori imprese private non finanziarie. <sup>1</sup> Numero di livelli che separano le società dalla capogruppo. <sup>2</sup> Somma della capitalizzazione delle aziende per ogni livello in percentuale della capitalizzazione totale dei dieci gruppi considerati .....	147
Tabella 24: Andamento storico (1999-2007) dei gruppi piramidali nelle società quotate italiane .....	147
Tabella 25: Andamento storico (1998-2018) dei gruppi piramidali e delle imprese indipendenti nelle società quotate italiane .....	148
Tabella 26: Numero e relativa capitalizzazione di mercato delle società italiane quotate controllate da coalizioni (1990-2005) .....	149
Tabella 27: Tipologia di patti parasociali e di clausole utilizzate dalle imprese italiane quotate fino al 2004 (percentuali) .....	150
Tabella 28: Andamento storico (1999-2007) dei patti parasociali nelle società quotate italiane .....	151
Tabella 29: Andamento storico (1998-2018) dei modelli di controllo utilizzati dalle società quotate italiane .....	152
Tabella 30: Variazione, stipule e scioglimento dei patti parasociali dal 2011 al 2017 .....	153
Tabella 31: Tipologia di ultimate shareholder che detiene il controllo nelle imprese non quotate nel periodo 1993-2007.....	155
Tabella 32: Strumenti di separazione tra proprietà e controllo utilizzate dalle società non quotate durante l'intervallo di tempo 1993-2007 .....	155
Tabella 33: Tipologia di large shareholders nelle imprese quotate durante l'intervallo di tempo 1990-2007. Confronto tra banche quotate e società private non finanziarie quotate .....	156
Tabella 34: Tipologia di ultimate shareholder e diritti di voto detenuti ante-IPO delle imprese che si sono quotate nel periodo 1985-2005 .....	157
Tabella 35: Strumenti di separazione tra proprietà e controllo all'IPO. La prima colonna, per quanto riguarda il panel A, mostra il numero di società che separano la proprietà dal controllo prima dell'IPO negli anni 1985-2005; nella seconda e nella terza colonna le imprese del campione sono suddivise tra quelle che si sono quotate prima del 1993 e tra quelle che lo hanno fatto dopo. Il panel B comprende le aziende che usano l'IPO per dissociare i flussi di cassa dai diritti di controllo .....	158
Tabella 36: Concentrazione azionaria pre-IPO nel periodo 2005-2007. Disaggregazione per i segmenti di quotazione STAR, Standard e Expandi.....	159
Tabella 37: Concentrazione proprietaria nelle imprese quotate italiane dal 1998 al 2008. <sup>1</sup> Media delle azioni ordinarie detenute dal largest shareholder. <sup>2</sup> Media delle azioni detenute dai maggiori azionisti esclusi i largest. <sup>3</sup> Media delle azioni ordinarie detenute dagli azionisti che posseggono una quota inferiore al 2% del capitale sociale. <sup>4</sup> Media delle azioni ordinarie detenute dal largest shareholder per le imprese non controllate tramite patti di sindacato e controllate da coalizioni .....	160
Tabella 38: Identità dell'ultimate controlling agent (UCA) nelle imprese quotate in Italia negli anni 2012-2018 .....	161
Tabella 39: Partecipazioni rilevanti degli investitori istituzionali (dati di fine 2017; luglio 2018 per AIM Italia). Confronto tra i mercati MTA (Star e Small Cap) e AIM Italia .....	162
Tabella 40: Numero di imprese per classe di addetti nel 2016 (Valori assoluti e percentuali).....	163
Tabella 41: Assetto proprietario delle imprese italiane, suddivise per tipologia di azionista di maggioranza (2014).....	165
Tabella 42: Leadership familiare e tipologia di consiglieri presenti nel CdA delle family companies quotate negli anni 2007 e 2017 .....	167
Tabella 43: Evoluzione temporale del numero e della tipologia di IPO nel periodo 2006-2017. L'ultima riga riporta il rapporto tra le azioni messe in vendita dagli azionisti nelle OPV e OPVS in relazione al capitale sociale pre-IPO.....	170
Tabella 44: Età e mercato di appartenenza delle IPO realizzate nell'intervallo 2006-2017 .....	171

Tabella 45: Andamento storico della dimensione delle imprese facenti parte del campione, classificate in base al DM 14/4/2005.....	172
Tabella 47: Diritti di voto detenuti dall'ultimate shareholder pre-IPO .....	172
Tabella 48: Distribuzione della frequenza e diritti di voto posseduti dagli ultimate shareholder nelle diverse categorie di imprese.....	173
Tabella 49: Dinamica del controllo. La prima sezione mostra la distribuzione delle imprese che cambiano l'ultimate shareholder e la distribuzione dei cambiamenti negli anni successivi all'IPO; la seconda sezione fa vedere i cambiamenti del controllo per tipologia di ultimate shareholder, mentre la terza mostra le motivazioni dietro il cambiamento del controllo .....	175
Tabella 50: Evoluzione dei diritti di voto negli anni successivi all'IPO in base alla tipologia di ultimate shareholder .....	176
Tabella 51: Strumenti di separazione tra proprietà e controllo utilizzati pre-IPO dalle imprese facenti del campione, suddivisi in base alla tipologia di ultimate shareholder .....	178
Tabella 52: Andamento storico dei patti parasociali e tipologie adoperate dalle società facenti parte del campione .....	179
Tabella 53: Evoluzione degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo negli anni successivi all'IPO. La colonna % strumenti indica la percentuale di imprese che utilizzano un particolare CEM in relazione al numero delle imprese che ne fanno ricorso, mentre la colonna % campione riporta tale dato in funzione del numero totale delle osservazioni. ....	180
Tabella 54: Statistiche descrittive delle variabili utilizzate nell'analisi dopo un anno dalla quotazione: ROE, ROA, Debt/equity, Indipendenza finanziaria, Quick Ratio, Current Ratio, Dividenditotali/Vendite, tasso di crescita dei ricavi, del total asset e del numero di dipendenti. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.....	182
Tabella 55: Statistiche descrittive delle variabili utilizzate nell'analisi dopo tre anni dalla quotazione: ROE, ROA, Debt/equity, Indipendenza finanziaria, Quick Ratio, Current Ratio, Dividenditotali/Vendite, tasso di crescita dei ricavi, del total asset e del numero di dipendenti. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.....	183
Tabella 56: Statistiche descrittive delle variabili utilizzate nell'analisi dopo cinque anni dalla quotazione: ROE, ROA, Debt/equity, Indipendenza finanziaria, Quick Ratio, Current Ratio, Dividenditotali/Vendite, tasso di crescita dei ricavi, del total asset e del numero di dipendenti. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.....	183
Tabella 57: Test t sulla differenza tra le medie per le variabili ROE, ROA, Debt/equity, Indipendenza finanziaria, Quick Ratio, Current Ratio, Dividenditotali/Vendite, tasso di crescita dei ricavi, del total asset e del numero di dipendenti, per il periodo IPO+1. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati. ....	184
Tabella 58: Test t sulla differenza tra le medie per le variabili ROE, ROA, Debt/equity, Indipendenza finanziaria, Quick Ratio, Current Ratio, Dividenditotali/Vendite, tasso di crescita dei ricavi, del total asset e del numero di dipendenti, per il periodo IPO+3. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati. ....	185
Tabella 59: Test t sulla differenza tra le medie per le variabili ROE, ROA, Debt/equity, Indipendenza finanziaria, Quick Ratio, Current Ratio, Dividenditotali/Vendite, tasso di crescita dei ricavi, del total asset e del numero di dipendenti, per il periodo IPO+5. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso,	

pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati. ....	186
Tabella 60: Test t sulla differenza tra le medie per la variabile età per la fase pre-IPO. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che non li hanno adoperati. ....	187
Tabella 61: Test t sulla differenza tra le medie per le variabili ricavi (milioni di euro), numero di dipendenti e total asset (milioni di euro) per l'anno precedente l'IPO. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati. ** indica un livello di significatività del 5%. ....	187
Tabella 62: Andamento storico del valore medio del raw initial return, del market adjusted initial return e del money left on the table, delle 152 società facenti parte del campione. ....	199
Tabella 63: Andamento storico delle tipologie di investitori a cui sono destinate le azioni oggetto delle IPO e delle principali clausole inserite nei prospetti informativi. ....	201

## Indice delle figure

Figura 1: Andamento storico (2000-2019) della capitalizzazione di Borsa in rapporto al PIL nei principali Paesi europei ed anglosassoni.....	29
Figura 2: Andamento storico (2000-2019) del numero di società quotate nelle Borse dei principali Paesi europei ed anglosassoni.....	31
Figura 3: Rapporto fra debiti finanziari e capitale per dimensione d'impresa: evoluzione temporale in Italia (2007-2015) .....	32
Figura 4: Struttura dei mercati azionari di Borsa Italiana.....	33
Figura 5: IPO realizzate in Italia dal 1985 al 2004, per anno di quotazione .....	36
Figura 6: Età media delle imprese che hanno realizzato un'IPO in Italia, USA e in Europa (Belgio, Francia, Germania, Olanda e UK), per periodo di coorte.....	39
Figura 7: Frazione di imprese che hanno registrato profitti nulli o negativi durante l'anno precedente alla quotazione, in Italia, USA e in Europa (Belgio, Francia, Germania, Olanda e UK), per periodo di coorte .....	40
Figura 8: Numero di IPO delle società non finanziarie in Italia nel periodo 2005-2018, suddivise in base alla dimensione (lato sinistro) e in base al segmento di mercato (lato destro). Il panel di imprese imprese denominato Second-tier markets, presente nella parte destra della figura, include le imprese del mercato Expandi (2004-2008), del MAC (2007-2012) e dell'AIM Italia (2009-2018) .....	41
Figura 9: Numero di IPO delle società non finanziarie nel periodo 2005-2018 effettuate in Germania, Francia, Spagna e Regno Unito.....	42
Figura 10: Quota percentuale di imprese quotate in Inghilterra, Francia e Italia, suddivise per dimensione e per tipologia di attività (2016).....	43
Figura 11: Casi recenti di imprese che hanno adoperato la procedura dell'Accelerated Bookbuild .....	74
Figura 12: Rendimenti medi cumulati aggiustati per gli indici di mercato delle IPO italiane quotate nel periodo 1995-1998. Confronto tra gli indici SCI, MIB30, MIB e MIDEX .....	113
Figura 13: Long run IPO buy-and-hold adjusted returns (BHARs) relativo al campione di IPO raccolto da Dalle Vedove et al (2005), che comprende le 212 emissioni realizzate in Italia dal 1985 al 2001, i cui titoli sono negoziati da almeno tre anni.....	115
Figura 14: Struttura proprietaria del gruppo Telecom e strumenti di separazione tra proprietà e controllo utilizzati (2003) .....	145
Figura 15: Percentuali relative alla presenza dei membri della famiglia nel CdA delle società quotate a controllo familiare (2018).....	166
Figura 16: Lunghezza media (giorni) delle clausole di lock-up in relazione alla tipologia di ultimate shareholder .....	174
Figura 17: Confronto tra le medie dei due gruppi di imprese delle variabili ricavi (milioni di euro), numero di dipendenti e total asset (milioni di euro) per la fase pre-IPO. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.....	188
Figura 18: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del ROE (%). Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.....	189
Figura 19: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del ROA (%). Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.....	190
Figura 20: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del tasso di crescita dei ricavi (%). Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.....	191

Figura 21: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del tasso di crescita del numero di dipendenti (%). Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati. ....	191
Figura 22: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del tasso di crescita del total asset (%). Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati....	192
Figura 23: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del Quick Ratio. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.....	193
Figura 24: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del Current Ratio. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.....	194
Figura 25: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del rapporto Debt/Equity. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.....	195
Figura 26: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del tasso di indipendenza finanziaria. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati....	196
Figura 27: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del rapporto Dividenditotali/Vendite. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.....	197

## Struttura della tesi e principali risultati

I mercati dei capitali ben sviluppati sono fondamentali per un'economia forte, in quanto facilitano l'allocazione efficiente delle risorse finanziarie attraverso il risparmio dei costi e la condivisione dei rischi. I mercati azionari possono contribuire alla crescita economica in diversi modi: incanalando fondi verso imprese con un maggiore potenziale di crescita, rendendo più contendibile la proprietà delle imprese e offrendo opportunità di diversificazione agli investitori. Gli equity markets possono anche fornire una fonte di finanziamento alternativa per le imprese più giovani e più piccole che non hanno (o hanno limitato) accesso al credito bancario o ad altre fonti di finanziamento, e che tipicamente presentano delle ottime opportunità di crescita future. La letteratura economica rileva, tuttavia, la loro riluttanza ad accedere al mercato, a causa della presenza di asimmetrie informative [Myers & Majluf (1984), Fazzari et al. (1988), Akerlof (1970)], dei problemi di incentivi (Jensen & Meckling, 1976) e della possibilità di sfruttare gli earnings management (Giordano & Modena, 2017).

Le evidenze empiriche raccolte mostrano che l'Italia è uno dei paesi avanzati in cui la borsa è meno rappresentativa del tessuto produttivo e industriale. La ristrettezza del mercato finanziario italiano è dovuta non solo alla minore dimensione delle imprese quotate, ma anche all'esiguo numero di imprese quotate nella borsa italiana. Un dato che consente di cogliere chiaramente il differenziale di sviluppo del mercato dei capitali è dato dal rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL. Con riferimento al 2019, questo rapporto assume un valore pari al 107.1% nel Regno Unito, al 95.58% in Francia e solo al 36.5% in Italia. L'analisi delle 152 imprese facenti parte del campione ha rivelato la loro propensione a quotarsi in una fase matura della loro esistenza, infatti il valore medio degli anni che separano la nascita dell'impresa dalla quotazione è pari a 17 e la prevalenza delle PMI, che costituiscono il 67.11% delle aziende analizzate. L'indagine ha messo in evidenza che la maggior parte delle imprese analizzate esse effettua l'IPO nei segmenti di mercato dedicati alle PMI, a conferma del fatto che i mercati borsistici italiani sono caratterizzati da imprese di piccole dimensioni, le quali rappresentano l'asse portante del sistema italiano.

La seconda parte dell'analisi si è focalizzata sull'assetto proprietario delle aziende al momento della quotazione e sulla sua evoluzione nella fase post-IPO, prendendo come riferimento i tre intervalli di tempo maggiormente utilizzati nella letteratura, ovvero lo studio a distanza di uno, tre e cinque anni dalla quotazione. Il modello capitalistico italiano fa parte di quel gruppo di Paesi che compone il "modello latino", che è caratterizzato dalla presenza di un azionista di controllo, riconducibile ad una persona fisica o ad una famiglia. L'impresa che più rappresenta la struttura proprietaria italiana è la piccola-media azienda familiare, caratterizzata da forme societarie semplici e da una diffusa sovrapposizione tra il ruolo di imprenditore, conferente il capitale di rischio, e quello di manager. L'altra caratteristica che contraddistingue la struttura dei diritti di voto italiana è l'elevata concentrazione della proprietà, caratterizzata dal fatto che il principale azionista possiede in media una quota che gli consente di avere il controllo di diritto della società [Giacomelli & Trento (2005), Rigamonti (2007), Bianchi & Bianco (2009)]. L'analisi empirica effettuata ha riscontrato entrambe queste caratteristiche, infatti il valore medio posseduto dal principale azionista si è attestato al 74.56%, mentre le imprese a carattere familiare e individuale hanno costituito il 79.6% delle imprese facenti parte del campione. L'evoluzione dell'assetto proprietario negli anni seguenti la quotazione ha mostrato la riluttanza delle imprese a cedere il controllo infatti solo 37 imprese hanno cambiato proprietà e inoltre, dopo cinque anni dalla quotazione, la quota media detenuta dall'ultimate shareholder, si mantiene superiore al 50%, il che suggerisce la tendenza a voler esercitare un controllo di diritto da parte degli azionisti.

Per quanto riguarda gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, l'indagine si è focalizzata sugli strumenti più utilizzati dalle società italiane, ovvero i patti parasociali, le strutture piramidali e le dual class share. L'indagine ha messo in luce un elevato ricorso ad essi da parte delle imprese del campione, visto che, nella fase pre-IPO, il 49.34% delle società li utilizzava. Gli strumenti più diffusi sono stati le catene piramidali e i patti parasociali, presenti rispettivamente in 39 e 47 aziende, mentre le azioni a voto multiplo sono state adoperate solo nel caso di 4 IPO. L'evoluzione dei CEM, nella fase post-quotazione, ha messo in luce tuttavia

una riduzione del loro numero, infatti essi passano a 59 a distanza di tre anni dalla quotazione, per poi attestarsi a 44 nell'ultimo intervallo di tempo esaminato, e anche uno scarso interesse nei confronti delle azioni a voto multiplo. Quest'ultima affermazione evidenzia che, nonostante gli sforzi del legislatore italiano attuati mediante il decreto Competitività del 2014, le imprese rimangono poco propense a fare ricorso a una struttura duale del capitale. L'ammontare complessivo di risorse lasciate sul tavolo dalle società ammonta, infine, a 822,768 milioni di euro, con una media di 5,413 milioni per IPO.

L'ultima parte dell'elaborato contiene l'analisi delle performance realizzate dalle imprese in seguito alla quotazione, facendo un confronto tra quelle che hanno adoperato i control enhancing mechanisms meccanismi e tra quelle invece che non lo hanno fatto, al fine di comprendere come essi influiscono sullo sviluppo di un'impresa. L'indagine viene effettuata mediante la creazione di una variabile dummy, che assume valore 0 se la società non ricorre ai CEM, 1 altrimenti. Il confronto è effettuato mediante dei t-test, nei quali si va a testare la significatività dell'ipotesi nulla che la differenza tra le medie sia nulla, ovvero che le due tipologie di aziende presentano delle performance simili. I test effettuati hanno mostrato la non significatività dell'ipotesi nulla solo per quanto riguarda il ROE a IPO+1, il Current Ratio a IPO+1 e il Quick Ratio a IPO+1 e IPO+3. Ciò indica che i due gruppi di aziende non differiscono in termini di struttura del capitale, tassi di crescita, propensione a distribuire dividendi e ROA, e che l'unica differenza emerge in termini di liquidità, con le imprese del gruppo 0 che mostrano una maggiore solidità a breve termine. L'ultima indagine effettuata ha riguardato il fenomeno dell'Underpricing e del conseguente Money left on the table che ne deriva. I risultati hanno confermato le evidenze riscontrate in studi precedenti [Fabrizio (1999), Celia (2008)], ovvero una riduzione di tale fenomeno rispetto ai livelli degli anni Novanta, infatti il valore medio dell'Underpricing semplice si è attestato al 6.375%, mentre quello corretto per il FTSE MIB è risultato pari al 6.142%.

L'elaborato è strutturato in questo modo. Il capitolo 1 analizza le implicazioni e le possibili motivazioni che portano una società a quotarsi, analizzando l'evoluzione delle caratteristiche che contraddistinguono le IPO italiane. Il capitolo 2 contiene la descrizione di tutto l'iter che un'impresa deve seguire per accedere al mercato azionario. Il capitolo 3 contiene la descrizione del fenomeno dell'Underpricing ed è diviso in due parti: la prima descrive le principali teorie che cercano di dare una spiegazione a questo puzzle, mentre la seconda si focalizza sulle caratteristiche che esso assume all'interno del panorama italiano. Il capitolo 4 analizza la struttura proprietaria e gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, prima da un punto di vista teorico e in seguito da uno empirico. Il capitolo 5 contiene le analisi empiriche effettuate sul campione di imprese selezionato. Il capitolo 6 propone, infine, le conclusioni del lavoro e possibili scenari di ricerca futura.

## 1. Go public or Stay private

In questo capitolo vengono presentate le principali teorie economiche che cercano di spiegare le ragioni che portano un'impresa a intraprendere un'offerta pubblica iniziale, analizzandone anche le ripercussioni sulla struttura del capitale e sulle decisioni di investimento. Successivamente l'analisi si focalizza sul sistema finanziario italiano e sui tratti distintivi che lo differenziano rispetto a quello dei principali paesi nel mondo. L'ultima parte contiene l'evoluzione della struttura dei mercati azionari di Borsa italiana e delle IPO italiane, che ha lo scopo di mettere in evidenza le peculiarità delle imprese italiane che decidono di quotarsi e la loro evoluzione dagli anni Ottanta fino agli anni più recenti.

### 1.1 Introduzione

L'Offerta Pubblica Iniziale (IPO) è lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la creazione di flottante). Essa, essendo rivolta al pubblico indistinto degli investitori, costituisce una sollecitazione all'investimento, pertanto la società emittente dovrà organizzare l'operazione avendo cura di osservare la disciplina del Testo Unico della Finanza<sup>1</sup> e i requisiti imposti dal mercato nel quale andrà a operare, garantendo un'informazione trasparente a tutti i destinatari dell'offerta. Questa emissione, definita offerta primaria, non va confusa con l'offerta secondaria, spesso indicata con l'espressione inglese *Seasoned Equity Offering* (SEO). Quest'ultima si concretizza in emissioni successive da parte di un'impresa già quotata, per la quale esiste una storia pregressa, sia in termini di volume delle negoziazioni che in termini di fluttuazione del prezzo. Esistono tre diverse tipologie di IPO, che si differenziano tra loro per le modalità con cui le imprese offrono al mercato una quota del proprio capitale azionario:

- Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS), con la quale l'azienda sottoscrive nuove azioni da offrire agli investitori a seguito di un aumento di capitale;
- Offerta Pubblica di Vendita (OPV), che consiste nell'offerta proposta da uno o più azionisti di una società che cedono, in parte o totalmente, le azioni possedute;
- Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS), che prevede l'utilizzo congiunto delle due modalità appena descritte e che quindi consiste in un'operazione avente ad oggetto in parte azioni già emesse (OPV) ed in parte azioni di nuova emissione (OPS).

Le azioni, nel caso di un'OPS, devono essere collocate sul mercato azionario da società autorizzate e su di esse non deve essere esercitato il diritto di opzione da parte dei soci. L'impresa con l'OPS si pone come obiettivo principale quello di beneficiare dell'aumento di capitale senza coinvolgere i soci, trasformandosi così da azienda caratterizzata da un numero ristretto di soci, in azienda con una compagine sociale più ampia. La scelta di un'OPS è spesso propedeutica ad un obiettivo di quotazione in Borsa ed è una scelta preferibile rispetto all'OPV. In quest'ultimo caso, infatti, vengono collocate sul mercato azioni già esistenti (e quindi non di nuova emissione) a prezzi e quantità già prefissate, dalla cui vendita saranno generati ricavi non per la società, ma per i singoli soci. Lo scopo dell'OPV, a differenza dell'OPS, è quello di allargare la base azionaria della società; infatti è una pratica usata nelle operazioni di privatizzazione di aziende di proprietà statale (PIPO), in cui lo Stato vuole mantenere il possesso della maggioranza azionaria e allo stesso tempo alleggerire il carico di debito di pubblico.

In questo caso non vi è quindi raccolta di capitale per l'impresa, ma per gli offerenti. L'OPV può essere emessa, oltre che dallo Stato, anche da enti privati, con lo stesso obiettivo: smobilizzare una parte del capitale azionario senza però cederlo in blocco, mantenendo così il controllo dell'azienda. Questo tipo di offerta ha il fine anche di collocare sul mercato azionario una quota di capitale sociale superiore alla soglia minima di flottante richiesto per poter accedere alla quotazione in borsa. Nel caso dell'OPVS, infine, un'azienda realizza

---

<sup>1</sup> Il *Testo Unico della Finanza (TUF)* è stato introdotto nel 1998 con il decreto legislativo n. 58 e rappresenta il principale corpus normativo italiano in materia di mercati e intermediari finanziari.

un profondo intervento sulla struttura finanziaria, che si traduce nell'uscita dei soci esistenti e nell'ingresso di nuovi, con la contemporanea emissione di nuove azioni che conferiscono liquidità.

Tra i canali attraverso i quali è possibile reperire risorse finanziarie, oltre all'IPO, ci sono quelli di carattere istituzionale, come i *venture capital* o gli investitori istituzionali, che finanziano l'avvio o la crescita di un'attività in settori ad alto potenziale di sviluppo, o il *private equity*, che è una forma di investimento in imprese non quotate con grandi prospettive di crescita, effettuata con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale, tramite la vendita della partecipazione acquisita o la quotazione in borsa. Una forma di finanziamento più informale è costituita dai *business angels*, investitori non istituzionali esperti del settore che procurano capitale di rischio ad imprese emergenti in ambiti ad alto contenuto innovativo. Le imprese, infine, possono ricorrere al *crowdfunding*, la cui raccolta di capitale avviene attraverso portali internet o specifiche piattaforme, dove più persone conferiscono del denaro al fine di investire in iniziative a carattere economico. Questo canale viene usato dalle *start-up*, che richiedono investimenti altamente innovativi e a cui è associata un'elevata probabilità di insuccesso.

## 1.2 Fonti di finanziamento e asimmetrie informative

La decisione per un'impresa di quotarsi o rimanere a controllo privato ha ripercussioni non trascurabili sulla struttura del passivo e pertanto sulla composizione delle fonti di approvvigionamento e risorse necessarie al finanziamento degli investimenti e dei piani di sviluppo. All'interno del mercato dei capitali ci sono delle imperfezioni che rendono costoso e non indifferente accedere alle diverse fonti finanziarie, creando un gap tra quelle generate internamente e quelle esterne. In questo caso il mercato fallisce e non è in grado di raggiungere l'ottimo sociale in termini di efficienza ed equità. L'effetto è quello di rendere rischiosa, e talvolta non percorribile da parte del management, la strada del finanziamento attraverso l'emissione di nuove azioni. Tali imperfezioni derivano da problemi di incentivo e dalla presenza di asimmetrie informative, ossia lo svantaggio conoscitivo che il finanziatore, sia esso mercato o intermediario creditizio, deve fronteggiare quando si tratta di stimare la redditività prospettica di un progetto di investimento. Le asimmetrie informative trovano giustificazione con la nascita del rapporto di agenzia, nel quale vi è un soggetto neutrale al rischio, il principale, che affida il compito di svolgere un incarico all'agente, neutrale al rischio. Questo tipo di contratto genera due problemi: il primo è il disallineamento degli obiettivi tra le parti, poiché l'agente tenderà a massimizzare il proprio *Self Interest*, mentre lo scopo del principale è il profitto dell'impresa. Il secondo riguarda la presenza di asimmetrie informative tra le parti, che si manifestano sotto forma di azione e informazione nascosta. Quest'ultima fa riferimento al fatto che prima di sottoscrivere un contratto, l'agente ha più informazioni a disposizione rispetto al principale, che non conosce la funzione di costo e utilità della controparte. Ciò conduce al problema di selezione avversa, che si origina nel momento in cui il proprietario dell'impresa seleziona un professionista per svolgere un incarico, credendo che abbia determinate caratteristiche, ma che in realtà non possiede. Nel caso di azione nascosta, il principale è incapace di osservare ex post quanto sforzo ha esercitato l'agente nello svolgere il compito affidatogli, poiché il suo comportamento non è monitorabile. Tale circostanza prende il nome di rischio morale.

Pagano, Panetta, & Zingales (1998) ritengono che la ragione principale per cui le aziende italiane diventano pubbliche sia riequilibrare la loro struttura di capitale, anziché raccogliere risorse per finanziare gli investimenti. I modelli neoclassici sulle decisioni di finanziamento dell'impresa prevedono che non esiste una relazione tra la capacità di autofinanziamento dell'impresa e il livello degli investimenti. Un'impresa che abbia un'opportunità di investimento con un valore atteso positivo, in presenza di mercati finanziari perfetti, sarà sempre in grado di trovare sufficienti risorse finanziarie, eventualmente anche attingendo a nuovo capitale di rischio o di debito. Gli sviluppi della teoria sugli effetti delle asimmetrie informative sui mercati finanziari (Arrow, 1962) hanno mostrato come esse facciano sì che il capitale esterno non sia un perfetto sostituto del capitale interno. Questi modelli prevedono che esista un legame tra livello degli investimenti e capacità di autofinanziamento. Secondo questo impianto teorico si determina una reale divergenza tra il costo interno del capitale per il finanziamento e quello esterno. Al crescere di tale differenza è probabile che un'impresa

sia vincolata ad attingere unicamente al proprio autofinanziamento per la realizzazione dei propri investimenti, con conseguenti limitazioni nelle opportunità di crescita.

Sull' utilizzo di fonti alternative di finanziamento, si apre un filone letterario estremamente rigoglioso, che si prefigge di spiegare la natura delle fonti di reperimento di capitale per un'azienda, ancora prima di considerare l'eventualità di una quotazione. Una delle più celebri è la "Pecking Order Theory", anche conosciuta con l'appellativo italiano di "Teoria dell'ordine di scelta". Myers & Majluf (1984) ritengono che se il manager di un'impresa agisce solo nell'interesse dei vecchi azionisti, la presenza di asimmetrie informative sul valore degli asset e sui nuovi progetti di investimento, induce i nuovi azionisti a chiedere uno sconto sul prezzo delle azioni, generando quello che viene definito "*Money left on the table*". Questo crea un problema di Underinvestment, in quanto lo sconto a cui si vendono le azioni può superare il VAN di un progetto, costringendo il manager a rinunciare a finanziare tale operazione, che farebbe aumentare il valore dell'impresa. Quest'ultima cade nella "Trappola Finanziaria", in quanto non riesce a reperire le risorse necessarie per finanziare gli investimenti, anche se hanno un VAN positivo, con una conseguente diminuzione del proprio valore. Myers e Majluf (1984), per uscire dalla trappola, propongono un ordine gerarchico delle fonti finanziarie, in base al quale la scelta di finanziarsi tramite l'emissione di equity deve avvenire nel caso in cui non si può ricorrere al debito o all'autofinanziamento: in primis ogni impresa dovrebbe prediligere l'autofinanziamento, ovvero l'utilizzo di fondi propri o di quelli apportati dai suoi stessi soci; qualora questi risultassero insufficienti, essa deve fare ricorso all'indebitamento, sia esso di natura bancaria o di matrice obbligazionaria. Il reperimento di capitale attraverso l'emissione azionaria si pone in ultima posizione, qualora le due precedenti alternative si siano dimostrate insoddisfacenti o impossibili da attuare. Lo studio di riferimento sul problema della verifica dell'esistenza di vincoli finanziari risale a Fazzari et al. (1988), i quali estendono i modelli di analisi fondati sull'osservazione dell'evoluzione della Q di Tobin<sup>2</sup>, includendo un fattore di costo aggiuntivo nel caso in cui le imprese ricorrano all'emissione di nuove azioni. Gli autori, per la valutazione del fabbisogno di investimenti da parte delle imprese, introducono nel modello neoclassico di impresa l'ipotesi che le stesse siano soggette a diverse variabili di razionamento nell'accesso alle fonti esterne di finanziamento, a causa di asimmetrie informative tra finanziatori e imprese debitorie. L'esistenza di tali asimmetrie porta a un ampliamento del divario tra costo per il finanziamento tramite fonti esterne e interne e accresce la probabilità che l'impresa si venga a trovare nella situazione in cui i profitti vengono trattenuti e nessun dividendo venga pagato. Al verificarsi di tali condizioni l'entità degli investimenti realizzati dalle imprese non è più sensibile al solo valore della Q di Tobin, ma è il livello di autofinanziamento a costituire una variabile rilevante. La sensitività degli investimenti al cashflow è più elevata nel caso di imprese per le quali è più ampio lo scostamento esistente tra il costo interno ed esterno delle fonti di finanziamento.

Uno studio concernente il rischio morale, invece, è stato realizzato da Akerlof (1970), documentato con la teoria del *Market for Lemons*. L'autore usa come esempio il mercato delle auto usate, nel quale quelle di buona (good) e cattiva (lemon) qualità non sono distinguibili dai potenziali acquirenti che basano le loro valutazioni esclusivamente sul prezzo. I proprietari delle auto, a causa dell'asimmetria informativa, tendono a vendere solo le vetture di scarsa qualità. Gli acquirenti, consapevoli di questa tendenza, sono disposti a comprare le macchine solo ad un prezzo inferiore rispetto a quello proposto dai venditori, incentivandoli così a ritirare quelle con qualità più alta. Il mercato, in questo modo, fallisce, in quanto alloca in modo inefficiente le risorse. Il disallineamento di interessi tra principale e agente e la presenza di asimmetrie informative comportano un costo di accesso alle fonti esterne di finanziamento maggiore rispetto a quelle generate internamente. Jensen & Meckling (1976) analizzano i costi di agenzia dal punto di vista della scelta del tipo di struttura proprietaria di un'impresa. In questo modello un imprenditore che detiene la totalità del capitale della propria impresa, deve decidere se venderne una quota ad azionisti esterni, con l'obiettivo di

---

<sup>2</sup> La teoria della Q di Tobin, dal nome del Premio Nobel per l'economia James Tobin, afferma che il valore di mercato del pacchetto azionario di un'impresa sia in grado di misurare la differenza tra il capitale desiderato dall'impresa e il capitale effettivamente posseduto da questa.

massimizzare la propria utilità, composta da un mix di benefici monetari (profitto, dividendi) e non monetari (potere, prestigio). Il proprietario che decide di vendere una parte dell'impresa, cede anche una parte dei benefici monetari. Esso, rispetto a prima, condivide il costo per procurarsi quelli non monetari, di cui, spettando solo agli azionisti che detengono il controllo dell'impresa, beneficerà solo lui. L'imprenditore, pertanto, massimizzerà la sua utilità aumentando la parte di benefici privati a discapito di quelli pubblici. Gli azionisti esterni sono consapevoli di questo comportamento opportunistico, perciò saranno disposti a pagare per le azioni un prezzo che sconterà la divergenza tra i loro interessi e quelli dell'imprenditore, generando il fenomeno dell'Underpricing. L'impresa, per cercare di ridurre questo effetto, adotta delle iniziative volte a preservare il proprio valore, incorrendo nei costi di agenzia del capitale, che aumentano il premio richiesto dagli investitori esterni. Le strategie attuate dalla società per aumentare il suo valore sono tre: il *monitoring* del comportamento del manager, il *bonding*, tramite il quale l'imprenditore dimostra il suo attaccamento all'impresa, 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 più conveniente. L'impresa, però, subisce i costi di agenzia del debito, come l'incentivo degli azionisti a investire in modo sub-ottimale, i costi di controllo e monitoraggio, i costi di fallimento e ristrutturazione dell'impresa. Il ricorso a tale fonte di finanziamento, tuttavia, comporta dei benefici notevoli, visto che riduce il fabbisogno di equity (e conseguentemente il costo indiretto di underpricing), genera un vantaggio fiscale (scudo fiscale), riduce l'asimmetria informativa e soprattutto incentiva i manager a comportarsi in modo efficiente. La struttura ottimale è quella che minimizza i costi d'agenzia, pertanto è preferibile finanziare l'impresa con outside equity ("Go Public") se:

- il margine di discrezionalità manageriale è basso;
- il contributo e l'impegno dell'imprenditore sono poco importanti;
- l'impresa ha buone opportunità di investimento/crescita.

Per l'impresa è invece conveniente "*Stay (or go) private*", cioè mantenere alta la quota di inside equity o ricorrere al debito se:

- il margine di discrezionalità manageriale è alto;
- l'impegno dell'imprenditore è determinante per il successo di un progetto;
- l'impresa ha poche opportunità di investimento/crescita;
- l'impresa dispone di alta liquidità.

### 1.3 Life Cycle Theory

Uno dei fattori che va ad influenzare la quotazione di un'impresa, secondo la *Life Cycle Theory*, è lo stadio del ciclo di vita in cui si trova. Le società durante le prime fasi della loro esistenza sono più inclini a costruire le fondamenta per lo sviluppo futuro, pertanto non prendono in considerazione l'idea di diventare una public companies, visto che devono ancora farsi conoscere sul mercato e conquistare la fiducia degli *stakeholder*. Zingales (1995) rileva che per un potenziale acquirente di una società, è molto più facile individuare un'impresa potenzialmente scalabile quando questa è pubblica. Gli imprenditori, iscrivendo la propria impresa nel listino di borsa, contribuiscono così a facilitarne l'acquisizione per un valore superiore a quello che otterrebbero da una vendita definitiva. I venture capitalist, ad esempio, detengono, pre-IPO, portafogli non diversificati e pertanto non sono disposti a pagare un prezzo elevato, a differenza degli investitori che diversificano i loro investimenti nel mercato pubblico. Un'impresa all'inizio del suo ciclo di vita tende ad essere privata, ma se diventa sufficientemente grande, diventa ottimale l'ipotesi della quotazione. In alcuni casi, un prezzo elevato delle azioni di una società che ha scelto la via del go public può attrarre le imprese concorrenti che operano nello stesso settore. Il trading pubblico sul titolo può aggiungere valore all'impresa, poiché può ispirare maggiore fiducia nell'impresa da parte di altri investitori, clienti e creditori. Essere la prima società in un settore a quotarsi a volte conferisce un vantaggio della prima mossa. Ibbotson & Ritter (1995) ritengono che la quotazione nei mercati borsistici costituisca una tappa fondamentale nel ciclo di vita

di un'impresa, per ragioni legate allo sviluppo e alle maggior dimensioni raggiunte dalla stessa. Le imprese, in definitiva, diventano pubbliche solo se superano una determinata fase della loro esistenza.

#### 1.4 Market Timing Theories

Lucas e McDonald (1990) sviluppano un modello informativo asimmetrico in cui le aziende ritardano la loro emissione azionaria se sanno di essere sottovalutate o se gli investitori non credono che abbia opportunità di crescita future. Gli imprenditori, se un mercato ribassista attribuisce un valore troppo basso all'impresa, ritarderanno la loro IPO fino a quando un mercato rialzista offre prezzi più favorevoli. Baker & Wurgler, (2002) sostengono che, se le azioni di un'impresa sono sopravvalutate, i manager hanno incentivi a emetterne di più, mentre se lo stock è sottovalutato, essi sceglieranno fonti di finanziamento diverse dall'equity. I due studiosi elaborano anche delle previsioni sul tipo di offerta azionaria. Se un'impresa emette azioni, ritenendo di essere sopravvalutata dal mercato, la differenza tra il prezzo corrente e il valore reale rappresenta le rendite trasferite dagli investitori agli azionisti. Nelle OPS, dove vengono offerte azioni di nuova emissione, le rendite sono condivise da tutti gli azionisti, mentre quando l'impresa offre azioni già esistenti (OPV), esse sono trattenute dagli azionisti venditori. Gli autori prevedono che, nei casi in cui i manager sono anche gli azionisti di vendita, la frazione delle azioni esistenti sarà maggiore. Le società, in sostanza, cercano di capire in che periodo emettere, in modo da trarre vantaggio da valutazioni elevate da parte del mercato.

Welch & Ritter (2002) elaborano una teoria semi-razionale senza asimmetrie informative, che tenta di spiegare i cicli nell'emissione dei titoli azionari: il giudizio degli imprenditori sul valore della propria impresa deriva dalla loro prospettiva interna e dal loro quotidiano coinvolgimento con i fondamentali aziendali, non dal mercato azionario pubblico. I cambiamenti improvvisi del valore delle imprese quotate non sono assorbiti così rapidamente dagli imprenditori, che di conseguenza modificano la propria valutazione con un po' di ritardo rispetto ai mercati. Ritter (1991), analizzando un campione 1.526 IPO di imprese americane, ha cercato di capire la natura dell'underperformance delle imprese negli anni successivi alla quotazione, nel tentativo di ricondurla a un errato giudizio del profilo di rischio delle imprese o all'eccessivo ottimismo degli investitori. Le evidenze registrate suggeriscono come i volumi di IPO varino 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 (Pagano, Panetta e Zingales, 1998), che conferma come le imprese tendono a pianificare la loro quotazione nel momento in cui il mercato è ottimista circa la loro possibile crescita. Gli studiosi misurano tale ottimismo con la mediana del market-to-book ratio delle public companies appartenenti allo stesso settore industriale. Se le matricole investono a tassi molto elevati e hanno profitti rilevanti, la loro quotazione è riconducibile alle aspettative di crescita future, altrimenti essa è guidata dal desiderio di sfruttare una window opportunity.

#### 1.5 Scelta della quotazione

L'impresa che considera la possibilità di effettuare un'IPO, prima ancora di considerare i potenziali svantaggi e benefici, deve assicurarsi che tutto il management condivida la decisione di quotarsi e che i suoi esponenti principali siano in grado di comunicarne e promuoverne i valori. Gli interventi preparatori al go public si possono schematicamente ricondurre a tre ambiti di attività:

- a) *Organizzazione aziendale*: la società emittente deve provvedere al potenziamento del proprio servizio amministrativo e finanziario attraverso un sistema di controllo e di reporting adeguato, in relazione sia agli accresciuti obblighi informativi, sia alla valenza strategica che assume la gestione finanziaria;
- b) *Politiche aziendali*: gli investitori apprezzano un'azienda che ha la volontà di crescere e concrete prospettive di sviluppo, che è preparata ad affrontare il mercato e che ha fatto chiarezza nel rapporto proprietà-impresa;

- c) *Norme statutarie*: la società che richiede l'ammissione dei propri titoli alla quotazione deve avere uno statuto conforme alle disposizioni del Testo Unico sull'Intermediazione Finanziaria, adottando quindi le seguenti modifiche statutarie:
- i. eliminazione delle limitazioni alla libera circolazione delle azioni. Le azioni oggetto dell'offerta devono essere liberamente trasferibili e l'emittente deve rilasciare una dichiarazione a Borsa Italiana in fase di istruttoria;
  - ii. variazione delle maggioranze assembleari non in linea con i livelli stabiliti dalla normativa. La società che chiede l'ammissione deve prevedere l'obbligo di convocazione su richiesta delle minoranze (art. 125 TUF) o delle maggioranze per l'assemblea straordinaria (art. 126 TUF);
  - iii. adeguamento del collegio sindacale alle disposizioni del TUF.

Dopo aver analizzato tutti questi aspetti, è importante per la società capire quando quotarsi, considerando il fatto che non esiste un momento giusto a priori per farlo. Il periodo più propizio può non corrispondere a quello più opportuno dal punto di vista del ciclo economico e del mercato azionario. Se l'offerta pubblica viene lanciata in un momento economicamente favorevole, l'elevata propensione dei risparmiatori a investire in titoli azionari in quel periodo garantisce un afflusso più ampio di risorse. I periodi di particolare euforia, tuttavia, possono anche essere pericolosi in quanto possono comportare delle valutazioni troppo elevate, destinate a calare in fase di recessione, con conseguente disaffezione degli investitori. Questo tipo di operazioni devono essere realizzate con un'ottica di lungo periodo e in una prospettiva strategica. Alcune delle operazioni ben riuscite nel medio periodo sono state fatte proprio in momenti di mercato difficili e con prezzi di collocamento prudenti e mantenibili nel tempo.

### 1.5.1 Ragioni che portano alla quotazione

La decisione di quotarsi per una società implica non solo l'accesso ad un nuovo canale di finanziamento, ma l'inizio di un processo che modifica sia il sistema proprietario e manageriale, sia i rapporti con i clienti e in generale con l'ambiente finanziario. Si tratta di una decisione di rilevanza strategica, che deve essere presa dopo un'attenta valutazione dell'impatto sull'attività aziendale, confrontando benefici e svantaggi. La necessità della raccolta di nuovo capitale è alla base di un'IPO, ma ci sono diverse motivazioni che possono portare una società a quotarsi. Questa sezione del capitolo illustra le ragioni che inducono le imprese a intraprendere il processo di quotazione e gli effetti che derivano da tale scelta.

#### 1.5.1.1 Cambiamento del controllo

La quotazione rappresenta, per gli azionisti, un'opportunità per liquidare o rendere più facilmente liquidabile il proprio pacchetto azionario (Borsa Italiana, 2001). I motivi che portano a questa esigenza sono la volontà di monetizzare e diversificare il proprio patrimonio, oppure, l'impossibilità, per l'imprenditore ormai giunto nella fase di passaggio generazionale, di identificare un successore nella conduzione della società. La quotazione può soddisfare l'esigenza di liquidare la quota di soci desiderosi di uscire dalla compagine sociale, senza che ciò comporti impegni finanziari per gli altri azionisti o per la società stessa. Se l'IPO è accompagnata da un sostanziale disinvestimento da parte dei principali azionisti o dalla cessione del controllo agli outsider, la motivazione che spinge a realizzarla è consentire agli insider di diversificare il proprio portafoglio. La quotazione gli consentirebbe di raggiungere una struttura proprietaria ideale, fornendogli la possibilità di massimizzare i ricavi derivanti da un'eventuale vendita di parte dell'azienda.

I proprietari iniziali dopo la quotazione, specialmente in Italia, mantengono una partecipazione molto più grande di quella che garantirebbe loro il controllo. La riduzione della rischiosità delle partecipazioni del gruppo di controllo può essere un altro fattore determinante per le IPO, poiché le società di nuova quotazione riducono la leva finanziaria con i fondi raccolti a seguito di tale operazione. Un cambiamento nel controllo, pertanto, è molto più probabile nelle public companies che nelle società private e ciò riflette la maggiore

facilità di trasferimento del controllo in un'impresa che avvia un processo di quotazione. Questo risulta coerente con Zingales (1995), che vede il trasferimento del controllo come un fattore chiave per il go public.

#### 1.5.1.2 Migliori condizioni di accesso al credito

Uno dei vantaggi della quotazione è la riduzione del costo del credito, dovuta al miglioramento della posizione di contrattazione dell'impresa nei confronti delle banche. Il minor costo del capitale è dettato dal fatto che vi sono più istituti creditizi che competono tra di loro nel fornire un prestito ad una società. Il listing risulta essere particolarmente vantaggioso per quelle imprese che sostengono alti tassi di interesse e un credito molto concentrato. Pagano, Panetta e Zingales (1998) rilevano che in Italia, dopo la quotazione, si registra una significativa riduzione dei tassi d'interesse sui finanziamenti bancari. Nel caso in cui le imprese vogliono aumentare la quota di equity, la competizione tra diversi investitori privati permette alla società di vendere meno titoli e ad un prezzo più elevato, consentendogli così di mantenere o aumentare, il valore delle quote degli azionisti esistenti. Il minor costo del capitale determina un aumento del valore dei prodotti e servizi offerti e quindi maggiori margini di profitto. Per le società private, invece, il costo del capitale proprio aumenta, dal momento che per un investitore, seppur disposto ad acquistare quote aziendali, risulterà più difficile rivenderle in un secondo momento e aggiungere così valore al suo investimento iniziale. Il costo ridotto del credito per le public companies deriva anche dal miglioramento delle informazioni pubbliche associate alla quotazione in borsa, dato che tale processo impone alle imprese 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 alle risorse finanziarie a un costo più vantaggioso. Queste andranno quindi sul mercato con l'intento di sfruttare la possibilità di accedere al debito a condizioni economicamente più vantaggiose.

#### 1.5.1.3 Monitoring

Il mercato azionario costituisce uno strumento di disciplina del comportamento del manager. In base alla teoria di Jensen e Meckling (1976), uno dei principali costi di agenzia del capitale è rappresentato proprio dalle attività di monitoring e di controllo (come ad esempio la revisione interna, i vincoli di bilancio, i controlli formali, i contratti di incentivazione). La quotazione agevola e rende meno costosi tali processi. La maggiore attenzione delle autorità sull'attività dell'impresa dovrebbe limitarne l'incentivo a perseguire comportamenti opportunistici e talvolta ai confini con la legge. Se i risultati conseguiti dal manager non sono positivi, il prezzo delle azioni scende e di conseguenza anche il valore di mercato della società. Ciò potrebbe motivare gli azionisti a vendere le proprie quote, con l'effetto di un ulteriore abbassamento del prezzo delle stesse, aprendo la strada a una minaccia di scalata tramite OPA (Offerta Pubblica di Acquisto). Se avviene un trasferimento della proprietà, il nuovo gruppo di controllo può estromettere il manager responsabile della caduta del valore dell'impresa, motivandolo pertanto a massimizzare i benefici pubblici. La quotazione dà all'impresa anche la possibilità di costruire dei contratti incentivanti, nei quali la remunerazione è legata alle performance della società. Una parte dello stipendio può essere dato in azioni, in modo tale che il dirigente sia incentivato a massimizzare il profitto dell'impresa, adottando un'ottica di lungo periodo. Un'altra possibilità è rappresentata dalle *Stock Options*, che danno il diritto al possessore di acquistare le quote della società ad una certa data futura, pagandole ad un prezzo stabilito al momento della stipula del contratto (strike price). L'opportunità di costruire sistemi di incentivo *Pay-for-Performance* favorisce la competizione sul mercato dei manager, consentendo di rimpiazzare velocemente quelli incapaci, che massimizzano i benefici privati del controllo a discapito di quelli pubblici.

#### 1.5.1.4 Aumenta del prestigio e della riconoscibilità

Lo status di impresa quotata conferisce notorietà e prestigio. Dal momento in cui una società si quota e i propri titoli iniziano ad essere oggetto di scambi nel mercato finanziario, gli analisti iniziano a seguire con attenzione l'andamento della stessa. La stampa finanziaria, quando l'impresa possiede un forte potenziale di crescita, potrebbe scrivere articoli riguardanti la sua storia e l'andamento dei titoli, accrescendo così l'interesse degli investitori. La notorietà acquisita aiuta ad accrescere la riconoscibilità aziendale, che conduce

a una maggiore conoscenza dei prodotti/servizi offerti e di conseguenza un aumento delle vendite. La maggiore trasparenza dei bilanci, unita a una più alta chiarezza delle strategie aziendali, migliorano lo standing creditizio della società (il rapporto con le banche e altri intermediari creditizi), aumentandone il valore. L'obbligo di revisione dei bilanci, la necessità di fornire informazioni periodiche dettagliate sugli accadimenti societari e le regole di corporate governance, infondono fiducia e sicurezza negli attori del mercato finanziario. Il tutto permette all'impresa in primis di creare presso il pubblico una consapevolezza della sua esistenza e in secondo luogo di dare un'immagine più chiara e rassicurante di sé. La maggior parte degli investitori, infatti, detiene portafogli che contengono una piccola frazione dei titoli esistenti, perché ignorano semplicemente l'esistenza di una determinata società. La quotazione può aiutare a superare questo problema, fungendo da pubblicità per l'azienda.

### 1.5.2 Aspetti critici

Il go public porta nuove responsabilità e numerosi benefici che si traducono in una migliorata efficienza e trasparenza della società, coinvolgendo in tale progetto tutti gli aspetti della gestione aziendale. È importante tuttavia che la società prenda in considerazione gli obblighi e gli aspetti potenzialmente critici che la quotazione può comportare. I costi per l'ammissione al mercato e per il collocamento dei titoli sono stimati per una società italiana di medie dimensioni, in circa il 5% del controvalore complessivo dell'offerta (AIFI et al. Borsa, 2001), e comprendono:

- commissione di sottoscrizione e collocamento dovuta allo sponsor/coordinatore globale e membri del consorzio di collocamento;
- consulenti legali, di comunicazione e revisori, spese di marketing, di road-show e contributi Consob;
- corrispettivo di prima quotazione dovuto a Borsa Italiana, pari a € 75 per ogni € 500.000 di capitalizzazione, calcolata sul prezzo di offerta e con riferimento al capitale sociale attestato successivamente all'offerta (con un minimo di € 10.000 e un massimo di € 500.000).

Per la permanenza sul mercato Borsa Italiana richiede un corrispettivo semestrale pari a € 11 per ogni € 500.000 di capitalizzazione, calcolata sulla media del semestre precedente (con un minimo di € 6.500 e un massimo di € 250.000 semestrali). I costi del consorzio e le spese legali e di revisione variano a seconda della dimensione del collocamento e del settore in cui opera l'emittente. La seguente sezione illustra le motivazioni che spingono un'impresa a rimanere fuori dal mercato borsistico e i benefici derivanti da tale decisione.

#### 1.5.2.1 Earnings management

La letteratura ha evidenziato come vi siano due tipologie di benefici che inducono le imprese a rimanere fuori dalla borsa e a mantenere una struttura proprietaria concentrata. Il primo è rappresentato dai benefici privati del controllo, intesi in un'ottica non necessariamente legata ai costi di agenzia e ai conflitti d'interessi. Questi ricadono solamente sugli azionisti che detengono il controllo dell'impresa, i quali massimizzeranno la propria utilità e non il valore dell'impresa, andando così ad espropriare gli azionisti di minoranza. Il secondo è rappresentato dagli earnings management (Giordano & Modena, 2017), ovvero la possibilità di avere maggiori margini di manovra rispetto a un'impresa quotata, in termini di valorizzazione di alcune voci contabili. Essi consistono nella possibilità di sfruttare una più alta discrezionalità nella valutazione di alcune poste di bilancio (ammortamenti o ratei e risconti), per evitare di contabilizzare piccole perdite o per spostare il carico fiscale da un esercizio all'altro. Gli earnings management non sono falsi in bilancio, ma pratiche che consentono di imputare costi e/o ricavi a esercizi diversi da quello corrente, utilizzando criteri contabili che consentono di trasferire il peso delle voci su diversi esercizi. Tale pratica si manifesta quando gli amministratori utilizzano la discrezionalità loro concessa nella redazione del bilancio per alterare l'informazione finanziaria, col fine di ingannare alcuni stakeholder, circa la performance economica della società. L'earnings management rappresenta un'interferenza non desiderata nella determinazione del reddito, poiché più è utilizzata, minore è l'utilità del dato contabile per le decisioni aziendali. L'informazione finanziaria delle public companies, dato che hanno la necessità di reperire capitali di rischio sul mercato

presso un vasto pubblico, deve essere convincente e veritiera, poiché nessuno è in grado di conoscere la reale situazione aziendale interna. Le private firms, invece, avendo una struttura proprietaria piuttosto concentrata, hanno un contatto diretto e ravvicinato con i propri finanziatori e quindi più difficoltà a nascondere la reale situazione interna. Pagano, Panetta e Zingales (1998) mostrano che il rapporto tasse/fatturato delle imprese italiane, dopo la quotazione, cresce di circa il 2%, sostenendo che la non quotazione consente pratiche elusive di earnings management, che portano a significativi risparmi fiscali. Poli (2013) esamina un vasto campione di piccole aziende italiane, trovando conferma della loro attitudine a sfruttare tali pratiche, al fine di riportare risultati di esercizio positivi e di evitare variazioni di performance significative nel tempo.

La possibilità di incidere sulla qualità degli utili è un motivo che consente di spiegare in parte la riluttanza delle imprese italiane ad accedere al mercato dei capitali attraverso la quotazione in borsa. La qualità dei dati contabili dipende sia da fattori di domanda, come la presenza diffusa di investitori professionali che necessitano di informazioni affidabili per orientare le scelte di investimento, sia dal set di incentivi del management aziendale nel fornire una rappresentazione contabile, che rifletta adeguatamente la realtà gestionale sottostante. Questi fattori sono a loro volta influenzati dallo status di impresa quotata o meno. Le società pubbliche fronteggiano una più pressante domanda di affidabilità e trasparenza nelle informazioni contabili e pertanto devono caratterizzarsi con una migliore qualità degli utili. Giordano & Modena (2017) confrontano un campione di imprese italiane quotate in borsa con un campione di imprese private operanti nello stesso settore industriale. I risultati mostrano che le imprese che accedono al mercato dei capitali sono caratterizzate da una migliore qualità nella rappresentazione dei dati di bilancio e pertanto soggette a una maggior disciplina di mercato, che attenua i rischi di pratiche distorsive o manipolative. Le società quotate sono sottoposte a una più stringente disciplina di mercato, che conduce a una riduzione delle asimmetrie informative, nonché a un controllo più serrato dell'attività del management. I classici costi di agenzia insiti nel rapporto tra proprietà e controllo sono meno accentuati nelle imprese private, in quanto la più alta concentrazione proprietaria consente la soluzione di tali conflitti, attraverso un controllo diretto (insider access) degli azionisti sull'operato dei manager. Per le private firms, in definitiva, l'esigenza di una tempestiva rappresentazione delle perdite nei dati contabili è meno stringente rispetto alle imprese quotate, in quanto le prime possono contare su strumenti di monitoraggio del management più pervasivi.

#### 1.5.2.2 Perdita di controllo

L'accesso al listino di borsa comporta una ridefinizione dell'assetto proprietario dell'azienda e una diluizione della quota di controllo degli azionisti esistenti. La quotazione determina una ridefinizione dell'assetto proprietario e della figura degli azionisti di maggioranza che, a seguito del processo di listing, potrebbero aver perso il loro ruolo di *blockholders*. I manager, spinti dalla necessità di accontentare le richieste dei nuovi azionisti subentrati, potrebbero prendere decisioni più proiettate al raggiungimento di performance nel breve termine, che si dimostrano fallimentari se analizzate in un orizzonte temporale più lungo. La maggiore frammentazione della proprietà può costituire, inoltre, un ostacolo alla normale e fluente gestione aziendale. Alcune decisioni determinanti per la vita di una società quotata, come l'aumento di capitale, l'offerta di nuovi strumenti finanziari o la definizione di nuovi piani di stock options, necessitano del consenso di un ampio numero di azionisti, i cui interessi e opinioni potrebbero essere contrastanti. L'imprenditore spesso è riluttante all'allargamento della compagine sociale, che preferisce conservare circoscritta in ambito familiare. Se procede alla quotazione, deve essere consapevole che la presenza di soci estranei all'ambito familiare richiede nuove attenzioni e un preciso rispetto delle regole di mercato poste a tutela di tutti gli azionisti. Un azionariato troppo diffuso e privo di forza decisionale, inoltre, può facilitare una scalata ostile, la cui probabilità è tanto maggiore quanto più alta è la quota di capitale ceduta e collocata sul mercato. La società può tutelarsi emettendo titoli con limitati diritti di voto, però scelta porta ad una valutazione più bassa delle azioni e nel caso peggiore può avere il parere negativo da parte degli underwriter dell'IPO.

### 1.5.2.3 Divulgazione di informazioni strategiche

Un'azienda che intende quotarsi deve rendere note alcune informazioni che, finché gestita privatamente, non dovevano essere divulgate. La perdita di privacy si verifica non solo in sede di prima immissione nel mercato, ma anche continuativamente, quale requisito essenziale per mantenere lo status di quotata. L'impresa, al fine di ottemperare a tale obbligo, dovrà dotarsi di sistemi di gestione delle informazioni e di controllo della compliance (conformità alla normativa), impegnando risorse che potevano essere usate in maniera più proficua (Culicchi & Ruggeri, 2009). Le regole di divulgazione delle borse obbligano le società a svelare determinate informazioni, la cui segretezza può essere cruciale per il loro vantaggio competitivo, come i dati sui progetti di ricerca e sviluppo o le future strategie di marketing. Ciò suggerisce una correlazione negativa tra l'intensità di R&D di un settore e la probabilità di un'IPO, visto che l'impresa avrà l'obbligo di trasparenza su tutte le operazioni in atto ed anche future (rapporti annuali o trimestrali). L'alta dirigenza dovrà essere conscia del fatto che i propri stipendi, la propria quota azionaria ed anche l'attività finanziaria non concernente la società, saranno resi pubblici ed oggetto di indagine da parte di media ed investitori.

## 1.6 Sviluppo del sistema finanziario italiano

In questa sezione del capitolo sono illustrate le caratteristiche del sistema finanziario italiano, attraverso un confronto con i principali mercati internazionali, al fine di capire il peso che la Borsa assume in ognuno di essi. L'indagine poi si focalizza sull'evoluzione della struttura dei mercati di Borsa italiana, mettendo in luce come tale istituzione ha cercato di stimolare la quotazione delle società italiane, e sul mutamento delle caratteristiche che contraddistinguono le imprese che decidono di intraprendere il processo di listing.

### 1.6.1 Strutture Market-based e Bank-based

La letteratura economica attribuisce al mercato dei capitali un ruolo centrale nella crescita economica, poiché un sistema finanziario sviluppato e solido costituisce un'infrastruttura basilare per lo sviluppo di un paese. Esso fornisce capitale di rischio alle imprese, consente di diversificare il rischio e di ripartirlo tra un numero maggiore di soggetti. L'approccio Law and Finance mette in relazione il tasso di crescita di un paese con il grado di sviluppo dei mercati finanziari, mostrando che in quelle aree dove i mercati azionari e le istituzioni creditizie sono più sviluppate, i tassi di crescita, di investimento e la produttività dei settori risultano più alte (La Porta et al., 1997). Questi studi hanno anche mostrato che quei settori con un alto grado di dipendenza dalla finanza esterna, soprattutto quelli ad elevato contenuto tecnologico, sono più sviluppati in quei paesi dove gli equity markets sono più evoluti. Un altro aspetto messo in evidenza da questa teoria è il grado di protezione legale dei diritti degli investitori contro il rischio di non ottenere un giusto rendimento dal loro investimento. Ciò porta ad un aumento sia della domanda che dell'offerta di equity, rendendo il mercato azionario più liquido e dando così la possibilità alle imprese di investire e innovarsi. Sotto un profilo empirico, il quadro che emerge dalle principali evidenze internazionali è che a contare non è solo il grado di sviluppo del mercato dei capitali, ma anche le caratteristiche strutturali del mercato finanziario, che giocano un ruolo importante nel determinare il contributo alla crescita. In questo contesto assume un valore ancor più rilevante l'indagine empirica sulla relazione tra mercato dei capitali e performance delle imprese in termini non solo di crescita dimensionale ma anche di capacità di finanziarsi, innovare e internazionalizzarsi. Ciò è evidente in Italia, dove il mercato dei capitali ha storicamente avuto un ruolo marginale e la cui arretratezza si attribuisce alla particolare struttura dimensionale delle imprese italiane, basata sul predominio delle piccole imprese.

La struttura finanziaria di un paese è divisa tra sistemi orientati al mercato (market-based) e sistemi orientati alle banche (bank-based), a seconda che il trasferimento dei flussi finanziari avvenga con prevalente ricorso a scambi sui mercati finanziari o tramite intermediari bancari. La letteratura identifica i paesi anglosassoni come market based, mentre quelli appartenenti all'Europa continentale più il Giappone come esempi di sistemi bank-based, i cui principali vantaggi sono:

- il ruolo positivo delle banche nella selezione dei progetti di investimento promettenti e meritevoli di finanziamento, nel controllo del management delle imprese finanziate e nella gestione dei rischi;
- l'insorgere di alcuni problemi nei sistemi basati sui mercati: dato che gli equity markets sviluppati e ben funzionanti hanno la capacità di elaborare e diffondere informazioni ad un vasto pubblico, si riduce l'incentivo individuale a cercare notizie sulle società, rendendo difficile l'individuazione di progetti innovativi e rallentando, pertanto, la crescita del paese;
- evitare la miopia nella scelta delle imprese su cui investire, derivante da mercati finanziari altamente liquidi. Gli investitori possono disfarsi facilmente delle azioni e dei titoli indesiderati, non avendo nessun incentivo a porre sotto controllo il comportamento dei manager delle imprese in cui hanno investito;
- il supporto fornito dai sistemi bancari nei primi stadi di sviluppo dei paesi, le cui istituzioni nazionali sono relativamente deboli ed insufficienti per promuovere i mercati finanziari.

I sostenitori delle strutture mercato centriche sottolineano, invece, la capacità del mercato di promuovere il successo economico, la facilità nel favorire la diversificazione dei rischi e la maggiore efficienza nell'individuare ed elaborare le informazioni rispetto alle banche.

#### 1.6.2 Sistema finanziario italiano: un confronto con gli altri paesi

I caratteri distintivi del sistema finanziario italiano sono individuabili nell'esistenza di un sistema orientato alle banche e in un ruolo marginale del mercato azionario. Il sistema industriale è caratterizzato da una massiccia presenza di piccole e medie imprese, la cui struttura finanziaria si orienta verso il reperimento di risorse finanziarie dal sistema bancario. L'Italia è uno dei paesi avanzati in cui la borsa è meno rappresentativa del tessuto produttivo e industriale. Un primo dato che consente di cogliere il differente sviluppo del mercato dei capitali è dato dal rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL. Tale rapporto, nel 1993, assume un valore pari a 1,6 nel Regno Unito, 0,23 in Germania e solo 0,14 in Italia. La ristrettezza del mercato finanziario italiano è dovuta non tanto alla minore dimensione delle imprese quotate, ma all'esiguo numero di imprese quotate in borsa. Nel 1994 in Italia solo 223 società erano pubbliche, contro le 654 della Francia, le 650 della Germania, le 2534 del Regno Unito e le 2787 degli Stati Uniti. La Tabella 1 riporta i dati nei diversi Paesi aggiornati fino al 2014, durante il quale emerge il bassissimo valore assunto dall'Italia: 27,5%, estremamente al di sotto della media europea, che presenta dei valori già ridotti. All'estremo opposto ci sono Inghilterra e Stati Uniti, con un rapporto rispettivamente del 106,5% e 151,8%.

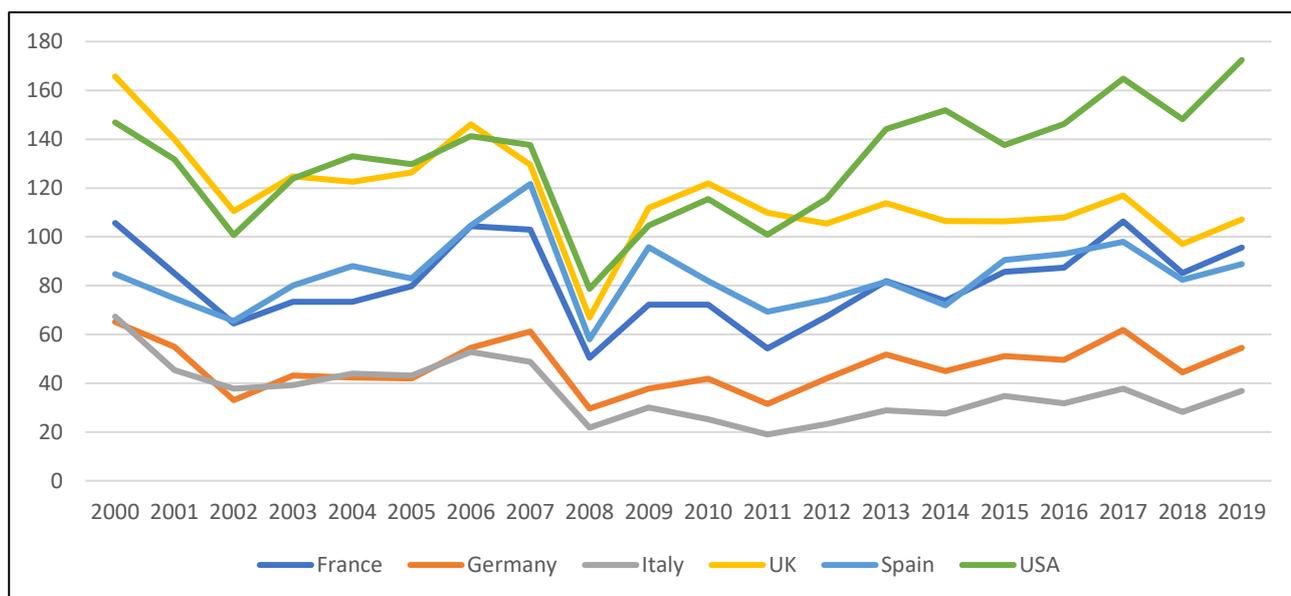
Tabella 1: Analisi comparata tra Paesi riguardo l'andamento storico (2000-2019) della capitalizzazione di Borsa in rapporto al PIL.

	Germany	France	Spain	UK	Italy	United States
2000	65,1	105,7	84,69	165,7	67,3	146,9
2001	54,9	85,0	74,8	139,9	45,4	131,7
2002	33,0	64,5	65,46	110,5	37,7	100,7
2003	43,1	73,4	80,08	124,8	39,2	123,9
2004	42,4	73,4	87,95	122,5	43,9	133,0
2005	42,0	79,8	82,95	126,4	43,1	129,8
2006	54,5	104,4	104,6	146,1	52,8	141,2
2007	61,2	102,9	121,7	129,5	48,7	137,6
2008	29,6	50,4	58,0	66,9	21,8	78,7
2009	37,8	72,2	95,7	111,9	30,0	104,6
2010	41,8	72,2	81,84	121,9	25,2	115,5
2011	31,5	54,3	69,29	109,9	19,0	100,8
2012	42,0	67,4	74,26	105,4	23,2	115,6
2013	51,7	81,9	81,54	113,8	28,9	144,2
2014	44,9	73,7	71,88	106,5	27,5	151,8
2015	51,06	85,65	90,52	106,3	34,8	137,59
2016	49,49	87,37	92,95	107,6	31,8	146,21
2017	61,86	106,31	97,89	116,9	37,8	164,85
2018	44,46	85,11	82,42	97,03	28,2	148,15
2019	54,47	95,58	88,83	107,1	36,8	172,47

Fonte: World Bank, IBRD-IDA.

La crisi del 2007-2008 ha segnato un forte crollo dell'indicatore per tutti i paesi, i cui mercati però hanno ripreso a crescere già nel 2009, anche se in maniera più lenta nell'eurozona (Figura 1). Durante il periodo 2015-2019 la situazione rimane pressoché immutata: il rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL per l'Italia è pari al 36,8% nel 2019, nettamente al di sotto delle altre nazioni europee con struttura bank-based, come Spagna e Germania, che presentano un valore rispettivamente del 88,83% e del 54,7%. Il divario con Inghilterra e Stati Uniti rimane ampio, dato che essi presentano un livello del 107,05% e 172,47%. L'andamento di tale rapporto, tuttavia, è simile per tutti i paesi presi in considerazione, a parte la Spagna che presenta un trend leggermente diverso: c'è stata una crescita dal 2015 al 2017, una flessione nel 2018, che ha portato il dato italiano al 28,2%, e infine un netto aumento che ha compensato la diminuzione dell'anno precedente e portato tale rapporto a livelli simili a quelli del 2017.

Figura 1: Andamento storico (2000-2019) della capitalizzazione di Borsa in rapporto al PIL nei principali Paesi europei ed anglosassoni



Fonte: CEIC, elaborazione personale

Il trend di imprese italiane che scelgono la via del go public è rimasto stabile e deludente durante tutto il periodo 2000-2014, con il numero di società ammesse a quotazione che non si è mai discostato molto dal range 290-300 unità (Tabella 2). La Spagna, nello stesso periodo, registra un aumento del numero di public companies da 1.720 a 3.419, mentre Francia e Germania nel 2014 presentano un valore pari rispettivamente 495 e 595. I paesi anglosassoni invece, sono caratterizzati da valori significativamente più alti, a dimostrazione della forte attività dei mercati: 1.858 e 4.381 società quotate nel 2014 in Inghilterra e Stati Uniti. La differenza tra il numero di imprese quotate in l'Italia e negli altri paesi rimane marcata anche durante il periodo 2015-2019. I Paesi mercato centrici come Stati Uniti e Inghilterra continuano a mantenere valori irraggiungibili per l'Italia, arrivando nel 2015 a 4381 e 2365 unità.

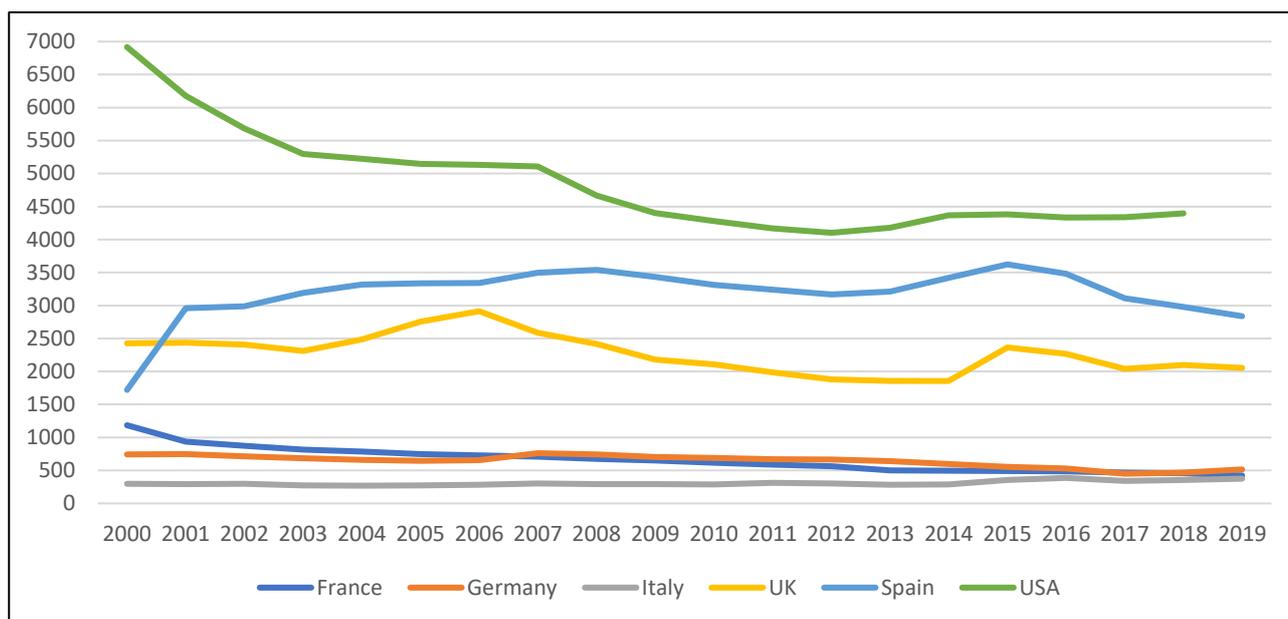
Tabella 2: Analisi comparata tra Paesi riguardo l'andamento storico (2000-2019) del numero di società quotate

	Germany	France	Spain	UK	Italy	United States
2000	744	1185	1.720	2.428	297	6.917
2001	749	936	2.959	2.438	294	6.177
2002	715	874	2.986	2.405	295	5.685
2003	684	817	3.191	2.311	271	5.295
2004	660	787	3315	2.486	269	5.226
2005	648	749	3337	2.757	275	5.145
2006	656	730	3.339	2.913	284	5.133
2007	761	707	3.498	2.588	301	5.109
2008	742	673	3.538	2.415	294	4.666
2009	704	652	3.435	2.179	291	4.401
2010	690	617	3.310	2.105	290	4.279
2011	670	586	3.241	1.987	311	4.171
2012	665	562	3.167	1.879	303	4.102
2013	639	500	3.213	1.857	285	4.180
2014	595	495	3.419	1.858	290	4.369
2015	555	490	3.623	2.365	356	4.381
2016	531	485	3.480	2.267	387	4.331
2017	450	465	3.110	2.038	339	4.336
2018	465	457	2.979	2.099	357	4.397
2019	515	423	2.839	2.055	375	nd

Fonte: World Bank, IBRD-IDA

La figura 2 mette in evidenza che, a parte per l'Italia e gli Stati Uniti, si è verificato un trend decrescente del numero di imprese che scelgono la via della quotazione: la Francia registra un calo da 490 a 423 unità, la Germania da 555 a 515, l'Inghilterra da 2365 a 2055 e la Spagna da 3623 a 2839. Tale periodo risulta invece promettente per l'Italia, in quanto il numero di public company passa da 356 a 375 unità, in controtendenza rispetto alla media europea, mostrando un graduale aumento nel corso del tempo.

Figura 2: Andamento storico (2000-2019) del numero di società quotate nelle Borse dei principali Paesi europei ed anglosassoni



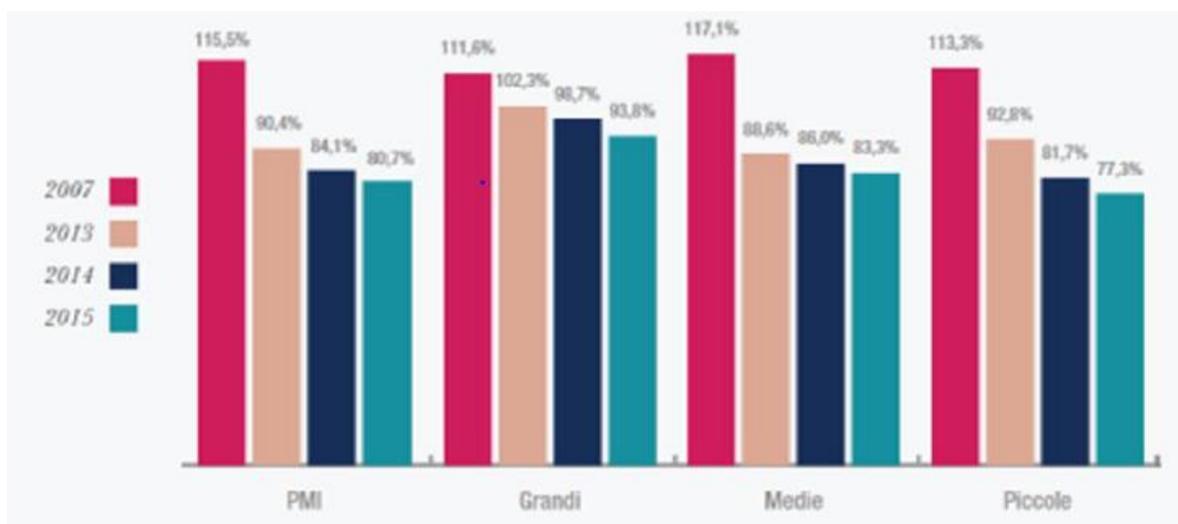
Fonte: CEIC, elaborazione personale

Un altro indicatore che permette di spiegare la differenza economico-finanziaria tra l'Italia e le altre nazioni è la quota del debito bancario delle imprese sul PIL (Figura 3). Le differenze tra gli stati, ancora modeste nella metà degli anni 2000, si sono ampliate negli anni successivi (Di Paoli, 2017). In Italia nel 2014 l'incidenza dei debiti bancari sul PIL si è attestata al 57% (rispetto al 42% del 2004), dato superiore rispetto a Francia e Germania, che nello stesso anno presentano valori pari rispettivamente a 50% e 38%. Un rapporto decisamente più basso è registrato per Stati Uniti ed Inghilterra, che nel 2014 assumono un rapporto pari al 30%. Un'ulteriore conferma della dipendenza dal credito bancario si ricava dall'analisi della struttura del passivo delle PMI italiane: nel nostro paese l'incidenza dello stock di debiti bancari rispetto al patrimonio risulta piuttosto elevata, raggiungendo valori superiori al 100% per le imprese con fatturato inferiore ai 10 milioni di euro, mentre per Germania, Francia e Spagna tale incidenza è in media del 48% (Giordano & Modena, 2017).

In un contesto come quello italiano, dal momento che la presenza di forme di finanziamento diverse da quelle bancarie è molto scarsa, si nota una dipendenza biunivoca tra gli istituti di credito e le aziende. Il passivo delle società italiane, rispetto agli altri paesi europei, si differenzia per una maggior presenza di capitale di debito rispetto al capitale proprio, anche se l'incidenza dei prestiti bancari è in costante diminuzione. Le difficoltà

economiche delle imprese si riversano sui conti delle banche e viceversa, creando un effetto domino che porta gli istituti di credito a ridurre la loro capacità di erogare finanziamenti.

Figura 3: Rapporto fra debiti finanziari e capitale per dimensione d'impresa: evoluzione temporale in Italia (2007-2015)



Fonte: 3° report italiano sui mini bond

Se si analizza la composizione dei debiti finanziari per classe dimensionale di impresa, le PMI, che ricoprono un ruolo fondamentale per l'economia italiana, si trovano in una condizione di debolezza finanziaria: la loro componente di indebitamento risulta essere maggiore se confrontata con imprese di grandi e medie dimensioni. Gli investimenti necessari allo sviluppo, data la mancanza di canali alternativi di approvvigionamento delle risorse finanziarie, non possono che essere sostenuti prevalentemente attraverso finanziamenti bancari, determinando l'innalzamento della loro leva finanziaria. L'elemento di maggior rilievo che inibisce la quotazione anche di grandi società rimane, tuttavia, il rischio di perdita del controllo. Le aziende italiane preferiscono mantenere la proprietà e la gestione in capo alla famiglia fondatrice. Il sistema produttivo in Italia è caratterizzato da una diffusa presenza di capitalismo familiare: oltre il 90% delle imprese è a controllo familiare diretto e in tali realtà il primo socio detiene, in media, una quota pari al 70% del capitale. Un altro elemento tipico del sistema italiano è la presenza di un management di matrice familiare, anche in società con assetto proprietario più aperto. L'incidenza dei consiglieri appartenenti alla famiglia di controllo sul totale dei componenti del C.d.A. è del 56% in aziende a controllo totalitario, rispetto al 48% delle imprese controllate con una quota del capitale non totalitaria. In questo contesto, il rischio della perdita di controllo e la connessa necessità di cambiare i meccanismi di gestione interna aziendale, nel caso di apertura della compagine azionaria (in caso di IPO), costituiscono vincoli importanti alla crescita dimensionale del mercato finanziario.

### 1.6.3 Evoluzione di Borsa Italiana

La Borsa di commercio di Milano è stata fondata attraverso i decreti del 16 gennaio e 6 febbraio 1808, il cui assetto e principali requisiti di quotazione non hanno subito rilevanti cambiamenti fino al 1974, quando venne istituita la Consob. Nel 1991 viene creato il Consiglio di Borsa, al quale sono affidati gli incarichi organizzativi e tecnici, prima divisi tra la Camera di Commercio del Comitato e il Comitato direttivo degli agenti di cambio. Una tappa di transizione fondamentale viene sancita dal decreto legislativo del 23 luglio 1996, con il quale si stabilisce la nascita di Borsa Italiana S.p.a. e la conseguente privatizzazione dei mercati di borsa. Essa, a partire dal giugno 2007, entra a far parte del London Stock Exchange Group, dopo essere stata acquisita dalla Borsa londinese per 1,6 miliardi di euro. Il gruppo ha preso possesso del 28% delle azioni della nuova società, che ha assunto la forma di holding ed è stata anche quotata sul mercato. Le ragioni di fondo di questa operazione sono da ricercarsi nell'elevata complementarità tra le due società e nella

presenza di sinergie. Borsa Italiana è stata considerata molto appetibile dal gruppo londinese grazie all'elevata efficienza sia nelle fasi di trading (emissione, quotazione, collocamento e scambio) sia in quelle di post-trading (compensazione, regolamento e custodia), per le quali l'impresa milanese è considerata un vero e proprio modello. La nuova realtà presentava delle enormi potenzialità anche per quanto riguarda le PMI, dato che il listino londinese AIM si contraddistingueva per una grande efficienza e dato che il mercato italiano delle PMI era uno dei più grandi d'Europa, con un potenziale di duemila piccole e medie imprese italiane interessate a cogliere questa opportunità. Nel 2016, con l'obiettivo di creare un unico mercato borsistico europeo, in grado di diventare leader anche a livello mondiale, viene annunciata la fusione tra il gruppo di Londra e la Deutsche Borse. Tale proposta però è bocciata dall'Antitrust europea, la quale ha ritenuto che un accordo tra le due piazze finanziarie avrebbe dato alla nuova società un monopolio inaccettabile nel campo delle camere di compensazione degli strumenti a reddito fisso (Il Sole 24 ore). La struttura attuale del mercato italiano è suddivisa in base a due diverse logiche: la dimensione, in termine di capitalizzazione, e in base alla tipologia di azienda quotata (Figura 4).

Figura 4: Struttura dei mercati azionari di Borsa Italiana



Fonte: Borsa Italiana (2001). *Quotarsi in Borsa: la nuova segmentazione dei mercati di Borsa Italiana*

### 1.6.3.1 MTA

MTA è il mercato principale di Borsa Italiana, rivolto a imprese di medie e grandi dimensioni, che intendono aumentare le risorse finanziarie per finanziare un progetto di crescita. Esso è regolamentato e sottoposto a requisiti stringenti e allineati ai migliori standard internazionali, che garantiscono la capacità di attrarre investitori professionali e privati. L'altro mercato regolamentato è il MIV (Mercato degli Investment Vehicles), dedicato alla quotazione di veicoli che investono nell'economia reale, come Fondi d'Investimento Alternativi (FIA) di tipo chiuso. MTA è suddiviso in tre segmenti: STAR, dedicato alle società di media capitalizzazione, che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di liquidità, trasparenza informativa e corporate governance; Standard, rivolto 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 ad aziende con capitalizzazione superiore a 1 miliardo di euro. Le aziende quotate sul mercato telematico sono rappresentate dalla serie FTSE (Tabella 3), revisionata su base trimestrale, in modo da permettere alle public companies di essere sempre nell'indice più adatto a rappresentarle. Borsa Italiana, all'atto dell'ammissione, assegna a ciascuna azione un appropriato segmento di negoziazione in base all'entità della capitalizzazione di mercato. L'indice più rappresentativo del mercato italiano è il FTSE MIB, che comprende i 40 titoli più importanti e maggiormente capitalizzati, presenti sul listino di Piazza Affari. MTA supporta le società che

raccogliono finanziamenti nazionali e internazionali da parte di investitori istituzionali e professionali, registrando da sempre elevate performance di liquidità.

Tabella 3: Serie FTSE degli indici dei mercati azionari di Borsa Italiana

Indice	Descrizione
FTSE Italia All-Share	Rappresenta i titoli delle società appartenenti agli indici FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap ed FTSE Italia Small Cap.
FTSE MIB	Misura la performance dei primi 40 titoli italiani per dimensione e liquidità.
FTSE Italia Mid Cap	Rappresenta i 60 titoli delle società con maggior capitalizzazione, escludendo i componenti del FTSE MIB.
FTSE Italia Small Cap	È composto dalle altre azioni, al di fuori dell'indice FTSE MIB e del FTSE Italia Mid Cap, che rispettano requisiti minimi di liquidità e flottante.
FTSE Italia Micro Cap	Tutte le azioni non rappresentate dall'Indice FTSE Italia All-Share per carenza di liquidità.
FTSE Italia STAR	Rappresenta le società appartenenti al segmento STAR. Contemporaneamente le società STAR fanno parte anche degli altri indici a seconda della loro dimensione e liquidità.
Indici settoriali	Le società sono comprese anche in indici settoriali, a seconda della loro attività.

Fonte: Borsa Italiana (2001). *Quotarsi in borsa: la nuova segmentazione dei mercati di Borsa Italiana*

### 1.6.3.2 AIM Italia-MAC, il mercato per le PMI

Negli ultimi anni, l'attenzione riservata alle piccole e medie imprese, che rappresentano l'asse portante del tessuto economico e produttivo italiano, ha spinto Borsa Italiana a delineare alcuni mercati ad hoc per questa realtà. Il primo mercato destinato alle società di piccola e media dimensione è stato Expandi, attivo da dicembre 2003 a dicembre 2008. Esso richiedeva requisiti di accesso più bassi rispetto a quelli dell'MTA, tra i quali capitalizzazione minima a 1 milione di euro (a differenza dei 40 richiesti per MTA) e flottante almeno pari al 10% del capitale sociale. Tale mercato, inoltre, non imponeva cambi nella governance e consentiva di risparmiare intorno al 25% dei costi di quotazione rispetto a quelli necessari per accedere all'MTA (Borsa Italiana, 2001). L'IPO però, come vincolo a tutela degli investitori poco informati, poteva essere sottoscritta solo da investitori istituzionali, in possesso di una struttura finanziaria solida e di maggiori competenze per poter valutare l'investimento con adeguatezza. A cavallo tra il 2006 e il 2007 viene creato il MAC, che non richiedeva alcun requisito in termini di capitalizzazione minima, quota minima di flottante e numero minimo di anni di esistenza della società. Le uniche richieste per essere ammessi alla quotazione riguardano la presentazione di un'adeguata domanda di ammissione, del bilancio relativo all'ultimo esercizio e della relazione della società di revisione. Il 1° dicembre 2008, in seguito alla fusione con la borsa londinese, nasce AIM Italia, la cui grossa novità, rispetto ai precedenti mercati dedicati alle piccole e medie imprese, è l'apertura agli investitori retail. L'innovazione portata da tale mercato risiedeva nel fatto che, mentre il MAC era caratterizzato da una negoziazione mediante asta giornaliera, la negoziazione era continua e preceduta da un'asta di apertura. Nei primi anni le quotazioni che si sono registrate su questi mercati, tuttavia, sono state inferiori alle aspettative. Anche per questo motivo, oltre che per ragioni di maggiore efficienza, Borsa Italiana ha deciso di procedere all'accorpamento di AIM Italia e MAC, al fine di creare un unico mercato italiano destinato alla quotazione e negoziazione dei titoli delle PMI. Il 1° marzo 2012 nasce AIM Italia-MAC, con una formula che fa leva sul know how dell'AIM inglese da un lato e sulle specifiche esigenze del sistema imprenditoriale italiano dall'altro, il cui indice di riferimento è il FTSE AIM Italia. Un ulteriore valore aggiunto viene conferito dalla delibera del 13 dicembre 2017 della Consob, la quale ha disposto la registrazione di AIM Italia come mercato di crescita per le PMI (SME Growth Market) con efficacia dal 3 gennaio 2018: in questo modo esso può essere considerato un MTF, cioè un Multilateral Trading Facility. Questa qualifica gli consente di beneficiare delle iniziative che verranno emanate a livello europeo a favore di questa categoria, in particolare a sostegno di proposte che agevolano l'accesso ai capitali e riducono i costi di finanziamento delle PMI.

### 1.6.3.3 Contesto normativo

La crescita del numero di società quotate italiane è stata supportata anche da numerose iniziative politiche, che hanno promosso la quotazione delle imprese e la partecipazione degli investitori al mercato azionario. Lo sviluppo della borsa italiana è stato favorito dall'inasprimento degli standard di credito per i prestiti alle imprese dopo la recessione del 2011-2012, che ha spinto le aziende a cercare fonti di finanziamento alternative. Le emissioni obbligazionarie, gli investimenti in private equity e l'uso di nuovi strumenti finanziari (quali fondi di credito, prestiti peer-to-peer, crowdfunding) sono aumentati in modo significativo. Nel 2009 Borsa Italiana ha creato il mercato AIM Italia, con la grande novità che l'attività di trading è stata consentita anche agli investitori al dettaglio. I requisiti meno rigorosi, un processo IPO semplificato e un numero inferiore di regole di conformità hanno incoraggiato il listing delle PMI e anche delle grandi aziende. Gli incentivi alla quotazione, dal punto di vista regolamentare, sono stati promossi con la legge sulle dual class shares e con gli sgravi fiscali concessi alle imprese che accedono al mercato. Per superare il principio one share one vote, la legge italiana 116/2014 ha introdotto due diversi tipi di azioni, con e senza diritto di voto, consentendo ai principali azionisti di emettere più azioni, pur mantenendo un ruolo guida nella governance della società. La legge di bilancio 2018 ha invece introdotto un incentivo fiscale per le PMI che presentano domanda per l'accesso al listino di borsa, che consiste in un credito d'imposta sul 50% dei costi di consulenza sostenuti durante tale processo, fino a un importo massimo di mezzo milione di euro.

La creazione delle Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) come mezzo per riunire i fondi degli investitori da destinare alle IPO, è stata un'iniziativa che ha potenziato l'attività di quotazione su Borsa Italiana. Le SPAC cercano di acquistare o incorporare una società entro due anni dall'IPO, attraverso business combination, rappresentando quindi uno strumento di finanziamento alternativo alle IPO tradizionali. La loro diffusione in Europa è molto recente, a differenza degli Stati Uniti, dove erano popolari già dagli anni '90. In Italia, dal 2010 sono state create 30 SPAC, che da allora raccolgono fondi per circa 4 miliardi di euro (OECD). Gli investimenti in strumenti finanziari emessi da società italiane sono stati supportati anche dall'introduzione di esenzioni fiscali per i piani di risparmio individuali a lungo termine (PIR), con la legge del 19 dicembre 2019. L'incentivo fiscale consiste in un'esenzione totale dei rendimenti, delle plusvalenze e delle imposte di successione, se i PIR, costituiti a decorrere dal 1° gennaio 2020, hanno investito il 5% del 70% (ovvero il 3,5%) del loro valore complessivo in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB e FTSE Mid di Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati. L'introduzione di tali piani ha incoraggiato il lancio di fondi di investimento, che si sono focalizzati sui mercati azionari e obbligazionari italiani. Alla fine del 2018, 72 fondi italiani ed esteri, i cui assets totali ammontavano a 15 miliardi di euro, erano conformi alle regole di tali piani di risparmio (Russo et al., 2020). Un altro importante intervento normativo ha riguardato l'introduzione di un regime agevolato per l'emissione di obbligazioni da parte di imprese non quotate (mini-bond). Borsa Italiana ha istituito un segmento di mercato dedicato alla loro negoziazione (denominato ExtraMot Pro), aperto solo agli investitori istituzionali. La società di Piazza Affari Italiana ha, inoltre, avviato nel corso del 2019 un progetto di sviluppo del MIV, dedicato ai Veicoli di Investimento di tipo chiuso o a capitale permanente, con l'obiettivo di sviluppare un mercato che consenta di raccogliere in modo efficiente risorse finanziarie, sia in fase di costituzione del veicolo tramite IPO, sia in fase successiva tramite aumenti di capitale ricorrenti.

### 1.6.4 Evoluzione delle offerte pubbliche iniziali

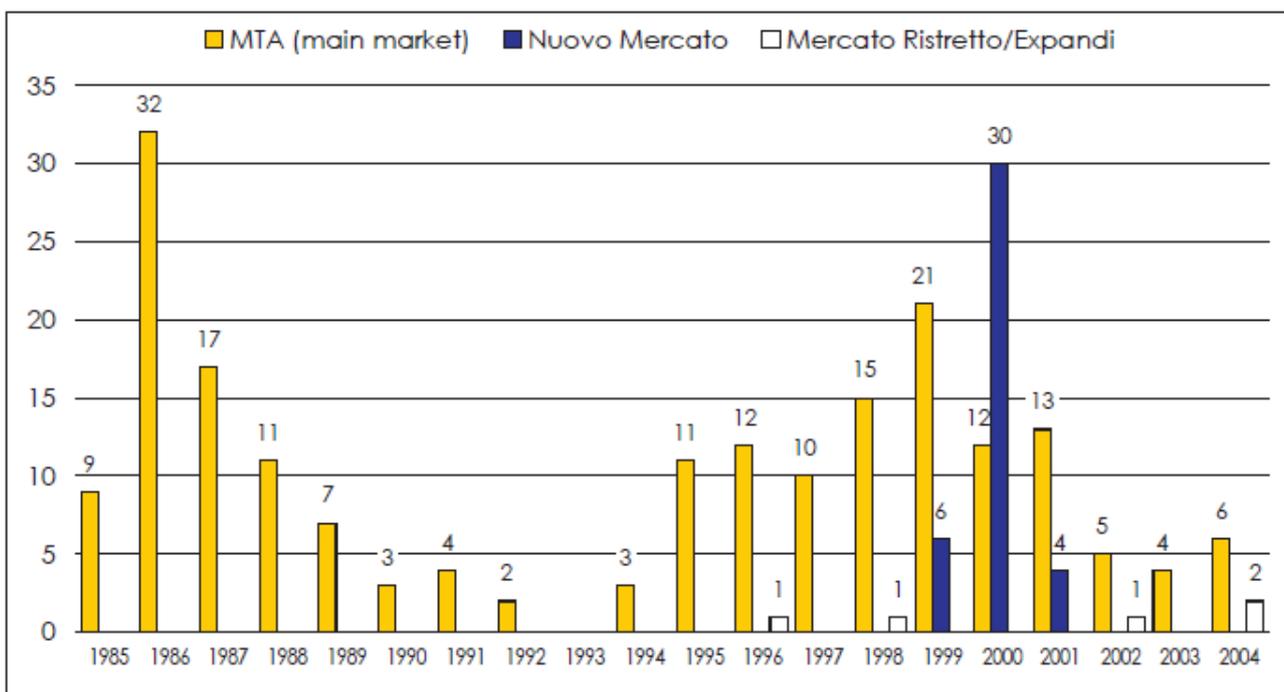
Il mercato italiano delle Offerte Pubbliche Iniziali si è profondamente evoluto nel corso degli anni, diventando sempre più simile a quello americano, sia rispetto alle regole stabilite dagli enti preposti, sia rispetto alle caratteristiche delle public companies. Le imprese quotate sulla Borsa Italiana nel corso del tempo tendono a essere più giovani e meno profittevoli rispetto al passato, raccolgono un maggiore ammontare di capitale durante l'IPO e sono caratterizzate da una struttura proprietaria meno concentrata. Dalle Vedove et al. (2005) riscontrano la tendenza a organizzare il processo di Offerta Pubblica seguendo le modalità tradizionalmente diffuse negli USA, come l'opzione di green shoe, le clausole di lock-up e l'attività di book

building. La determinazione del prezzo dell'offerta avviene ora dopo l'emissione del prospetto informativo, e spesso anche dopo l'offerta stessa, in maniera tale da incorporare nella decisione tutte le informazioni disponibili fino alla quotazione.

#### 1.6.4.1 Prime fasi storiche

Borsa Italiana ha realizzato molti sforzi per attrarre le società alla quotazione, come i benefici fiscali concessi dalla legge Tremonti e la riforma della doppia imposta sul reddito, soprattutto per favorire il listing delle società industriali di piccole e medie dimensioni. Negli anni '90 l'avanzamento del programma di privatizzazione del governo italiano ha contribuito al flusso di nuove IPO (Figura 5). Grazie anche allo slancio favorevole degli indici di borsa, culminato nel 1999 e nei primi mesi del 2000, il mercato azionario ha registrato un aumento del numero di IPO (42 nel 2000). Dopo lo scoppio della bolla della nuova economia e le drammatiche crisi nell'ambiente internazionale, il numero di IPO è costantemente rallentato in Italia, Europa, Stati Uniti e ha ripreso vigore solo partire dal 2005, sebbene la quantità di IPO non sia ancora paragonabile al numero più consistente di imprese che diventano pubbliche negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In questo periodo l'ultima IPO sul Nuovo Mercato è stata registrata nel 2001, mentre il mercato Expandi ne ha ospitato solo 5 tra il 1994 e il 2004. Le società quotate a seguito di un'Offerta Pubblica in Italia, dal 1990 al 2004, rappresentavano oltre il 50% delle imprese quotate in borsa in quel frangente di tempo.

Figura 5: IPO realizzate in Italia dal 1985 al 2004, per anno di quotazione



Fonte: Dalle Vedove et al. (2005). *The Evolution of Initial Public Offerings in Italy*

Durante questo periodo si possono distinguere cinque diverse fasi: dal 1985 al 1988, molte aziende, sfruttando lo slancio rialzista del mercato, hanno intrapreso la via del go public, con un boom di 32 nel 1986, la maggior parte delle quali, tuttavia, erano spin-off di società già quotate in borsa. La tabella 4, focalizzandosi sul settore commerciale in cui operano le società, utilizzando la classificazione adottata da Borsa Italiana, mostra che le categorie più rappresentate sono le Holding, le banche e le società di costruzione. Il mercato ha vissuto una fase fredda per le nuove quotazioni dal 1989 al 1994, poiché in sei anni solo 19 IPO sono state realizzate in Italia, in prevalenza effettuate da imprese finanziarie. Il periodo tra il 1995 e il 1997 è stato caratterizzato dal fatto che molte piccole e medie imprese industriali si sono quotate, sfruttando lo slancio positivo sul mercato e i benefici fiscali concessi dalla legge Tremonti. Nessuna holding (società senza attività operative rilevanti diverse dalle azioni di altre società quotate) è diventata pubblica in questo lasso di tempo.

Gli anni dal 1998 al 2000 sono stato influenzati dalla bolla mondiale delle IPO tecnologiche, con un livello record in Italia di 42 nel 2000. Le aziende delle categorie servizi (media, software, tecnologia dell'informazione) sono state le più rappresentate. Questa fase è stata anche favorita dall'introduzione di incentivi fiscali per gli aumenti di capitale (imposta sul doppio reddito), in particolare per le Offerte Pubbliche (Super DIT). Tra il 2001 e il 2004 si è verificato un nuovo calo del numero di IPO, durante il quale però un gran numero di imprese che erogano servizi pubblici ha scelto la via della quotazione. Il settore più attivo, durante tutto il ventennio preso in considerazione, è stato quello industriale, con 124 imprese quotate, contro le 47 e 71 del comparto finanziario e dei servizi.

Tabella 4: IPO realizzate in Italia dal 1985 al 2004, per settore di business (classificazione adottata da Borsa Italiana)

Business sector	1985-1988	1989-1994	1995-1997	1998-2000	2001-2004	Total
<b>Financial:</b>	22	10	4	9	2	47
- Banking	7	2	3	7	-	19
- Financial Services	2	3	-	1	1	7
- Holding companies	9	2	-	-	-	11
- Insurance	3	1	1	1	-	6
- Real estate	1	2	-	-	1	4
<b>Industrial:</b>	40	7	26	34	17	124
- Automotive	2	-	3	2	-	7
- Chemical	7	1	4	3	4	19
- Construction	9	1	1	1	1	13
- Electronics – Electromechanical	11	3	7	12	2	35
- Food	-	-	1	3	1	5
- Machinery – Mechanical	4	-	3	3	4	14
- Mineral – Metals – Petroleum	1	-	2	-	-	3
- Miscellaneous	1	-	-	4	3	8
- Paper	1	-	1	1	-	3
- Textiles – Clothing – Accessories	4	2	4	5	2	17
<b>Services:</b>	7	2	4	42	16	71
- Distribution	-	-	-	4	-	4
- Media and Entertainment	4	-	1	13	2	20
- Public utilities	1	1	1	7	6	16
- Transportation – Tourism	2	1	2	2	3	10
- Other services	-	-	-	16	5	21

Fonte: Dalle Vedove et al. (2005). *The Evolution of Initial Public Offerings in Italy*

Dalle Vedove et al. (2005) analizzano tutte le Offerte Pubbliche Iniziali condotte da imprese quotate sulla Borsa Italiana tra il 1985 e il 2004, mostrando l'evoluzione delle loro caratteristiche nel corso dei due decenni. Le statistiche su tale campione (Tabella 5) rivelano che dal 1985 al 1988 meno del 50% delle società ha raccolto nuovo capitale tramite OPS o OPVS; nel 1989-1994 questa percentuale aumenta fino al 68% (mentre le IPO con vendite secondarie diminuiscono dal 64% al 58%). Nell'intervallo di tempo tra il 1995 e il 2004, la maggior parte delle public companies ha effettuato vendite sia primarie che secondarie, con un incremento, rispetto alla fase precedente, di quelle che hanno emesso solo nuove azioni. Le ECO (imprese controllate da un'azienda o un gruppo di aziende già quotate) sono state frequenti negli anni 1985-1988, infatti molte holding hanno approfittato dello slancio del mercato rialzista per lo spin-off delle proprie filiali. Le società indipendenti sono invece predominanti dal 1995, visto che le ECO negli anni 1995-1997 hanno lanciato solo il 2,9% delle offerte realizzate in questo frangente, mentre le IPO di privatizzazione (PIPO) rappresentano oltre il 15% delle offerte nella fase temporale presa in considerazione.

Tabella 5: Statistiche riguardanti la tipologia di IPO effettuate nel mercato azionario italiano nel periodo 1985-2004

	1985-1988	1989-1994	1995-1997	1998-2000	2001-2004	Total sample
IPO sample	69	19	34	85	35	242
Issue type						
- OPV	35 (50.7%)	6 (31.6%)	3 (8.8%)	9 (10.6%)	4 (11.4%)	57 (23.6%)
- OPS	25 (36.2%)	8 (42.1%)	5 (14.7%)	26 (30.6%)	12 (34.3%)	76 (31.4%)
- OPVS	9 (13.1%)	5 (26.3%)	26 (76.5%)	50 (58.8%)	19 (54.3%)	109 (45.0%)
Equity carve outs	29 (42.0%)	5 (26.3%)	1 (2.9%)	6 (7.1%)	2 (5.7%)	43 (17.8%)
Privatization IPOs, controlled by						
- Government	13 (18.8%)	4 (21.0%)	2 (5.8%)	1 (1.2%)	2 (5.7%)	22 (9.1%)
- Other public entities	2 (2.9%)	1 (5.3%)	1 (2.9%)	7 (8.2%)	4 (11.4%)	15 (6.2%)
Firm age (years)						
Mean	48	38	48	37*	32	41
Median	37	36	40	19	16	28

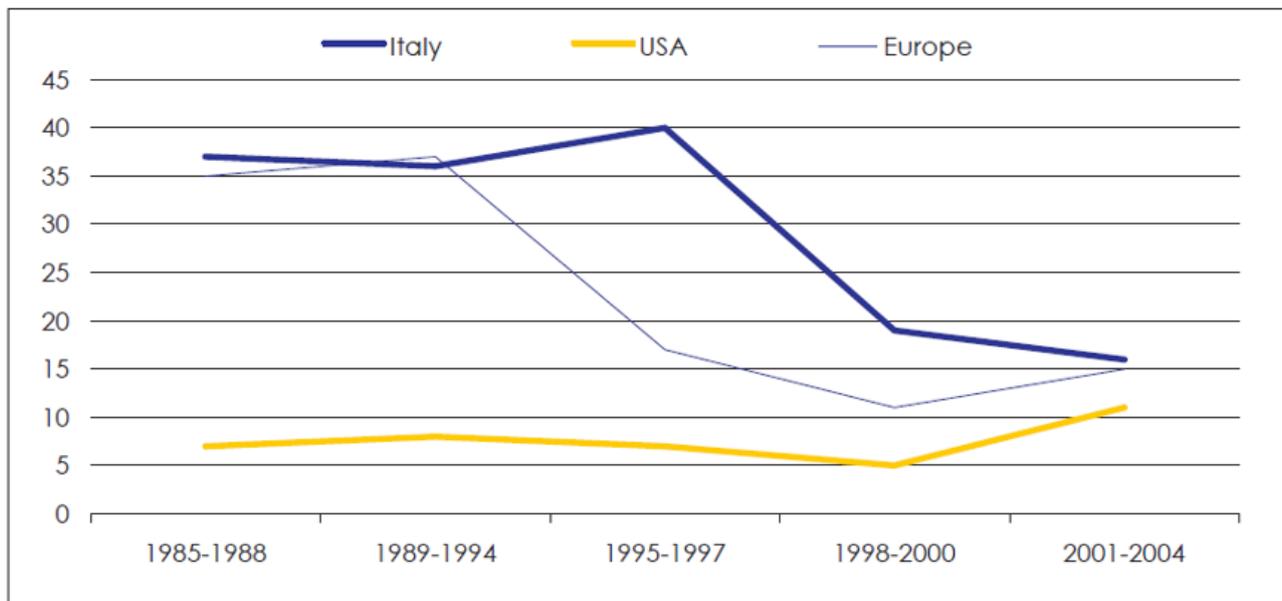
Fonte: Dalle Vedove et al. (2005). *The Evolution of Initial Public Offerings in Italy*

Durante gli anni '80 le società di privatizzazione erano imprese industriali direttamente o indirettamente controllate dal governo, mentre negli anni '90 le banche e le utility controllate da altri enti pubblici (come le amministrazioni locali) hanno caratterizzato il flusso di IPO. Quasi tutte queste imprese, durante la quotazione e negli anni seguenti, hanno continuato a essere controllate da soggetti pubblici. Le aziende che diventano pubbliche nell'Europa continentale, tradizionalmente, sono grandi imprese consolidate, che non hanno bisogno di finanziare la crescita futura (Pagano, Panetta e Zingales, 1998). Questi ultimi sottolineano che la tipica matricola di borsa è molto più grande e antica in Italia che negli Stati Uniti. Una spiegazione data dagli studiosi è che la mancanza di protezione dei diritti delle minoranze rende più difficile per le società giovani e piccole catturare la fiducia degli investitori.

Il mercato delle IPO italiane era caratterizzato dal fatto che le imprese che diventavano pubbliche erano mature e non avevano bisogno di finanziare la loro crescita futura. L'età media delle imprese del campione è pari a 41 anni (mediana 28 anni), mentre se si escludono le ECO e le PIPO, tale valore è pari a 32 anni (mediana 24 anni). Negli anni 1985-1988 la media era pari a 48, registrando una significativa diminuzione fino al 2004 a 32, denotando che le imprese che si quotano sono sempre più giovani. I fattori alla base di questa decisione, per una società indipendente, sono diversi da quelli di una ECO. Le dimensioni non contano per quest'ultime, visto che i costi fissi di quotazione sono parzialmente ridotti, essendo già a carico della società madre. Le piccole aziende indipendenti, inoltre, hanno difficoltà a farsi conoscere dal pubblico degli investitori, mentre le consociate possono sfruttare la reputazione della propria holding. Myers e Majiluf (1984), a tal proposito, osservano che le imprese non appartenenti a gruppi industriali, hanno maggiori vincoli finanziari e sono più colpite da asimmetrie informative.

L'avvento dei Nuovi mercati in Europa (in Italia il Nuovo Mercato), negli anni 1997- 2000, ha contribuito a una riduzione dell'età e delle dimensioni medie delle società quotate. La Figura 6 confronta l'età media delle aziende che hanno effettuato un IPO in Italia, negli Stati Uniti e in altri paesi europei dal 1985 al 2004. I dati confermano che l'età media in Italia e in Europa, rispetto a quella delle IPO statunitensi, è più alta, ma il divario è diminuito nel tempo (in Italia nella fase 1998-2000, in Europa già nel periodo precedente). Nel periodo 2001-2004 il valore medio è ulteriormente diminuito in Italia, mentre è leggermente aumentato in Europa e negli Stati Uniti. Dalla figura emerge un netto calo della mediana italiana, che passa da 40 (1995-1997) a 16 (2001-2004).

Figura 6: Età media delle imprese che hanno realizzato un'IPO in Italia, USA e in Europa (Belgio, Francia, Germania, Olanda e UK), per periodo di coorte

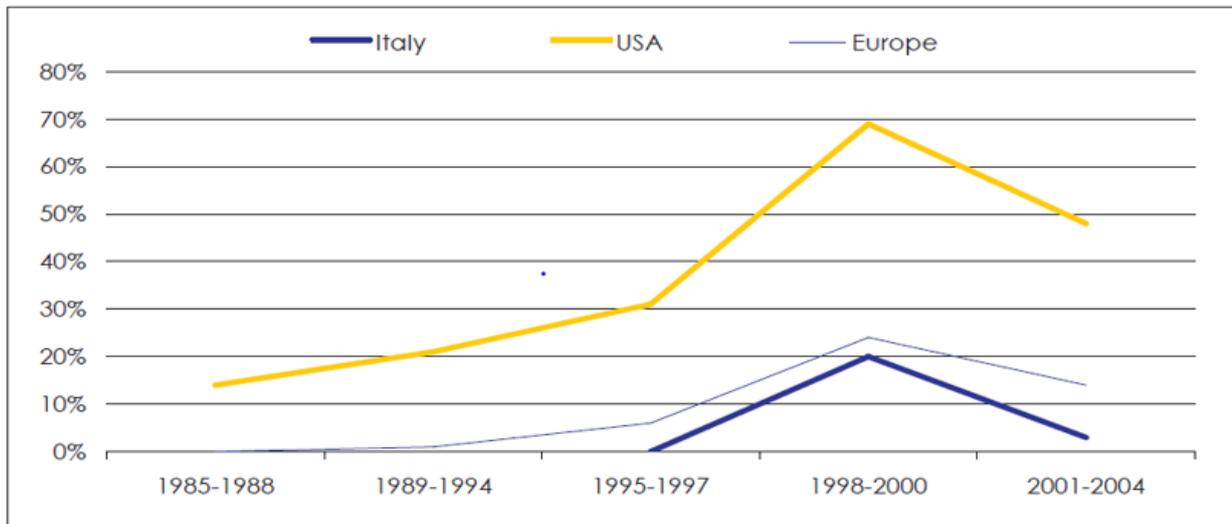


Fonte: Database di Jay Ritter per gli Stati Uniti e database di Giudici e Roosenboom per l'Europa

Rondi & Carpenter (2004), confrontando un panel di 1700 imprese italiane e statunitensi durante il periodo 1977-1999, rilevano caratteristiche simili per le public companies. Gli autori riscontrano che la dimensione delle aziende che diventano pubbliche in Italia tende ad essere molto più grande rispetto a quella delle IPO negli Stati Uniti. Queste ultime tendono a crescere rapidamente, in termini di attività e capitale, e i proventi raccolti a seguito dell'IPO sono ingenti rispetto alle dimensioni dell'impresa. Le società italiane, invece, non crescono rapidamente dopo la loro quotazione, che non genera una grande quantità di capitale finanziario per l'impresa. Le aziende che si quotano in Italia sono più vecchie e più grandi delle aziende pubbliche negli Stati Uniti. L'obiettivo principale per la tipica società americana è ottenere fondi per aumentare rapidamente la crescita dell'azienda, mentre quelle italiane sono meno motivate dai progetti di crescita. Gli studiosi, a conferma dei risultati precedenti, riscontrano che le aziende italiane diventate pubbliche negli anni '90, sono più piccole rispetto a quelle degli anni '80. La dimensione dell'IPO era maggiore rispetto a quella dell'impresa e quest'ultima manteneva una proporzione maggiore dei proventi derivanti da tale operazione.

La Figura 7 riporta la percentuale di imprese con profitto nullo (o negativo) nell'anno precedente l'IPO. Dal 1985 al 1997, solo società redditizie si sono quotate in Italia, dal momento che erano ammesse alla negoziazione solo quelle con una traccia triennale di utili positivi. La stessa tendenza, durante tale periodo, ha caratterizzato anche le altre principali borse europee, mentre negli Stati Uniti una percentuale crescente di aziende (30% nel 1995-1997) ha realizzato la propria IPO senza profitti. Durante il boom tecnologico, solo il 31% delle IPO statunitensi ha coinvolto società già redditizie, il cui valore è tornato al 51% nel 2001-2004, mentre in Europa e in Italia, si registra una minore probabilità che una società non redditizia si unisca alla borsa. Da un lato, accettando la quotazione di società non redditizie, un mercato azionario può offrire alle società in crescita l'opportunità di finanziare i loro investimenti futuri, ma dall'altro i rischi percepiti dagli investitori possono aumentare. Il lavoro di Dalle Vedove et al. (2005), in sostanza, suggerisce che nel corso degli anni 1985-2004 le caratteristiche delle imprese italiane che sono diventate public companies sono cambiate, poiché società sempre più giovani e meno redditizie hanno intrapreso questa scelta.

Figura 7: Frazione di imprese che hanno registrato profitti nulli o negativi durante l'anno precedente alla quotazione, in Italia, USA e in Europa (Belgio, Francia, Germania, Olanda e UK), per periodo di coorte



Fonte: Database di Jay Ritter per gli Stati Uniti e database di Giudici e Roosenboom per l'Europa

Uno degli aspetti più innovativi del mercato finanziario europeo di questo periodo è stata la creazione e lo sviluppo dei *Mercati Nuovi*, che si sono concentrati su società innovative in settori ad alta crescita, che hanno avuto un notevole successo in termini di numero di IPO e fondi raccolti: oltre 900 imprese si sono quotate dal 1996 al 2001 e il totale dei fondi raccolti è stato di circa 32 miliardi di euro (Susi, 2002). Questi nuovi mercati azionari (Nuovo Mercato in Italia) sono stati creati con caratteristiche e obiettivi simili a quelli del Nasdaq statunitense, ovvero fornire fonti di finanziamento alle aziende nelle loro prime fasi di sviluppo. Gli investimenti e i fondi raccolti tramite i Venture Capitalist, per quanto riguarda l'Italia, la Germania e la Francia, sono stati accelerati dalla creazione di questo tipo di listini. La tabella 6 mostra alcune statistiche relative alle IPO in questi due mercati, nel Nouveau Marché e nel Nasdaq: in quelli europei quasi 600 società sono diventate pubbliche tra l'inizio del 1996 e la fine del 2001, con una capitalizzazione di mercato che conta, alla fine del 2001, quasi 80 miliardi di euro, mentre la percentuale delle IPO che deriva da un aumento di capitale è superiore all'80%. La borsa con le imprese più antiche è il Nuovo Mercato, nel quale le società hanno un'età media quasi doppia rispetto a quelle del Nouveau Marché.

Tabella 6: Statistiche di riepilogo dei principali nuovi mercati europei e del Nasdaq (2006)

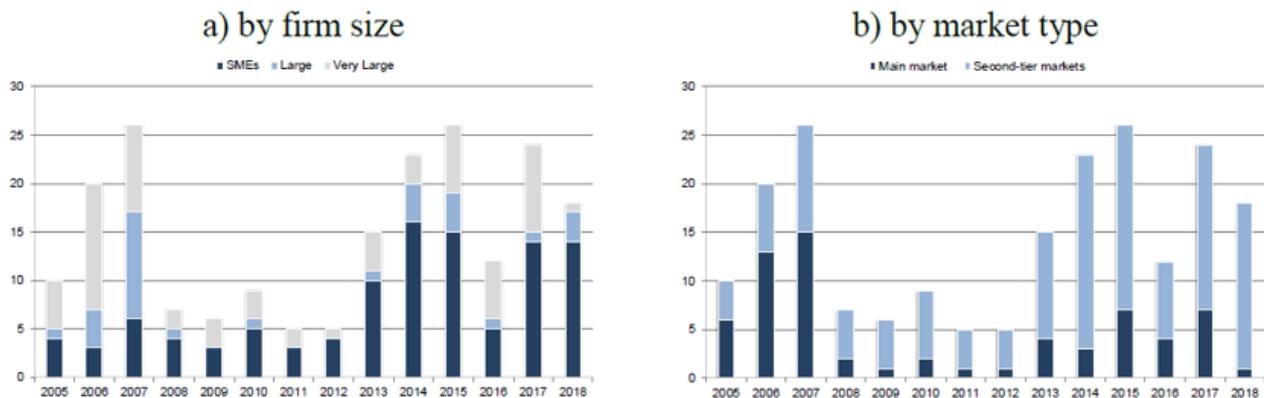
	Nasdaq	Neuer Markt	Nuovo Mercato	Nouveau Marché
Number of IPOs	4.876	356	45	176
Listed firms	4.109	326	45	164
Market capitalisation	3.289.459	49.933	14.801	15.011
Market capitalisation/GDP	24,5%	2,4%	1,2%	1,0%
Total funds raised <sup>(2)</sup>	332.876	21.611	4.042	2.966
Capital raised at IPO <sup>(3)</sup>	na	34,4	41,4	10,6
Proportion of IPO from capital increase	na	80,5%	92,8%	85,1%
Age at IPO (months)	na	103	157	81
Number of dual listings	na	24	2	12
Number of cross listings	na	45	0	6

Fonte: Susi (2002). *Venture capital, stock exchanges for high-growth firms and business creation: a study of ipos on the neuer markt and the nuovo mercato.*

#### 1.6.4.2 Divario con i principali paesi europei

L'evoluzione del mercato azionario in Italia continua dal 2005 in poi, con un aumento del numero di società quotate, dovuto principalmente all'ingresso di piccole e medie imprese all'interno di Piazza Affari. La dimensione della borsa, tuttavia, rimane piccola rispetto alla dimensione dell'economia reale, con un rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL pari a 36,8% nel 2019. Il divario dimensionale della borsa è difficile da colmare, a causa dei vincoli legati alla struttura dell'economia italiana, che è caratterizzata da un'alta percentuale di PMI e società molto grandi. Giordano & Modena (2017) ritengono che la scarsa propensione alla quotazione delle medie imprese italiane sia da ricondurre a fattori culturali, legati alla percezione da parte degli imprenditori di un assetto normativo e regolamentare eccessivamente gravoso. La crescita del mercato è stata incoraggiata da iniziative pubbliche e private, il cui obiettivo era facilitare l'accesso al finanziamento per le piccole imprese e attrarre investitori, soprattutto per il mercato AIM, che è stato il fattore trainante di questo progressivo sviluppo. Russo et al. (2020), focalizzandosi sulle aziende non finanziarie quotate (NFC) in Italia e negli altri principali mercati europei tra il 2005 e il 2018, riscontrano una notevole eterogeneità nel grado di sviluppo del mercato e nelle sue dinamiche. Il numero di IPO italiane realizzate dalle NFC, in proporzione al totale, nel 2005, era più elevato rispetto agli altri paesi. La figura 8 evidenzia che, mentre tra il 2005 e il 2007 le Offerte Pubbliche erano realizzate in prevalenza da grandi e medie imprese, dal 2008 in poi vi è una predominanza delle PMI (Figura 8, riquadro di sinistra). Questa tendenza è in linea con la scelta del mercato su cui è avvenuta la quotazione, dato che la maggioranza delle società ha optato per quelli secondari.

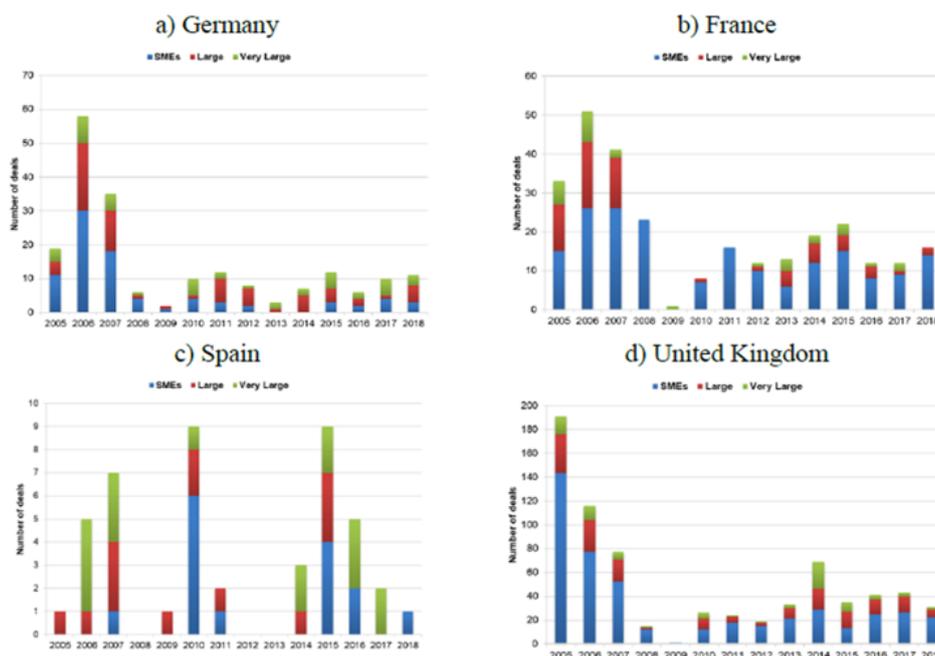
Figura 8: Numero di IPO delle società non finanziarie in Italia nel periodo 2005-2018, suddivise in base alla dimensione (lato sinistro) e in base al segmento di mercato (lato destro). Il panel di imprese denominate Second-tier markets, presente nella parte destra della figura, include le imprese del mercato Expandi (2004-2008), del MAC (2007-2012) e dell'AIM Italia (2009-2018)



Fonte: Russo et al. (2020). *Firms' listings: what is new? Italy versus the main European stock exchanges*. Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*.

L'aumento del numero di public companies, in Spagna, riflette sia un piccolo numero di delisting sia, come nel caso dell'Italia, l'ondata di IPO registratasi nel 2006-2007. La percentuale di Offerte Pubbliche lanciate da PMI, è stata molto meno pronunciata rispetto all'Italia, visto che sono state prevalenti solamente nel 2010 e 2018. Nel Regno Unito le imprese uscite dal mercato hanno avuto un peso maggiore rispetto a Germania e Francia, rappresentando circa il 70% di quelle che erano quotate nel 2005. In tutti e tre questi paesi, a differenza dell'Italia, il numero di IPO non è tornato ai livelli precrisi del 2005. La concentrazione di IPO tra le PMI, tuttavia, non ha consentito un aumento delle dimensioni del mercato azionario italiano, che rimane esiguo rispetto a quello degli altri principali paesi europei.

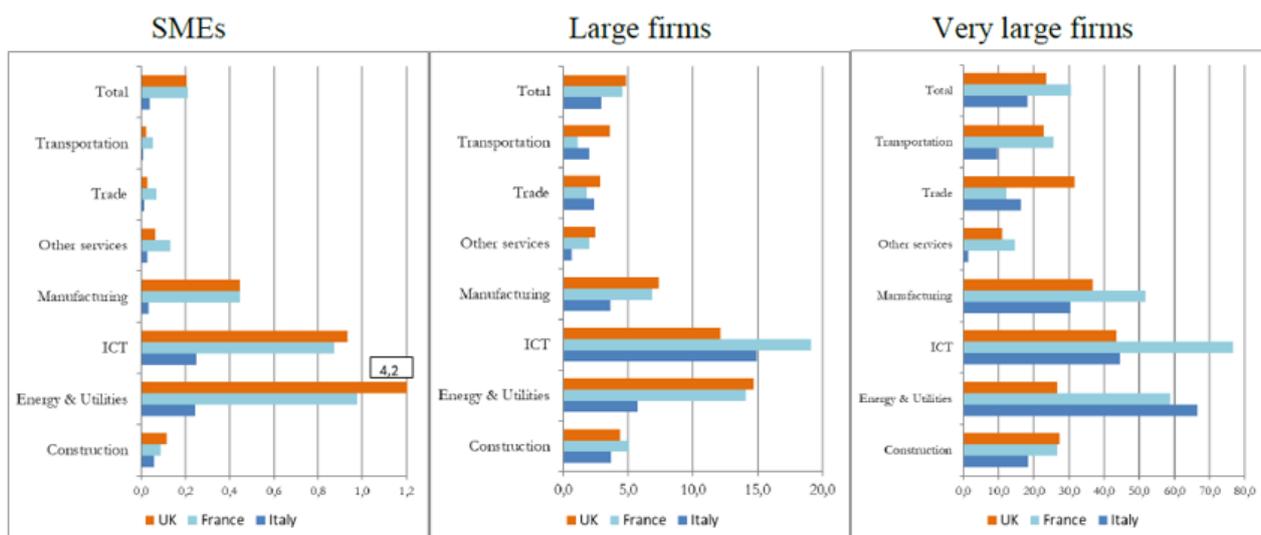
Figura 9: Numero di IPO delle società non finanziarie nel periodo 2005-2018 effettuate in Germania, Francia, Spagna e Regno Unito



Fonte: Russo et al. (2020). *Firms' listings: what is new? Italy versus the main European stock exchanges*. Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*.

Gli autori cercano di capire se questo divario è dovuto o all'esistenza di un numero limitato di aziende pubbliche o alla loro dimensione media, misurata come il rapporto tra i ricavi delle imprese quotate e private all'interno dell'economia. Dal confronto con Francia e Inghilterra emerge che la quota di NFC quotate in borsa varia significativamente a seconda del settore e della dimensione presa in considerazione (Figura 10). In settori fortemente regolamentati, quali energia e servizi pubblici, la percentuale di public companies nei paesi esteri è sistematicamente molto più grande rispetto agli altri settori, indipendentemente dalle dimensioni delle imprese. Il divario rispetto a Francia e Regno Unito è dovuto al numero inferiore di società che scelgono la via del go public. Queste differenze, particolarmente rilevanti per le PMI, sono diffuse in tutto il sistema produttivo e non dipendono dalla specifica distribuzione delle imprese nei settori o dalle loro dimensioni. I ricavi medi delle imprese italiane sono inferiori di circa il 30% rispetto alla Germania e la loro dimensione è inferiore in tutti i settori e le classi di dimensione. Le società italiane e spagnole, invece, presentano dimensioni medie simili, con proventi pari rispettivamente a 13 e 11 milioni di euro. Il divario, rispetto alle ultime due nazioni estere considerate, si concentra tra le aziende con oltre 2.000 dipendenti (Very Large Firms), mentre tra le PMI e le grandi imprese le differenze sono limitate e disomogenee tra i settori. L'esiguità del mercato azionario, in questo caso, si attribuisce alle dimensioni più limitate delle maggiori società che ne fanno parte.

Figura 10: Quota percentuale di imprese quotate in Inghilterra, Francia e Italia, suddivise per dimensione e per tipologia di attività (2016)

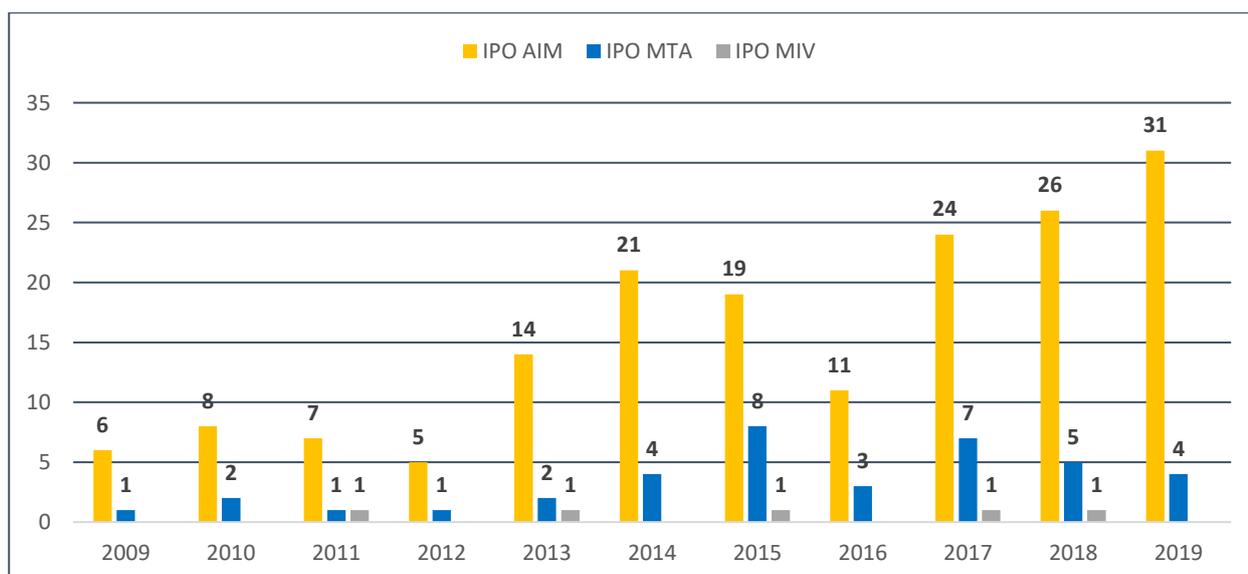


Fonte: Russo et al. (2020). Firms' listings: what is new? Italy versus the main European stock exchanges. Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza.

### 1.6.4.3 Anni recenti

L'espansione del mercato italiano è continuata anche nell'ultimo decennio, arrivando a toccare livelli record nel 2018 e 2019, durante i quali il numero di IPO è arrivato rispettivamente a 32 e 35. Il mercato AIM è stato quello predominante, dato che ha avuto luogo l'80% delle Offerte Pubbliche degli ultimi 10 anni (Figura 11). Nei mercati MTA e MIV, invece, il numero di nuove quotazioni è davvero esiguo, visto che nell'intervallo di tempo preso in considerazione sono diventate pubbliche solo 38 società, a differenza delle 172 dell'AIM. Ciò a conferma del fatto che la dimensione ridotta del mercato azionario italiano rispetto quello dei principali player del panorama europeo è dovuta alla scarsa propensione delle medie e grandi imprese di aderire ai listini di borsa.

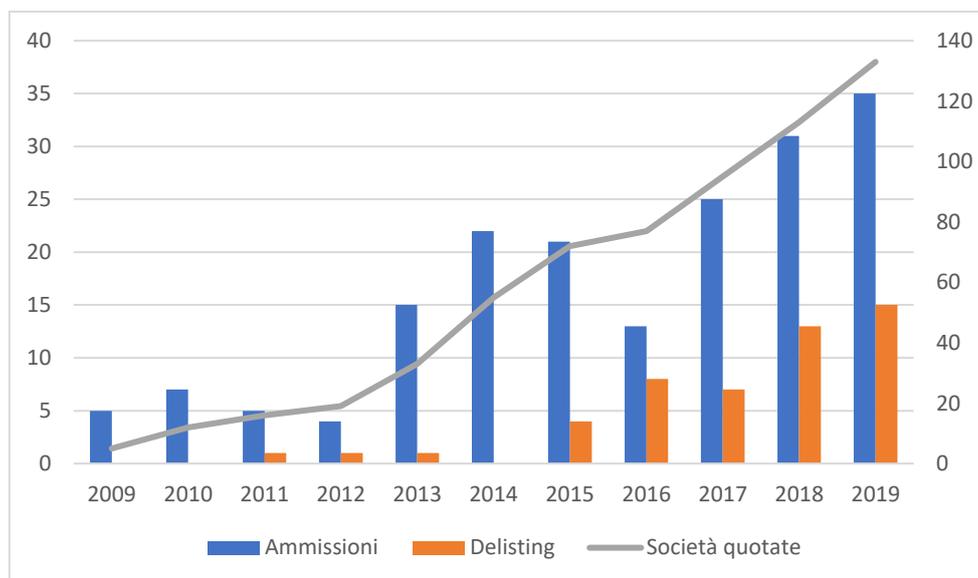
Figura 11: Numero di IPO realizzate in Italia dal 2009 al 2019 nei mercati AIM Italia, MTA e MIV



Fonte: Borsa Italiana, elaborazione personale

Il mercato AIM Italia si è progressivamente adeguato alle esigenze delle aziende e degli investitori, diventando col tempo un ambiente privilegiato per le società innovative. Esso è stato uno dei primi in Europa ad ottenere la qualifica di SME Growth Market (mercato di crescita per le PMI). La nuova categoria di Multilateral Trading Facility è stata ideata dalla Commissione Europea, con l'obiettivo di facilitare l'accesso delle PMI al mercato dei capitali. Tale listino ha consentito approcci innovativi all'IPO, come ad esempio la creazione delle SPAC, e permesso a diverse aziende un percorso di graduale avvicinamento al mercato principale. Nel corso dei suoi primi 10 anni di vita, si sono quotate su AIM Italia complessivamente 183 imprese, escludendo dal conteggio le società assorbite dopo la chiusura del listino MAC. La Figura 12 evidenzia, anno per anno, il flusso delle nuove quotazioni, dei delisting e il saldo complessivo delle quotazioni. Al termine del 2019 le imprese ospitate, al netto dei delisting, sono 128, con 31 IPO realizzate. Durante lo stesso periodo, sul mercato principale di Borsa Italiana, sono state ammesse 53 imprese, al netto di quelle trasferite proprio da AIM Italia, che quindi ha rappresentato il punto di accesso alla quotazione più rilevante per il mercato italiano. Il 2018 e il 2019 sono stati anni record per le ammissioni (66), durante i quali il numero di public companies ha toccato quota 133. La crescita di questo listino è rappresentata dal fatto che nei suoi primi dieci anni di vita il numero di aziende è passato da 5 a 133, con un numero di ammissioni quasi sempre crescente.

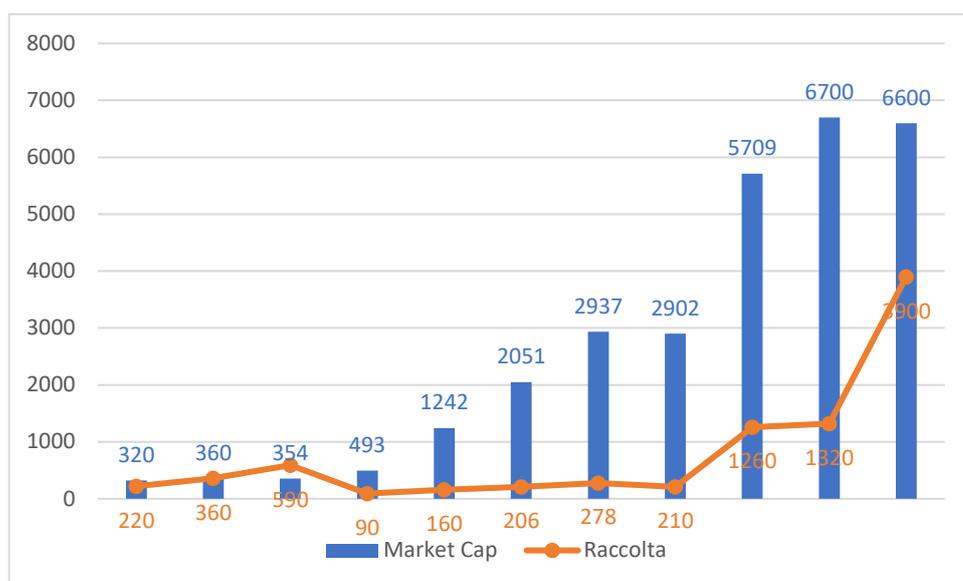
Figura 12: Numero di ammissioni, delisting e società quotate in Italia nel periodo 2009-2019



Fonte: Borsa italiana, elaborazione personale

Questo trend positivo è anche confermato dai dati sulla capitalizzazione di mercato e sul capitale raccolto durante l'IPO. La figura 13 mostra che entrambe queste grandezze hanno avuto una crescita esponenziale dall'anno in cui è stato fondato il mercato AIM, passando da un valore di 320 milioni a 6,6 miliardi per quanto concerne la capitalizzazione, mentre la raccolta ha raggiunto i 3,9 miliardi nel 2019. Il 2017 è stato l'anno di svolta per l'AIM, grazie all'introduzione dei Pir, che hanno giocato un ruolo strategico nella crescita del mercato, catalizzando l'interesse di nuovi investitori istituzionali e professionali. La performance dell'indice FTSE AIM ha fatto segnare nel 2017, rileva l'Osservatorio IR Top, un aumento del 23%, superiore al +16% dell'indice MIB. La raccolta di equity nel corso delle IPO si è attestata a 1,26 miliardi, 6 volte maggiore rispetto al 2016 (208 milioni), di cui l'86% derivante dalle Spac. Nel 2018 si è registrato il più alto numero di quotazioni dalla nascita dell'AIM, al termine del quale sono state portate a termine 26 IPO (19 aziende e 7 SPAC), contro le 24 del 2017 (Borsa Italiana). Un contributo fondamentale è arrivato dagli investitori istituzionali, che hanno investito un ammontare pari a di 812 milioni di euro, con una crescita dell'80% del loro numero (108 contro i 60 del 2017).

Figura 13: Capitalizzazione di mercato e raccolta di Equity nel corso dell'IPO (2019)



Fonte: Consob, elaborazione personale

Il 2019 ha infranto tutti i record stabiliti nell'anno precedente. Borsa Italiana ha registrato un numero di ammissioni pari a 41 (raggiungendo il livello del 2000), di cui 35 in seguito a un IPO e 6 tramite business combination, superando il precedente primato del 2018 di 26 IPO e 5 business combination<sup>3</sup>. La capitalizzazione di mercato complessiva si è attestata a 651 miliardi di euro, in crescita del 20,1% rispetto al 2018. Le performance degli indici FTSE hanno seguito questa scia positiva: il FTSE MIB registra una variazione del +30,4%, l'indice FTSE Italia All Share del +29,2% e il FTSE Italia STAR del +28,9% (Borsa Italiana). A fine dicembre 2019 si contano 375 imprese quotate sui mercati azionari, di cui 242 sul mercato MTA (di cui 78 STAR), 1 sul MIV e 133 su AIM Italia. Nel corso dell'anno si sono verificati i passaggi da AIM Italia a MTA, segmento STAR, di WIIT, Cellularline, Alkemy e Orsero. Ad aprile 2019 Borsa Italiana ha dato il benvenuto a Nexi che, dopo la quotazione a Wall Street di Uber, è stata la più importante IPO a livello mondiale e la maggiore quotazione degli ultimi vent'anni rivolta a un pubblico qualificato. La società, in seguito all'Offerta Pubblica, ha potuto vantare una capitalizzazione di 5,7 miliardi di euro, rappresentando la prima offerta in Europa per ammontare raccolto (Il Sole 24 ore). La capitalizzazione aggregata, pari a fine agosto a 6,8 miliardi, è stata condizionata dal fallimento di Bio-on, chiudendo a fine anno al valore di 6,6 miliardi. Il mercato italiano è stato, con 35 ammissioni, il primo mercato europeo non regolamentato come numero di IPO (Tabella 7), con una quota del 26%, seguito da Svezia (25%) e Francia (8%).

<sup>3</sup> Le cinque business combination sono state le seguenti: Gear 1 con Comer Industries, Alp.I con Antares Vision, Sprintitaly con Sicit 2000, Industrial Stars of Italy 3 con Salcef Group e Spaxs con Banca Interprovinciale.

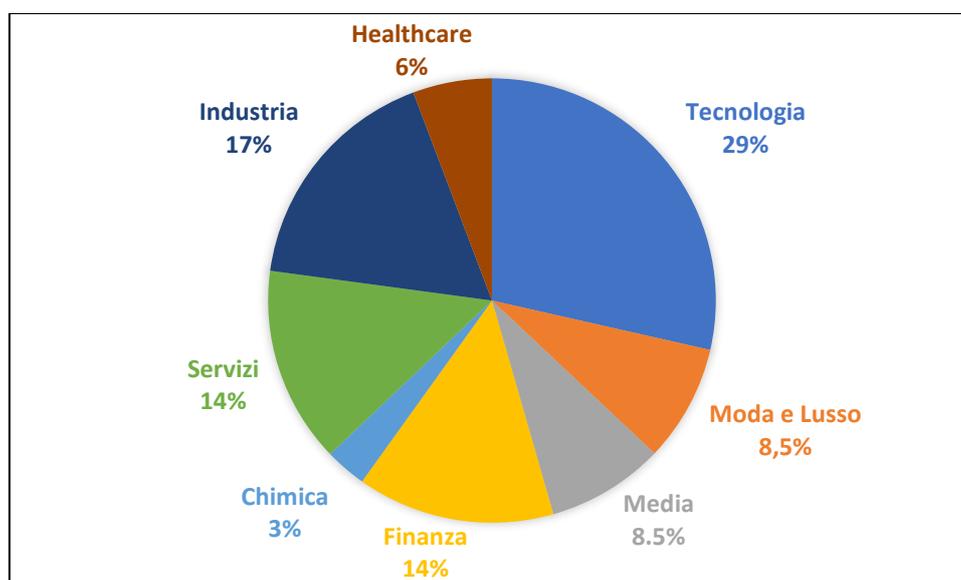
Tabella 7: IPO realizzate nel corso del 2019 nei Paesi europei

MERCATO	IPO	%
Italia	35	26%
Svezia	33	25%
Francia	10	8%
Norvegia	9	7%
Germania	6	4%
Svizzera	4	3%
Austria	4	3%
Danimarca	4	3%
Altri Paesi EU	28	21%

Fonte: Rielaborazioni IR Top Consulting su dati Factset e LSE Group al 31 dicembre 2019

La Figura 15 suddivide le imprese per settore merceologico, secondo la metodologia FTSE Russell. In generale si riscontra una certa diversificazione delle attività, a testimoniare la varietà del contesto produttivo nazionale. Il comparto prevalente è la tecnologia, nel quale hanno avuto luogo il 29% delle Offerte Pubbliche realizzate nel corso dell'anno. Il 56% delle nuove IPO si concentra su altri 3 settori: Finanza (5 aziende, 14%), influenzato dalla presenza delle SPAC, Industria (6 aziende, 17%) e Servizi (5 aziende, 14%). Le quotazioni sono state effettuate con l'obiettivo di rafforzare l'attività di ricerca e sviluppo, consolidare l'espansione sui mercati internazionali e incrementare la capacità produttiva.

Figura 15: IPO realizzate in Italia nel 2019 suddivise per settore merceologico

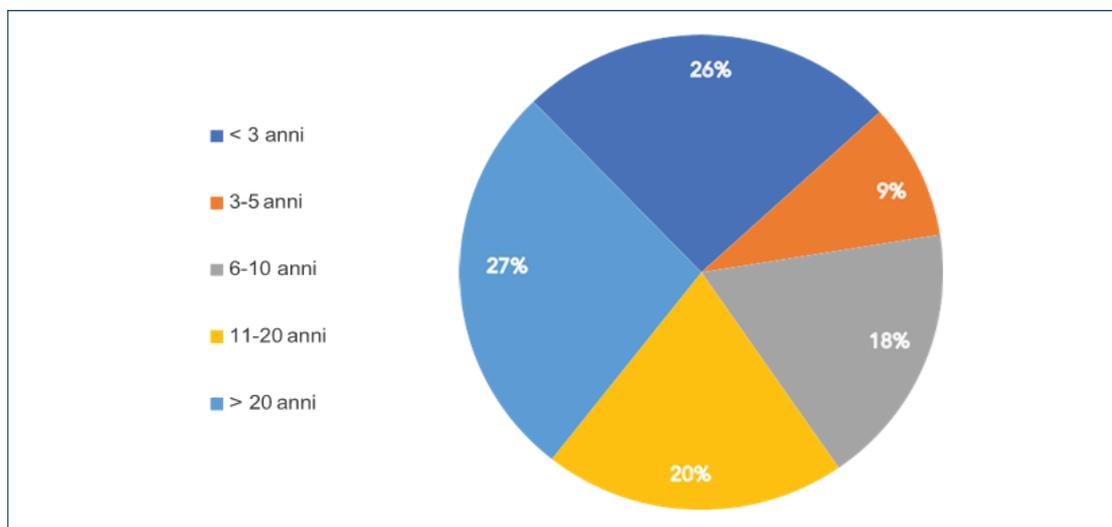


Fonte: Borsa Italiana, elaborazione personale

Una peculiarità mantenuta dalle IPO italiane nel corso degli ultimi dieci anni è la quotazione in una fase matura della loro esistenza (figura 16). Il numero medio di anni che separa la costituzione della società dalla quotazione è pari a 16, mentre la mediana è pari a 10 (Giudici, AIM Italia 2009-2019: 10 anni di storie imprenditoriali, 2019). Il 26% delle imprese divenute pubbliche sono state costituite da meno di 3 anni, la maggior parte delle quali sono SPAC, mentre il 20% ha un'attività pregressa tra gli 11 e i 20 anni. Il 47% delle società quotate dal 2009 al 1/09/2019 ha un'età compresa tra i 10 i e i 20 anni, il 27% delle quali con più di 20 anni di storia al momento della quotazione. Da questa analisi emerge che una quota considerevole di aziende quotate su AIM Italia vantano una storia imprenditoriale di lunga data, ma anche la presenza di matricole, soprattutto nei settori emergenti come la tecnologia, quotate dopo pochi anni di attività, a

testimonianza della versatilità del mercato nell'attrarre società con una storia imprenditoriale più recente. L'emittente, in alcuni casi, deriva da operazioni di riorganizzazione aziendale, attuate pochi anni prima su business esistenti da tempo.

Figura 16: Età media delle imprese presenti sul segmento AIM Italia, al momento dell'ingresso in Borsa Italiana. Campione: 173 società quotate dal 2009 al 1/9/2019



Fonte: Giudici G. (2019). AIM Italia 2009-2019: 10 anni di storie imprenditoriali.

Il mercato azionario italiano, in definitiva, è sempre stato contraddistinto da due caratteristiche, che continuano a caratterizzarlo anche negli ultimi anni: la maggioranza delle imprese che accedono ai listini sono PMI e l'accesso ai mercati in una fase avanzata della loro esistenza. AIM Italia ha raggiunto importanti traguardi, ma ha ulteriori potenzialità di consolidarsi, considerate le caratteristiche del tessuto imprenditoriale italiano, la necessità di patrimonializzazione delle piccole e medie imprese e l'obiettivo di convogliare il risparmio domestico sull'economia reale. L'auspicio è che tale mercato possa continuare ad attrarre e contribuire alla crescita delle eccellenze industriali italiane, il cui contributo alla produzione di ricchezza nazionale è sempre più strategico.

## 2. Processo di quotazione

Questo capitolo contiene la descrizione di tutta la procedura che un'impresa deve realizzare per quotare i propri titoli all'interno di uno dei segmenti azionari di Borsa italiana e dei cambiamenti che la scelta del Go Public implica per l'impresa. Il capitolo è suddiviso in base alle quattro fasi che compongono il processo di quotazione.

### 2.1 Introduzione

Il processo che conduce una società all'ammissione alle negoziazioni sul mercato è un'operazione molto complessa ed articolata, su cui incidono numerose variabili tra cui la dimensione, le caratteristiche dell'emittente, il settore in cui la stessa opera e la struttura dell'operazione che viene proposta e successivamente realizzata. In generale, il tempo minimo per la quotazione di una società è stimato in 4 mesi circa, a partire dalla riunione di lancio dell'operazione, ma se si considera la fase di preparazione della società, la procedura necessita di un tempo non inferiore ai 12 mesi (AIFI et al., 2001). L'ammissione alla quotazione non rappresenta solo un modo per accedere a nuove risorse finanziarie, ma un momento di svolta all'interno del ciclo di vita di un'azienda. È un processo di cambiamento che interessa l'assetto proprietario e manageriale della stessa, ma che ha un impatto anche sui rapporti coi clienti, con i fornitori e con l'ambiente finanziario in generale. Per tale motivo la decisione di quotarsi sui mercati borsistici deve necessariamente essere accompagnata da un'adeguata pianificazione delle diverse fasi del processo di IPO, in modo tale da rispondere in maniera soddisfacente alle richieste del mercato. La società, pertanto, è chiamata a svolgere un'attenta attività di analisi per individuare gli interventi necessari per uniformarsi a quanto richiesto dal mercato, soprattutto per quanto attiene all'area contabile, all'area organizzativa, all'area legale e alle politiche aziendali e finanziarie. L'impatto sugli aspetti che caratterizzano la struttura di una società risulta, empiricamente, uno degli effetti di maggior rilievo per le imprese che intraprendono la strada della quotazione. A tali società, infatti, è richiesto di effettuare un grosso sforzo di riorganizzazione interna per poter rispettare quelli che sono i requisiti richiesti dal regolamento di Borsa Italiana. In particolar modo, oggetto di tali adeguamenti risultano essere:

- i sistemi di corporate governance;
- la struttura organizzativa;
- i sistemi di pianificazione strategica e controllo di gestione.

Per quanto riguarda i sistemi di corporate governance, per le società che puntano al mercato MTA, si fa riferimento al Codice di Autodisciplina<sup>4</sup> emanato nel 2011 dal Comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana, al quale le società non sono obbligate a aderire, ma che rappresenta certamente un punto di riferimento per valutare l'adeguatezza del sistema di governance adottato dalla società che richiede l'ammissione al suddetto mercato. Per le PMI, invece, nonostante esse debbano garantire trasparenza e tutela dei diritti dei soci di minoranza, la quotazione sul mercato AIM Italia non prevede particolari e restringenti requisiti in merito ai sistemi di governance da adottare. I cambiamenti in tal senso, pertanto, non sono molto significativi e i principali interventi riguardano la ridefinizione delle deleghe e l'introduzione dell'amministratore indipendente dato che nelle PMI solitamente vi è un grande accentramento di potere nella figura dell'imprenditore, che è sia azionista di maggioranza (se non addirittura socio unitario) che amministratore della società.

---

<sup>4</sup> Il Codice di Autodisciplina realizzato dal comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana offre indicazioni di carattere operativo circa la corretta composizione del consiglio di amministrazione, il suo adeguato funzionamento, i meccanismi di controllo a tutela degli azionisti, in particolare di quelli di minoranza, e le politiche retributive del top management. Essendo l'adesione al codice volontaria, le disposizioni in esso contenute non devono essere obbligatoriamente rispettate dalle società quotate.

Considerazioni analoghe possono essere fatte in merito alla struttura organizzativa, intesa in senso stretto (organigramma aziendale), che la società deve adottare per poter essere ammessa alla negoziazione delle proprie azioni sui mercati borsistici regolamentati. Per il mercato MTA, anche in questo caso, si fa riferimento al menzionato Codice di Autodisciplina, mentre per il mercato AIM Italia non sono previsti particolari requisiti da rispettare, ma è comunque importante dotare la società di figure preposte alle più importanti funzioni aziendali, in modo tale da conferire maggiore organicità alla società e, soprattutto, da spersonalizzarne la gestione (Borsa Italiana, 2001). Un importante cambiamento si riscontra sui sistemi di comunicazione, che devono essere adeguati al fine di assicurare un'informazione trasparente, completa e tempestiva nei confronti del mercato.

Per quanto concerne il sistema di pianificazione strategica, le società che chiedono l'ammissione alla quotazione sui mercati sono obbligate a presentare il piano industriale, per il contenuto del quale si farà garante lo *sponsor*. Tale obbligo non persiste in capo alle società che chiedono l'ammissione al mercato AIM Italia, ma è prassi che anche esse redigano il piano industriale, data l'essenziale necessità di far conoscere al mercato le proprie strategie e prospettive di sviluppo (Benedetti, 2015). La finalità del piano industriale è quella di mostrare il modo in cui viene perseguito dalla società il proprio obiettivo ultimo, ossia quello della massimizzazione del valore per gli azionisti in un orizzonte temporale di lungo periodo. Un piano industriale redatto secondo la prassi dovrebbe contenere le seguenti informazioni:

- la strategia che la società ha perseguito ed il conseguente posizionamento competitivo che ha raggiunto, sottolineando le relazioni esistenti tra le scelte operate e le performance conseguite, in modo tale da evidenziare i *key value drivers*, ossia quei fattori sui quali la società può far leva e che influenzano in modo significativo i risultati raggiunti;
- la strategia che la società si propone di attuare in futuro per creare valore per i propri azionisti;
- le ipotesi individuate per la trasposizione delle intenzioni strategiche e del relativo action plan in dati economico-finanziari. La definizione delle suddette ipotesi deve tenere in considerazione tanto i trend registrati storicamente, quanto le dinamiche competitive del settore di riferimento;
- i prospetti con dati di conto economico, stato patrimoniale e flussi di cassa.

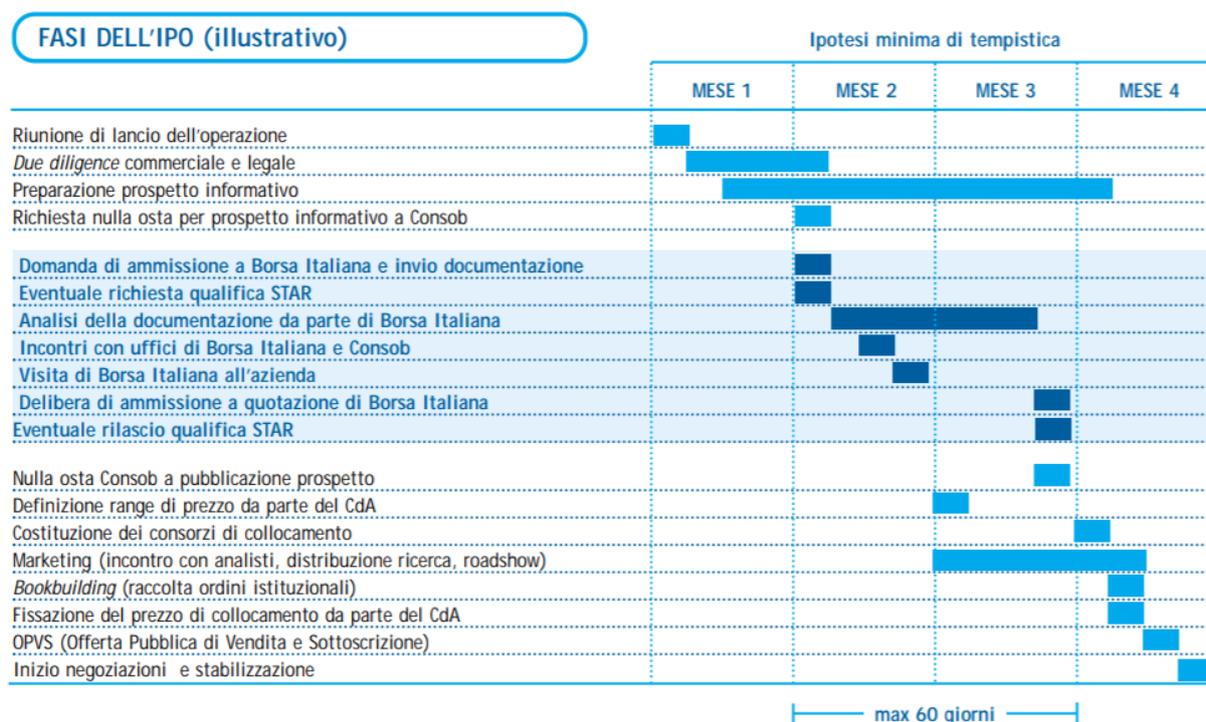
Il Regolamento di Borsa Italiana richiede inoltre che la società adotti un sistema di controllo di gestione affidabile e adeguato rispetto alle dimensioni ed alle caratteristiche produttive aziendali. A tal fine, in sede di presentazione della domanda di ammissione, la società deve redigere un documento in cui viene descritto il sistema di controllo adottato ed implementato, oltre ad un'apposita dichiarazione di adeguatezza dello stesso rilasciata dal presidente del collegio sindacale. La presenza di un sistema di controllo adeguato all'interno delle società quotate assolve ad una duplice funzione. La prima è quella tradizionale ed interna alla società, in quanto rappresenta un supporto di fondamentale importanza di cui l'impresa necessita per poter raggiungere il proprio obiettivo di creazione e massimizzazione del valore per gli azionisti. La seconda, invece, consiste nel fatto che il management potrà elaborare e trasmettere al mercato informazioni sull'andamento aziendale che siano reali, significative ed aggiornate costantemente, contribuendo, in tal modo, alla trasparenza delle informazioni e permettendo agli investitori di effettuare scelte consapevoli (Culicchi e Ruggieri, 2009). È una finalità di natura esterna alla società quotata. Il controllo di gestione rappresenta uno degli aspetti aziendali che subiscono un grande impatto in seguito alla decisione di quotarsi sui listini borsistici.

Le fasi in cui è suddiviso un processo di IPO (Figura 17) sono:

- Fase preliminare;
- Fase di due diligence;
- Fase istruttoria;

- Fase di collocamento.

Figura 17: Procedura che porta alla quotazione di un'impresa, nell'ipotesi di minimizzazione della tempistica necessaria



Fonte: Borsa Italiana (2001). QUOTARSI IN BORSA: La nuova segmentazione dei Mercati di Borsa Italiana.

## 2.2 Fase preliminare

Questa sezione contiene la fase preliminare del processo di quotazione, nella quale la società comincia a adattarsi ai cambiamenti necessari per lanciare l'IPO. In questa parte vengono descritti i requisiti che l'impresa deve soddisfare in base al segmento in cui sceglie di quotarsi e i soggetti che la affiancheranno durante tutto l'iter.

### 2.2.1 Mercato di quotazione

La prima scelta che una società deve prendere se decide di quotarsi, dopo aver considerato tutti gli aspetti descritti, è quella relativa al mercato in cui operare. Una società quotanda, infatti, può decidere di offrire le proprie azioni sul mercato domestico oppure affacciarsi sui mercati oltre i confini nazionali. A tal proposito, nonostante negli ultimi 10-15 anni sia stato constatato un rapido processo di integrazione delle normative e delle prassi operative dei mercati, bisogna evidenziare come, soprattutto a livello europeo per effetto del Financial Services Action Plan<sup>5</sup>, le società emittenti continuano a prediligere i mercati localizzati nel Paese in cui hanno sede (Iosio, 2001). Ciò è legato soprattutto a questioni di convenienza. Un'offerta al di fuori del mercato locale, infatti, prevede che la società si uniformi ai principi contabili applicati nel mercato borsistico di riferimento. Anche se tale tematica è stata notevolmente affievolita negli ultimi anni grazie all'introduzione dei principi contabili internazionali, la quotazione cross-border resta comunque più problematica e genera maggiori oneri in termini di gestione delle contrattazioni, uniformità alle disposizioni regolamentari e alle normative del mercato di riferimento. Tra le società di maggiori dimensioni, tuttavia, è molto diffusa la pratica di quotarsi su più mercati dando vita, così, ad un'offerta internazionale se non, globale. Le ragioni alla base

<sup>5</sup> Il *Financial Services Action Plan*, approvato dalla Commissione Europea l'11 giugno 1999, traccia le linee guida per procedere alla creazione di un mercato finanziario europeo integrato. Le tre priorità identificate da tale piano sono: l'integrazione dei mercati finanziari all'ingrosso, l'apertura dei mercati e dei servizi al dettaglio e l'armonizzazione e il rafforzamento delle regole di vigilanza.

del fenomeno del *dual listing*, che in alcuni casi diviene *multiple listing*, sono molteplici ma tra tutte va certamente ricordata la progressiva e sempre più diffusa globalizzazione dei mercati finanziari.

Le società di grandi dimensioni spesso decidono di quotarsi su più mercati anche per ridimensionare il problema del *flowback*, ovvero la possibilità che, in un periodo relativamente breve, le azioni detenute da investitori esteri vengano liquidate e ritornino nelle mani di investitori locali (Benedetti, 2015). Un ulteriore vantaggio derivante da una quotazione su più mercati è quello di riuscire a diversificare la platea di investitori e, di conseguenza, i comportamenti che questi ultimi assumono, rendendo meno volatile il titolo. Chiaramente, quando la quotazione è dettata da ragioni di ordine finanziario, si tenderà a preferire il mercato domestico per diversi motivi. Una società è generalmente più conosciuta nel Paese in cui ha sede piuttosto che all'estero, pertanto è più facile convincere gli investitori locali ad acquistare le azioni della società quotanda rispetto agli investitori esteri. In secondo luogo, la quotazione cross-border è senza dubbio più onerosa e complessa e generalmente richiede una tempistica maggiore. In definitiva, quando l'interesse è prettamente di ordine finanziario, sembrerebbe che non vi sia alcuna ragione a favore di una quotazione su un mercato estero. Di contro, quando sono ragioni di natura strategica a sollecitare un'IPO si potrebbe preferire un mercato estero. Ad esempio, la società potrebbe avere forti interessi commerciali in un determinato Paese e, quindi, decidere di quotarsi sul rispettivo mercato regolamentato di riferimento per diffondere il proprio brand e i propri prodotti e/o servizi in quella particolare zona geografica. Un altro motivo che potrebbe spingere una società a quotarsi in un mercato estero è rappresentato dalle differenti regolamentazioni previste dai diversi mercati borsistici. Alcuni di essi, infatti, prevedono delle norme meno stringenti che rendono più accessibile il mercato azionario per le imprese che ne vogliono far parte. Il caso Prada è emblematico. La società milanese, infatti, ha deciso di quotarsi sulla borsa di Hong Kong sia perché in Cina aveva forti interessi commerciali, sia perché in Italia aveva già tentato, in passato, di quotarsi fallendo per ben tre volte dato il suo livello di indebitamento giudicato eccessivo per i criteri di ammissione alla quotazione previsti dal Regolamento di Borsa Italiana S.p.a., criteri che, invece, risultavano molto meno stringenti per una quotazione sulla borsa di Hong Kong. Un ulteriore motivo di ordine strategico che potrebbe spingere una società a quotarsi in un determinato mercato estero potrebbe essere quello di stringere rapporti con le autorità locali che potrebbero rivelarsi molto importanti per la costruzione di nuove opportunità di sviluppo e crescita.

Borsa Italiana S.p.A. è la società che si occupa della regolamentazione e della gestione del mercato finanziario italiano, comunemente noto come Borsa di Milano. Essa vigila sul corretto svolgimento delle negoziazioni, definisce i requisiti, le procedure di ammissione, le procedure di permanenza sul mercato per le società emittenti e gestisce l'informativa delle società. Dal 1998 Borsa Italiana S.p.A. è un'organizzazione privata riconosciuta dalle autorità pubbliche di controllo, i cui azionisti sono i principali intermediari finanziari e alcune società quotate. In passato le società target per la quotazione potevano essere classificate in due macrocategorie (Figura 18):

Figura 18: Macro-categorie e caratteristiche principale delle società target per la quotazione, in base al sistema-mercati di Borsa Italiana



Fonte: Borsa Italiana (2001). QUOTARSI IN BORSA: La nuova segmentazione dei Mercati di Borsa Italiana.

A seguito della fusione tra Borsa Italiana S.p.a e la London Stock Exchange avvenuta nel 2007, si è provveduto ad una revisione della struttura dei mercati, dopo la quale Borsa Italiana gestisce due mercati azionari, MTA (Mercato Telematico Azionario) e AIM Italia (Alternative Investment Market). MTA si rivolge principalmente alle imprese di media e grande capitalizzazione che intendono attrarre risorse per finanziare un progetto di crescita ed è un mercato regolamentato sottoposto a requisiti stringenti e allineati ai migliori standard internazionali che garantiscono la capacità di attrarre investitori professionali e privati. All'interno del mercato MTA è presente il segmento STAR, dedicato alle società con capitalizzazione compresa tra i 40 e i 1000 milioni di euro, che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di liquidità, trasparenza informativa e corporate governance. È inoltre previsto un flottante minimo del 35% e l'indice relativo al segmento STAR è il *FTSE Italia STAR*.

Il mercato MTA al posto della vecchia tripartizione in Blue Chip, STAR e Standard, oggi presenta tre segmenti principali e uno residuale individuati in base a criteri di capitalizzazione e di liquidità dei titoli:

- **Large Cap:** identifica le 40 imprese maggiormente capitalizzate e con maggiore grado di liquidità, il cui indice di riferimento è il FTSE MIB;
- **Mid Cap:** comprende le successive sessanta imprese per capitalizzazione e grado di liquidità che hanno come indice azionario di riferimento il FTSE Italia Mid Cap;
- **Small Cap:** comprende le società non facenti parte delle prime cento ma che rispettano determinati criteri di liquidità e che sono rappresentate dall'indice FTSE Italia Small Cap;
- **Micro Cap:** rappresenta il segmento residuale del quale fanno parte le società che, oltre a non rientrare nei primi due segmenti, non rispettano neanche i criteri di liquidità.

A seguito della fusione con la London Stock Exchange permane il segmento STAR, mentre il mercato AIM Italia ha sostituito il vecchio mercato Expandi ed è dedicato alle piccole e medie imprese dinamiche e competitive, in cerca di capitali per finanziare la crescita. AIM Italia offre un percorso di quotazione calibrato sulla struttura delle piccole e medie imprese, prevedendo dei criteri di ammissione molto meno stringenti rispetto a quelli propri del Mercato Telematico Azionario.

### 2.2.2 Requisiti per la quotazione

Per realizzare una quotazione di successo la società deve soddisfare due tipi di requisiti: quelli formali, previsti dai regolamenti dei mercati gestiti da Borsa Italiana, e un insieme di requisiti sostanziali che riguardano le

caratteristiche fondamentali della società. A seguito della privatizzazione della Borsa, i requisiti formali presentano meno restrizioni a differenza dei requisiti sostanziali che hanno acquisito una maggior importanza.

### 2.2.2.1 Requisiti Formali

Conformemente alle diverse caratteristiche che contraddistinguono le società, per l'ammissione a quotazione nei diversi mercati sono previsti specifici requisiti formali (Tabella 8) stabiliti dai Regolamenti dei mercati di Borsa Italiana. Questo tipo di requisiti differiscono a seconda che ci si rivolga all'MTA o all'AIM Italia. Quest'ultimo è un mercato non regolamentato, pertanto non soggetto a regolamentazione specifica, con elevata flessibilità, caratterizzato da un percorso semplificato alla quotazione e da requisiti minimi di accesso. L'assenza di regolamentazione è legata al funzionamento di tale mercato, ai titoli e agli operatori ammessi, che non sono assoggettati alla disciplina specifica e all'autorizzazione delle Autorità di Vigilanza e che non sono iscritti nell'apposito albo. In fase di ammissione non c'è alcuna istruttoria, pertanto, da parte di Consob (AIFI et al., 2001).

Tabella 8: Requisiti formali stabiliti dai Regolamenti dei mercati di Borsa Italiana. Confronto tra i segmenti di mercato MTA, STAR e AIM Italia-MAC.

	MTA	Segmento STAR	AIM Italia - MAC
Flottante	25%	35%	10%
Bilanci certificati	3	3	1 (se esistente)
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani o internazionali
Offerta	Istituzionale / Retail	Istituzionale / Retail	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.indipendenti)	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

Fonte: Culicchi & Ruggieri (2009). Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia.

### 2.2.2.2 Requisiti Sostanziali

I requisiti sostanziali rappresentano un insieme di caratteristiche strategiche, organizzative, finanziarie e gestionali che caratterizzano il successo di un'impresa quotata e si possono riassumere nei seguenti punti:

- **Trend di crescita e concrete prospettive di sviluppo**

Il mercato è generalmente interessato alle imprese che hanno dimostrato nel recente passato un buon ritmo di crescita e che, alla luce del loro posizionamento nel contesto competitivo e delle strategie perseguite, vantano un notevole potenziale in termini di sviluppo dimensionale e di redditività prospettica.

- **Capacità di generare liquidità**

La società deve dimostrare la capacità di produrre il reddito e la liquidità che permettano, attraverso la distribuzione di un adeguato dividendo, la remunerazione degli investitori e di migliorare

l'appetibilità del titolo, sia durante la fase di collocamento del titolo che successivamente alla quotazione.

- *Credibilità*

Il processo di quotazione comporta la necessità di disporre di un sistema di pianificazione e controllo tale da garantire la formulazione di obiettivi di target e di piano compatibili con le risorse disponibili. La coerenza tra gli obiettivi dichiarati nel budget e i risultati effettivamente realizzati costituisce un test importante per la credibilità dell'impresa.

- *Trasparenza*

La società deve comunicare in modo efficace con l'esterno. Una comunicazione mirata ed esaustiva permette di enfatizzare i punti di forza e di evidenziare il vantaggio competitivo rispetto ad altre aziende operanti nel settore di riferimento. La disponibilità di corrette e tempestive informazioni facilita la valutazione dell'azienda da parte del mercato e contribuisce alla creazione e diffusione del valore dell'impresa stessa. Una corretta comunicazione presuppone quindi una interiorizzata disponibilità al rigoroso rispetto del principio della trasparenza ed una organizzazione interna del sistema contabile ed informativo finalizzato a questi obiettivi.

- *Maturità manageriale*

Al momento della scelta di quotarsi in Borsa, occorre vi sia l'intenzione di adottare una struttura manageriale formale, composta da un team dirigenziale motivato, capace ed indipendente. Il mercato impone chiarezza nel rapporto proprietà-impresa e richiede l'identificazione dei ruoli all'interno della stessa, affinché si riesca a conciliare la cultura familiare con un alto livello di professionalità manageriale.

- *Presenza di un leader*

È importante che, prima dell'avvio del processo di quotazione, sia identificata una persona di riferimento con la massima visibilità, sia nella fase di presentazione dell'azienda ai potenziali sottoscrittori dei titoli, che nei successivi incontri con la comunità finanziaria. Solitamente questa figura è ricoperta dal Presidente, dall'Amministratore Delegato o comunque da una persona con una solida esperienza, conoscenza dell'azienda e un'ottima capacità di coinvolgimento di tutti i dipendenti.

### 2.2.3 Soggetti coinvolti nel processo di quotazione

Quando una società matura la decisione di quotarsi in borsa, uno dei principali problemi che bisogna affrontare è proprio quello della scelta dei soggetti cui affidarsi per poter portare a compimento l'operazione. A tal fine la società emittente sollecita diversi intermediari finanziari ad occuparsi dell'operazione e vaglia tutte le proposte che le sono pervenute in modo tale da selezionare quella che maggiormente soddisfa le proprie esigenze. In gergo si dice che gli incarichi di *sponsor* e di *global coordinator* vengono affidati tramite *beauty contest*, nel caso in cui sia stata la società quotanda a sollecitare gli intermediari finanziari ad occuparsi dell'operazione. Nel caso in cui, invece, siano stati gli stessi intermediari finanziari a contattare la società e a prospetterle la possibilità di una quotazione candidandosi per ricoprire il ruolo di sponsor e/o di global coordinator allora si parla di *pitch diretto*. L'IPO è un'operazione molto complessa che coinvolge diversi soggetti tra cui gli azionisti Insider, gli investitori e gli analisti finanziari. Gli Insider che, anche se assisteranno ad una riduzione delle proprie partecipazioni, di certo godranno di una valorizzazione di esse. Il ruolo che essi assumono all'interno del processo di quotazione varia a seconda della loro natura. Tra i soci possono essere presenti degli investitori istituzionali che saranno altamente coinvolti nella fase di preparazione della società all'IPO data la loro specializzazione in tale tipologia di operazioni e gli interessi che nutrono in tale fase. Tra gli Insider si possono identificare dei soci fondatori che svolgono anche un ruolo di tipo manageriale

all'interno della società e, pertanto, saranno coinvolti nelle attività operative giornaliere che hanno lo scopo di portare la società alla quotazione sul mercato.

Altri soggetti che partecipano al processo di quotazione hanno il compito di giudicare la validità ed il valore dell'offerta proposta dalla società quotanda e sono investitori e analisti finanziari. Gli *investitori* sono una categoria molto eterogenea di soggetti che operano secondo logiche differenti. Possono essere classificati in due categorie: investitori *retail* e investitori *Istituzionali*. I primi sono risparmiatori (imprese, società o altri enti) che non sono qualificabili come clienti professionali e che si rivolgono agli intermediari per effettuare i propri investimenti. Gli investitori istituzionali comprendono, invece, operatori finanziari professionali che operano per proprio conto o nell'ambito di un mandato di gestione per conto di loro clienti (società assicurative, banche, società di gestione del risparmio, istituti di credito e altri). In particolar modo gli investitori istituzionali partecipano attivamente alla costruzione della curva di domanda, mentre gli investitori retail sono considerati solo come una variabile aggregante, in quanto si crede che essi seguano il comportamento degli investitori istituzionali. Gli *analisti finanziari*, invece, ricoprono un ruolo fondamentale all'interno del processo di quotazione in quanto la loro credibilità e reputazione è tale da poter condizionare l'interesse degli investitori più importanti e, dunque, influenzare notevolmente il successo dell'operazione.

#### 2.2.3.1 Soggetti Istituzionali

Le controparti istituzionali che partecipano al processo di quotazione di un'impresa sono:

- CONSOB: si tratta dell'autorità amministrativa di vigilanza sui mercati finanziari chiamata a garantire la tutela degli investitori e l'efficienza, la trasparenza e lo sviluppo del mercato mobiliare italiano. Si occupa del rilascio del nulla osta alla pubblicazione del Prospetto Informativo funzionale alla quotazione e all'offerta. In particolar modo la Consob, all'interno di un processo di quotazione, disciplina i contenuti e le modalità di diffusione di tutta quella che risulta essere l'informativa periodica che la società deve presentare. È chiamata anche a verificarne la correttezza e la veridicità di tali documenti.
- Borsa Italiana: disciplina il rilascio del provvedimento di ammissione a quotazione delle azioni della società quotanda. In particolare, si occupa dell'ammissione, della sospensione e dell'esclusione di strumenti finanziari e di operatori alle negoziazioni. Borsa Italiana, inoltre, gestisce e controlla le negoziazioni e gli obblighi di operatori ed emittenti. Essa emana un Regolamento che definisce i criteri di ammissione alla quotazione per ciascun segmento di mercato e la disciplina a cui sono sottoposte le società in seguito alla quotazione. L'obiettivo principale di Borsa Italiana è sviluppare i mercati e massimizzarne la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza.
- Monte Titoli: è il depositario centrale nazionale per i titoli di Stato e per tutti gli strumenti finanziari di diritto italiano e si occupa della gestione accentrata obbligatoria di quest'ultimi. Oggi tutti i titoli sono accentrati presso Monte Titoli in forma esclusivamente dematerializzata per quasi la totalità degli stessi.

#### 2.2.3.2 Consulenti Finanziari

Una volta presa la decisione di quotare la propria azienda, è bene pianificare in modo adeguato le diverse fasi del processo di quotazione, per rispondere con appropriatezza alle richieste di mercato e per cercare di soddisfarne le aspettative. Oggi, per una società intenzionata a quotarsi, è possibile incontrare i rappresentanti di Borsa Italiana "informalmente" e in via esplorativa, al fine di ricevere delucidazioni in merito alla procedura da seguire. Borsa Italiana, infatti, si fa promotrice di questo tipo di incontri con gli imprenditori al fine di diffondere la cultura della quotazione. Se non si hanno al proprio interno le relative competenze, o un partner finanziario in possesso del know how necessario a supportare l'impresa durante il processo di quotazione, è opportuno nominare un *Advisor* (AIFI et. al, 2001). Si tratta del consulente finanziario specializzato a cui viene affidato il compito di elaborare il progetto di fattibilità dell'operazione.

Esso sarà coinvolto nelle scelte riguardanti le caratteristiche dei titoli da emettere, i rapporti con gli organismi del mercato e la realizzazione del prospetto informativo. Tale figura deve anche valutare quale sia il valore di riferimento dell'azienda, che rappresenta un primo orientamento per l'imprenditore per la fissazione del prezzo di vendita, e il valore di base per la negoziazione del prezzo di collocamento.

Lo *Sponsor* è invece un intermediario finanziario che accompagna l'impresa sia nella fase di preparazione alla quotazione che durante il primo periodo di permanenza sul mercato. Il Regolamento di Borsa Italiana S.p.a. all'art. 2.3.1 stabilisce che la società che presenta domanda di ammissione alla quotazione deve provvedere, obbligatoriamente, alla nomina di uno sponsor, il quale deve farsi garante nei confronti del mercato della qualità, della veridicità e della completezza delle informazioni che vengono rilasciate dalla società quotanda. Tale incarico deve avere durata almeno pari ad un anno a partire dalla data di inizio delle negoziazioni. Solo nel caso in cui le azioni, di cui si chiede l'ammissione alla quotazione, siano già quotate in un altro mercato regolamentato europeo o extracomunitario, Borsa Italiana può esentare l'emittente dalla nomina dello sponsor. L'attività di sponsor può essere esercitata da banche, da imprese d'investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie, oltre che dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 117 del Testo Unico Bancario<sup>6</sup>. Questa figura svolgerà le seguenti funzioni:

- Riferire a Borsa Italiana tutte le informazioni sull'emittente di cui è a conoscenza e dichiarare che i dati previsionali siano stati redatti secondo la migliore prassi;
- Attestare, sulla base di una verifica svolta da una società di revisione, che l'emittente utilizzi procedure contabili ed amministrative adeguate;
- Assicurare di avere informato il manager della società emittente degli obblighi e delle responsabilità derivanti dall'ammissione a quotazione;
- Pubblicare, dopo la quotazione, almeno due analisi finanziarie all'anno sull'impresa quotanda ed altre in occasione dei principali eventi societari;
- Organizzare almeno due volte all'anno un incontro tra il management della società e la comunità finanziaria nazionale.

Lo sponsor generalmente ricopre anche il ruolo di *Global Coordinator* e anche, spesso, quello dell'Advisor. Il perché tali compiti vengano riuniti sotto un unico attore è da ricercare soprattutto in questioni di natura economica. Nominare, infatti, un unico soggetto che svolga più ruoli equivale ad un risparmio di costi notevole (Culicchi & Ruggieri, 2009). Non è necessario, nei processi di quotazione che hanno ad oggetto società di piccole dimensioni, incaricare più attori in quanto le procedure di ammissione alla quotazione sono notevolmente semplificate dal Regolamento di Borsa Italiana. Ciò è particolarmente riscontrato nel mercato italiano, il tessuto economico italiano, infatti, è rappresentato per la maggior parte da piccole e medie imprese (PMI), pertanto quasi tutti i processi di quotazione sono caratterizzati dalla coincidenza dei ruoli di sponsor e di global coordinator. Per tali motivi, nel prosieguo si assumerà che i ruoli di Sponsor e di Global Coordinator sono svolti dalla stessa figura professionale.

Il *Global Coordinator* non è menzionato all'interno del Regolamento, ma rappresenta una figura chiave all'interno del processo di IPO ed è presente in tutte le sue fasi. Tale ruolo può essere ricoperto da banche d'investimento italiane o estere, autorizzate a svolgere servizi di collocamento ai sensi del Testo Unico Bancario. L'attività del global coordinator inizia con uno studio di fattibilità dell'operazione per decidere se dare seguito o meno alla stessa. Successivamente, se si è dato seguito all'operazione, svolge l'attività di due diligence ed inoltre si occupa anche dei rapporti tra l'emittente, la società di gestione del mercato (Borsa Italiana) e l'autorità di vigilanza (Consob). Dato il suo ruolo di coordinamento il G.C. è presente ovviamente

---

<sup>6</sup> Il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia è un testo, emanato con il d.lgs 1° settembre 1993 n. 385, che contiene tutta la legislazione bancaria italiana e disciplina l'attività delle banche, in termini di gestione del credito e vigilanza su di esse.

in tutte le fasi del processo di quotazione, dalla costituzione del consorzio di collocamento alla stabilizzazione del titolo sul mercato nel periodo immediatamente successivo alla quotazione (aftermarket). Nel caso dei consorzi per un'offerta pubblica, la costituzione di tale consorzio è di competenza del global coordinator che spesso assume anche la qualifica di capofila (Lead manager) dell'operazione di collocamento. Il *Consorzio di collocamento* (Sindacato di collocamento) è costituito dagli istituti finanziari che si impegnano a collocare sul mercato i titoli emessi. Tale figura svolge quindi la funzione di consulente specializzato in ordine alle modalità ed ai tempi dell'emissione e per quanto concerne le caratteristiche tecnico-economiche da attribuire ai titoli e, inoltre, garantisce all'emittente di raggiungere tutti gli investitori potenzialmente interessati all'acquisto dei titoli. All'interno del consorzio viene nominata un'impresa capofila, definita *Lead manager o Underwriter*, che è responsabile della gestione dei membri del consorzio di collocamento e del coordinamento delle loro attività durante il periodo dell'offerta.

Gli altri consulenti coinvolti o che possono essere coinvolti durante il processo di quotazione di un'impresa sono:

- *Consulente di comunicazione*: è responsabile per la massimizzazione dell'accoglienza del titolo da parte degli investitori attraverso la comunicazione efficace dell'immagine della società e dei suoi prodotti, garantendo la corretta gestione dei rapporti con la stampa. Tale società si occupa della campagna di comunicazione dell'offerta, della preparazione dei comunicati stampa, dell'informativa al mercato, degli aspetti logistici del roadshow e della comunicazione finanziaria. Essa svolge un ruolo cruciale nella fase di marketing dell'offerta, fornendo servizi di *investor relations* e "educando" la società a gestire i rapporti con la comunità finanziaria. Anche per la scelta di questa società generalmente l'imprenditore si avvale della consulenza dell'Advisor.
- *Società di revisione*: è responsabile per la revisione dei bilanci della società ai fini del collocamento, per il rilascio di documenti contabili relativi al prospetto informativo e per le relazioni sul bilancio d'esercizio. Collabora alla redazione del prospetto informativo rilasciando anche delle *comfort letter* allo sponsor e al global coordinator riguardanti tale documento, oltre che il business plan che deve essere presentato a Borsa Italiana.
- *Studio legale*: può essere incaricato dal coordinatore globale o dalla società e ha la responsabilità di assistere la società negli adeguamenti statutari, nella redazione del prospetto informativo, negli adempimenti legali, nei contratti di sottoscrizione delle azioni ed in generale su tutti gli aspetti di natura legale, contrattualistica e normativa del processo di quotazione. È necessario quindi che venga verificata in anticipo l'esperienza dello studio scelto, in termini sia di familiarità con gli aspetti legali dei collocamenti azionari, sia di conoscenza delle problematiche della società.
- *Consulente fiscale*: è incaricato dall'emittente dell'assistenza su tutti gli aspetti di natura fiscale legati al processo di quotazione e permette alla società l'ottimizzazione della leva fiscale, anche alla luce delle nuove norme sulla tassazione per le società quotate<sup>7</sup> (DIT agevolata).

---

<sup>7</sup> La Dual Income Tax è l'imposta sul reddito delle società, che discrimina i profitti realizzati dalle imprese a seconda della redditività degli investimenti. La quota di profitto normale, pari al rendimento di mercato o a quello dei titoli obbligazionari, è tassata con un'aliquota inferiore per le società quotate.

- *Eventuale consulente per la verifica dei dati extracontabili*: è responsabile della verifica dei dati extracontabili da inserire nel Prospetto Informativo e nell'*Offering Circular* qualora tale verifica non sia effettuata dalla società di revisione.
- *Eventuale consulente per il roadshow*: è incaricato di assistere l'emittente nell'organizzazione del roadshow.
- *Specialist*: Il regolamento del segmento STAR prevede anche l'intervento di un operatore, che assume la funzione di sostegno della liquidità del titolo, definito *Specialist*. Questa condizione è importante sia per favorire l'attività di compravendita da parte degli investitori istituzionali, sia per garantire un efficiente meccanismo di formazione dei prezzi. Esso è un intermediario finanziario che svolge queste due funzioni: esporre continuamente sul mercato proposte di acquisto e di vendita a prezzi che non si discostino tra di loro di una percentuale superiore a quella stabilita nelle istruzioni da Borsa Italiana e per un determinato quantitativo giornaliero, pubblicare almeno due analisi finanziarie all'anno sull'emittente e organizzare almeno due incontri all'anno tra il management della società e la comunità finanziaria nazionale.
- *Nomad*: è una figura centrale per il mercato AIM Italia. I Nomad devono essere ammessi da Borsa Italiana e sono iscritti in un apposito registro. Esso ha la funzione di valutare l'appropriatezza della società ai fini dell'ammissione al mercato, di supportarla nel mantenere un profilo adeguato di trasparenza informativa nei confronti degli investitori, di stimolare l'attenzione da parte della società al rispetto delle regole derivanti dall'essere quotata su AIM Italia, massimizzandone i benefici (Mancaruso et al., 2009).

I principali compiti del Nomad sono effettuare la due diligence descritta nel Regolamento AIM Italia, al fine di valutare se la società è appropriata per l'ammissione sul mercato, gestire il processo di quotazione, coordinando il team di consulenti, definendo la tempistica e guidando la società nella redazione del documento di ammissione. Tale figura inoltre assiste la società quotata su AIM Italia per tutto il periodo di permanenza sul mercato e fornisce consulenza all'impresa una volta quotata, circa gli adempimenti previsti dal Regolamento emittenti.

### 2.3 Fase di due diligence

Terminata la fase di valutazione preliminare, comincia il vero e proprio processo di quotazione, che ha inizio con la delibera del consiglio di amministrazione e la nomina del team di consulenti. Il management presenta al Consiglio di Amministrazione (CdA) il progetto di quotazione, corredato dallo studio di fattibilità. Dopo che il CdA ha deliberato sulla richiesta di ammissione a quotazione della società, viene convocata l'Assemblea ordinaria o, se è previsto un aumento di capitale, quella straordinaria. Subito dopo la delibera dell'Assemblea devono essere nominati lo sponsor, il consulente legale, la società di revisione e gli altri consulenti che seguiranno la società durante la quotazione. A questo punto viene convocata la riunione di lancio dell'operazione, nota anche come *kick off meeting*, in cui il management della società si incontra con tutti i consulenti incaricati ed insieme procedono alla pianificazione dell'intero processo di quotazione, individuando le principali attività da svolgere, la relativa tempistica e le specifiche responsabilità di ogni soggetto coinvolto. Il kick-off meeting rappresenta il momento in cui prende avvio l'operazione di IPO.

### 2.3.1 Processo di due diligence

La due diligence è un'attività di analisi ed investigazione necessaria all'acquisizione delle informazioni strumentali, ad una comprensione dettagliata delle dinamiche societarie e alla preparazione della documentazione necessaria per l'IPO. Le aree sulle quali la due diligence si focalizza sono:

- due diligence di business;
- due diligence finanziaria;
- due diligence contabile;
- due diligence legale;
- due diligence fiscale.

Per quanto concerne la *due diligence di business*, essa consiste in un'attenta analisi dell'attività caratteristica della società, del modello di business adottato, dei mercati a monte (materie prime) e a valle (prodotti finiti) a cui si rivolge. Ci si sofferma sulle principali caratteristiche e criticità del mercato in cui opera la società, individuando quelli che rappresentano i drivers della domanda e dell'offerta, le dinamiche competitive e i punti di forza e di debolezza della società rispetto agli altri competitors. In tale ambito vengono sottoposte ad analisi anche l'esperienza e la qualità del management della società, nonché i sistemi di retribuzione degli stessi, per comprendere se essi sono tali da legare i comportamenti e le scelte del management alla performance della società.

La *due diligence finanziaria*, invece, ha ad oggetto gli aspetti economico-finanziari della società. L'analisi è incentrata sui risultati storici, sui dati prospettici, sui bilanci d'esercizio individuali e su quelli consolidati. In particolar modo viene effettuata un'attenta verifica del piano industriale, con lo scopo di verificarne il rispetto dei requisiti di sostenibilità finanziaria, coerenza ed affidabilità richiesti per l'ammissione alla quotazione. Si analizzano, poi, quelli che sono i sistemi operativi adottati dalla società, con particolare riferimento ai sistemi di controllo di gestione e di reporting, dei quali viene accertata l'adeguatezza e l'efficienza. Oggetto di tale area di analisi sono anche l'attività svolta dai revisori e le condizioni che determinano la continuità aziendale, ponendo un'attenzione particolare al capitale circolante della società e ad altri aspetti di natura finanziaria che verranno inclusi nel documento di offerta.

Per *due diligence contabile*, invece, si fa riferimento a quel processo che ha come oggetto la verifica delle procedure contabili adottate dalla società, con riferimento ai principi utilizzati ed alle principali voci di conto economico e di stato patrimoniale, con l'obiettivo di verificarne la veridicità e la correttezza.

La *due diligence legale* è rivolta a tutti gli aspetti di natura legale che caratterizzano e normano la vita societaria. In particolar modo, suddetta attività ha l'obiettivo di individuare eventuali problematiche concernenti lo statuto, l'atto costitutivo, gli assetti proprietari, i rapporti con parti correlate, oltre che l'intera contrattualistica che regola i rapporti con fornitori e clienti. Si tratta, in pratica, di un controllo che viene effettuato per constatare che la società assolva a tutti gli obblighi di legge che regolano la vita societaria.

Infine, la *due diligence fiscale* consiste in una verifica della situazione tributaria della società, attraverso l'analisi delle relative documentazioni (dichiarazioni fiscali, versamenti, accertamenti, condoni e via discorrendo). Vengono prese in considerazione anche eventuali contenziosi tributari che potrebbero generare delle potenziali uscite di cassa che dovrebbero essere quantificate opportunamente.

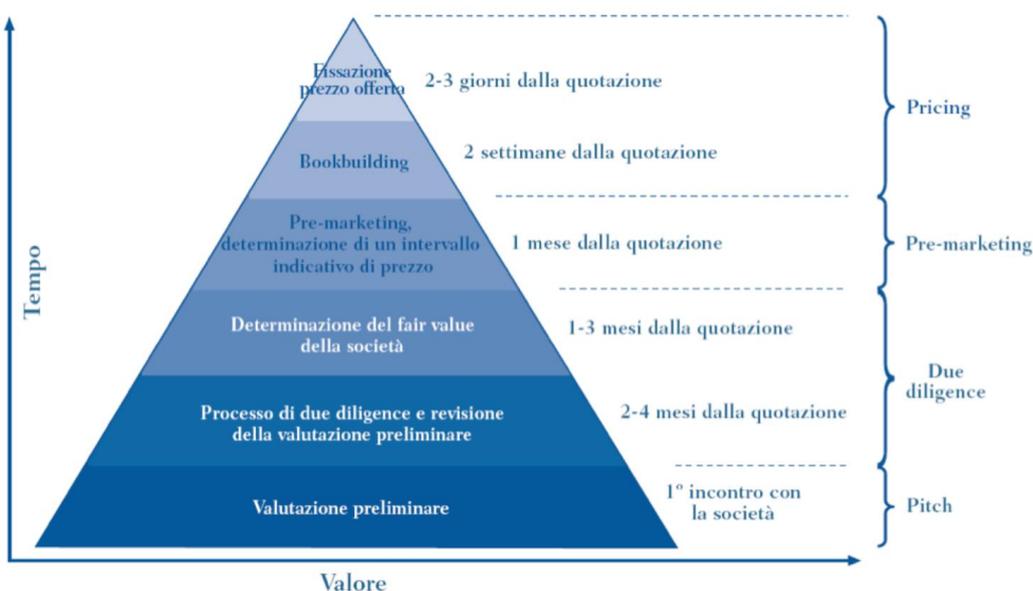
Il processo di due diligence ha un duplice fine: accertare la sussistenza dei requisiti formali e sostanziali necessari per poter essere ammessi alla quotazione e pervenire ad un'approfondita conoscenza delle caratteristiche e delle dinamiche che interessano la società quotanda (in modo tale da poter predisporre un *prospetto informativo* che evidenzi la reale situazione economica, finanziaria e patrimoniale della stessa). Il processo di due diligence, quindi, ha lo scopo di rappresentare in modo corretto la reale situazione della società in modo tale da limitare i rischi che possono sorgere relativamente ad un quadro informativo poco

chiaro e non corretto, ad un prezzo di quotazione che non riflette il reale rischio associato all'attività e, non ultimo, all'impatto in termini reputazionale che potrebbero subire tanto la società quotanda quanto le controparti associate al progetto.

### 2.3.2 Valore della società

Uno degli obiettivi della società e dei suoi azionisti è quello di riuscire a trarre dal processo di quotazione il massimo valore possibile. L'insieme delle attività svolte durante il processo di IPO ha lo scopo di fissare un prezzo di quotazione a partire dal valore stimato dell'emittente. Per questo è necessario effettuare una valutazione della società preliminare alla quotazione, detta *pitch*, effettuata dal soggetto che si candida a ricoprire il ruolo di sponsor, che non può che essere approssimativa in quanto basata esclusivamente sulle informazioni disponibili al pubblico. Il prezzo di quotazione è il risultato di un processo complesso che parte dal pitch e si conclude con il collocamento dei titoli azionari in borsa (Benedetti, 2015). Si parte da un range di valori abbastanza ampio che, con il progredire del processo di quotazione, si assottiglia sempre più, come rappresentato nella sottostante piramide del valore, fino a giungere al prezzo al quale effettivamente verranno collocate le azioni presso gli investitori (Figura 19).

Figura 19: Piramide del valore relativa al processo di formazione del prezzo finale di quotazione



Fonte: Benedetti V. (2015). *Il processo di quotazione in Borsa Italiana. Primary Markets.*

La fase di due diligence risulta fondamentale nel raggiungimento di tale obiettivo, avendo come scopo principale quello di rivedere le stime sul valore della società effettuate al momento del pitch, in modo tale da poter restringere il range di prezzo. La valutazione si basa su dati contabili storici e prospettici, valutazioni macroeconomiche e di natura competitiva, che permettono di inquadrare la reale forza ed il reale posizionamento della società in confronto ai maggiori competitors presenti sul mercato. Grazie alle informazioni che si raccolgono durante il processo di due diligence, i soggetti preposti alla valutazione della società, ovvero gli analisti finanziari, riescono ad individuare un range maggiormente ristretto entro il quale viene ricompreso il valore teorico della società in oggetto, da cui dipenderà, strettamente, il prezzo di quotazione delle azioni. Tale range di prezzo verrà riportato all'interno del prospetto informativo ed utilizzato come base per un dialogo con i potenziali investitori interessati all'acquisto delle azioni della società emittente.

Il range di prezzo, al termine della fase di pre-marketing, presenta un'ampiezza del 15-25%, di cui il prezzo minimo rappresenta un margine di sicurezza contro gli shock imprevisti del mercato, il valore medio rappresenta la valutazione che il mercato attribuisce alla società in base ai feedback raccolti nella fase di pre-

marketing e, infine, il prezzo massimo rappresenta il prezzo al quale la società ed il responsabile del collocamento aspirano a collocare le azioni sul mercato, lasciando comunque spazio per futuri apprezzamenti del titolo (Iosio, 2011). La società, attraverso la valutazione, si pone l'obiettivo di definire un valore per il suo capitale economico; in altri termini si cerca di stimare il *fair value* della stessa, dal quale poi ricavare il prezzo di quotazione. La valutazione è il risultato di una serie di metodologie basate su aspetti reddituali, patrimoniali e finanziari ed ha lo scopo di contribuire al processo di pricing dei titoli da collocare presso gli investitori. I metodi più utilizzati ed indicati come punto di riferimento nella Guida alla Valutazione emanata da Borsa Italiana per la valutazione di una società sono il *DCF (Discounted Cash Flow)*, che appartiene alla categoria dei metodi finanziari, il *metodo dei multipli* ed il metodo *EVA (Economic Value Added)*.

Nel DCF il valore del capitale proprio di un'azienda è dato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

- il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che sarà in grado di generare in futuro (il cosiddetto Enterprise Value), scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (WACC);
- la posizione finanziaria netta consolidata, espressa a valori di mercato;
- il valore di mercato di eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi (surplus assets).

La formula che esprime il valore dell'azienda è la seguente:

$$E = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1 + WACC)^t} + V_f - D - M + SA$$

E = valore di mercato del patrimonio netto o Equity;

OFCF<sub>t</sub> = flussi di cassa operativi attesi nel periodo di previsione esplicita;

WACC = tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale;

n = numero di anni di previsione esplicita;

V<sub>f</sub> = valore finale attualizzato dell'azienda, equivalente al valore attuale dei flussi relativi agli anni da n+1 in poi;

D = posizione finanziaria netta;

M = minorities (valore di mercato del patrimonio netto di terzi);

SA = surplus assets.

Il metodo dei multipli, invece, si basa sul presupposto che il valore di una società possa determinarsi assumendo come punto di partenza le indicazioni fornite dal mercato per società comparabili all'impresa oggetto di valutazione. Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così determinati sono applicati alle corrispondenti grandezze della società valutata al fine di stimare un intervallo di valori qualora la società non sia quotata. L'applicazione di tale criterio si articola nelle seguenti fasi:

- I) Determinazione del campione di riferimento: data la natura di tale metodologia, risulta fondamentale l'affinità (da un punto di vista industriale e finanziario) tra le società incluse nel campione di riferimento e la società da valutare. L'impossibilità pratica di identificare società omogenee sotto ogni profilo induce

a determinare i tratti più significativi per la definizione del paniere di confronto e a selezionare di conseguenza le aziende comparabili in relazione agli attributi prescelti.

- II) Scelta dei multipli significativi: i principali multipli impiegati nella valutazione d'azienda sono:
- EV/EBITDA: rapporto tra Enterprise Value (capitalizzazione di mercato più posizione finanziaria netta) e margine operativo lordo;
  - EV/EBIT: rapporto tra Enterprise Value e reddito operativo;
  - Price/earning (P/E): rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione;
  - EV/OFCF: rapporto tra Enterprise Value e flusso di cassa operativo;
  - EV/Sales: rapporto tra Enterprise Value e fatturato dell'azienda
- III) Calcolo dei multipli prescelti per le società rappresentate nel campione: i multipli vengono calcolati sulla base dei dati finanziari dell'anno corrente e di quello successivo, tuttavia è possibile scegliere periodi temporali diversi, in funzione della specifica realtà aziendale e del contesto di valutazione.
- IV) Identificazione dell'intervallo di valori dei multipli da applicare alla società oggetto di valutazione: la scelta dell'intervallo da applicare avviene in base a considerazioni qualitative e quantitative circa la comparabilità delle società che compongono il campione.
- V) Applicazione dei multipli: le ratio sono applicati alle quantità economiche, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione, al fine di determinare un intervallo di valori.

L'EVA (Stern et al., 2001) è una metodologia di determinazione della performance d'azienda correlata all'obiettivo di massimizzazione del valore per gli azionisti e viene utilizzata per misurare il valore creato, ossia il profitto residuo dopo aver dedotto il costo del capitale investito utilizzato per generare quel profitto. L'Economic Value Added si fonda sull'assunto per cui un'azienda crea valore laddove i profitti sono superiori al costo delle fonti di finanziamento. La misura del valore generato o distrutto annualmente dall'azienda è data dal profitto operativo, al netto delle imposte, dedotto un costo figurativo espressivo della remunerazione del capitale investito. La formula è la seguente:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times CE)$$

NOPAT (Net Operating Profit After Tax) = risultato operativo netto d'imposta;

CE (Capital Employed) = capitale investito netto, risultante dall'ultimo bilancio.

La versatilità di utilizzo dell'EVA dipende dalla relazione che ha con tre importanti aree di decisione manageriale, ovvero decisioni operative, di investimento e di finanziamento (leverage, tipologia di strumenti finanziari, tassi di interesse, ecc.). I tre livelli decisionali indicati impattano direttamente sulla creazione di valore, e quindi sull'EVA. Dalla determinazione dell'EVA annuale si giunge al calcolo del valore dell'impresa attraverso una grandezza intermedia definita MVA (Market Value Added), che matematicamente è equivalente al valore attuale di tutti gli EVA futuri. La relazione fra il valore di mercato della società (EV) e il MVA è illustrato dalla seguente relazione:

$$EV = CE + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

Il Market Value Added è una grandezza che funge da legame fra il prezzo di un'azione e l'EVA ed è utile calcolarlo ex ante, per una società quotanda, in modo da poter stimare un fair value della società da proporre al mercato.

## 2.4 Fase istruttoria

In questa sezione del capitolo viene descritta la fase istruttoria del processo di quotazione, che consiste nella predisposizione e nella raccolta di tutte quelle informazioni necessarie alla realizzazione del prospetto informativo. Successivamente, una volta che l'impresa ha preparato tale documento e ha ottenuto

l'ammissione alla quotazione, viene illustrato il ruolo svolto dal consorzio di collocamento e le diverse tipologie esistenti.

#### 2.4.1 Prospetto informativo

Il prospetto informativo (documento d'offerta) rappresenta il documento ufficiale attraverso cui la società quotanda effettua l'offerta al pubblico degli investitori. Come indicato dall'articolo 94 del TUF: «*coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto. A tal fine, per le offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari comunitari nelle quali l'Italia è Stato membro d'origine e per le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari, ne danno preventiva comunicazione alla Consob allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Il prospetto non può essere pubblicato finché non è approvato dalla Consob*». Qualunque società intenda quotarsi sui mercati regolamentati è tenuta ad esperire due istruttorie, una presso Borsa Italiana, al fine di ottenere l'ammissione alle negoziazioni, e l'altra presso la Consob, con lo scopo di ottenere, entro 60 giorni, il nulla osta per la pubblicazione dello stesso prospetto informativo (AIFI et al., 2001).

Il periodo di adesione all'offerta pubblica non può avere inizio prima della pubblicazione di tale documento, che ha una duplice funzione: informare in modo veritiero e corretto il mercato e prevedere che emittente, offerente o eventuale garante rispondano, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto. Quest'ultimo contiene, in una forma analizzabile e facilmente comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie agli investitori per ottenere una visione chiara della situazione patrimoniale e finanziaria, dei risultati economici e delle prospettive di crescita. L'informativa contiene anche una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta. Nel caso in cui questa sia rivolta esclusivamente agli investitori istituzionali, il prospetto viene redatto in forma semplificata e prende il nome di *offering circular*. In tal caso il documento non è sottoposto allo scrutinio della Consob. Nel caso di offerta internazionale, invece, vengono redatte due versioni del suddetto documento: una per l'offerta domestica, ed un'altra, definita *international offering circular*, redatta in lingua inglese, per il mercato internazionale (Iosio, 2011).

Per la stesura del prospetto la prassi prevede che i consulenti legali della società quotanda inizino a preparare una bozza del documento, spesso basato sulle versioni più recenti del bilancio, comunicati stampa e altre operazioni sui mercati dei capitali che la società può aver organizzato. Dopo una bozza iniziale, sono organizzate una serie di *drafting sessions*, occasioni in cui i principali responsabili del progetto si incontrano per commentare quanto scritto e contribuire alla preparazione. Le informazioni da inserire all'interno del prospetto informativo sono disciplinate in modo puntuale dalla Consob (Figura 20).

Figura 20: Struttura standard di un prospetto informativo

<b>Prospetto Informativo</b>	<b>International Offering Circular</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Soggetti responsabili</li> <li>• Informazioni finanziarie selezionate</li> <li>• Fattori di rischio</li> <li>• Informazioni sull'emittente</li> <li>• Panoramica delle attività</li> <li>• Struttura organizzativa</li> <li>• Immobili, Impianti e macchinari</li> <li>• Resoconto della situazione gestionale e finanziaria</li> <li>• Risorse finanziarie</li> <li>• Ricerca e sviluppo, brevetti e licenze</li> <li>• Informazioni sulle tendenze previste</li> <li>• Previsioni e stime utili</li> <li>• Organi di amministrazione, direzione, vigilanza a personale chiave</li> <li>• Remunerazione e benefici</li> <li>• Prassi del consiglio di amministrazione</li> <li>• Dipendenti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Key parties involved</li> <li>• Summary</li> <li>• Risk Factors</li> <li>• Use of Proceeds</li> <li>• Dividend Policy</li> <li>• Capitalization</li> <li>• Selected Historical Financial Information</li> <li>• Management's Discussion and Analysis (MD&amp;A)</li> <li>• Industry and Market</li> <li>• Business</li> <li>• Regulation</li> <li>• Management</li> <li>• Principal and Selling Shareholders</li> <li>• Related-Party Transactions</li> <li>• Description of Share Capital</li> <li>• Securities Trading In Italy</li> <li>• Foreign Investment and Exchange Control</li> <li>• Regulations in Italy</li> </ul>

<b>Prospetto Informativo</b>	<b>International Offering Circular</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Principali azionisti</li> <li>• Operazioni con parti correlate</li> <li>• Informazioni finanziarie</li> <li>• Informazioni supplementari</li> <li>• Contratti rilevanti</li> <li>• Altro (pareri, informazioni su partecipazioni, documenti accessibili al pubblico)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tax Considerations</li> <li>• Plan of Distribution</li> <li>• Legal Matters</li> <li>• Independent Accountants</li> <li>• Glossary</li> <li>• Financial Statements</li> </ul>

Fonte: Iosio Christian (2011). IPO per le PMI Italiane.

La versione definitiva del prospetto informativo viene depositata presso la Consob che dovrà rilasciare il nulla osta alla sua pubblicazione. Tale documento può essere redatto in forma unica o scomposto in tre parti:

- la nota di sintesi;
- il documento di registrazione;
- la nota informativa sugli strumenti finanziari.

La nota di sintesi è un documento che spiega i rischi e le caratteristiche principali dell'emittente, degli eventuali garanti e degli strumenti finanziari. Il suo contenuto non è disciplinato ma deve essere redatto in un linguaggio non tecnico, in modo tale da favorirne la comprensione da parte dei lettori. Da esso devono emergere le caratteristiche dell'offerta, le informazioni fondamentali in merito alla situazione economico-finanziaria dell'emittente, la situazione patrimoniale dello stesso, oltre che i fattori di rischio legati alla suddetta operazione.

Il documento di registrazione contiene una serie di informazioni riguardanti l'emittente, tra cui la sua storia, l'attività svolta e i principali mercati in cui opera. In particolar modo, all'interno di tale documento devono essere riportati i dati economico-patrimoniali e finanziari relativi agli ultimi tre esercizi. Questi, secondo il regolamento comunitario n. 809/2004, devono essere sottoposti a revisione contabile e gli ultimi 2 devono essere redatti e presentati secondo una forma coerente con quella che sarà adottata per i successivi bilanci

annuali che saranno pubblicati dall'emittente. La stessa normativa prevede di presentare gli ultimi 2 bilanci redatti anche secondo i principi contabili internazionali (IAS/IFRS). Sono anche richieste informazioni riguardanti gli organi amministrativi, il top management ed i dipendenti, al fine di consentire una valutazione in termini di esperienza, qualifiche, remunerazione e rapporti con la società emittente. In suddetto documento infine sono riportate le informazioni sui più importanti azionisti, sulle operazioni concluse dall'emittente con parti correlate ed altre informazioni accessorie relative all'atto costitutivo, allo statuto e alle partecipazioni (Borsa Italiana, 2001).

In alcuni casi può anche essere presente la nota informativa sugli strumenti finanziari, che ha lo scopo di fornire informazioni riguardanti l'offerta e i titoli oggetto di quest'ultima. Innanzitutto, sono spiegate le motivazioni che hanno portato la società a presentare la suddetta offerta e l'utilizzo che verrà fatto degli introiti derivanti dall'adesione alla stessa da parte degli investitori. In merito alle caratteristiche delle azioni che sono offerte al pubblico bisogna evidenziarne la tipologia, i diritti e il trattamento fiscale. Per quanto concerne, invece, le caratteristiche dell'offerta, gli aspetti di maggiore rilievo sono rappresentati dall'ammontare offerto, dal periodo di adesione all'offerta, dalla modalità di assegnazione delle azioni, dalle modalità di pagamento e di consegna. Nella nota informativa sono inoltre riportate informazioni riguardanti il processo di quotazione più in generale, come ad esempio il mercato sul quale verranno ammesse le negoziazioni dei titoli in oggetto, la data in cui prenderanno avvio le negoziazioni ed eventuali attività di stabilizzazione che saranno attuate per ridurre la volatilità del titolo una volta quotato in borsa. Nel caso in cui il prezzo e la quantità delle azioni offerte al pubblico non siano state ancora definite, possono non essere riportate nel prospetto, ma comunicate successivamente attraverso avvisi integrativi. In tal caso, però, si devono riportare i criteri e le modalità che saranno utilizzate dalla società per determinare prezzo e quantità. Data la finalità del documento di fornire agli investitori un'informativa chiara e corretta riguardo l'operazione, risulta essere fondamentale la parte relativa all'analisi dei fattori di rischio insiti nell'operazione, connessi tanto alle caratteristiche dell'emittente quanto alla natura degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta.

#### 2.4.2 Ammissione a quotazione

Una volta predisposta la documentazione necessaria, prende avvio la fase istruttoria presso Borsa Italiana e Consob. Si tratta di un processo attraverso cui la società quotanda e lo sponsor interagiscono con i soggetti istituzionali predisposti al controllo dei requisiti formali e sostanziali. L'obiettivo ultimo di questa fase è ottenere il nulla osta da parte degli organi di controllo in modo tale che le azioni possano essere ammesse alle negoziazioni in borsa. A tal fine lo sponsor presenta la domanda di ammissione a Borsa Italiana, allegando ad essa tutta la documentazione volta a favorire una migliore conoscenza della società e a garantire il funzionamento del controllo. Fanno parte della documentazione:

- *Budget e Business Plan*, che permettono di valutare il piano di sviluppo aziendale, fornendo anche una descrizione dettagliata delle assunzioni di base ed un'analisi delle variabili che possono impattare sulle prospettive di crescita;
- *QMAT (Quotation Management Admission Test)*, che consente a Borsa Italiana di analizzare il business model della società quotanda, identificare gli azionisti rilevanti ed infine inquadrare il settore di riferimento;
- *Documento di Valutazione*, che descrive le metodologie di valutazione ritenute idonee ad esprimere il valore della società.

Entro due mesi dal momento in cui viene presentata la domanda a Borsa Italiana, quest'ultima è chiamata a deliberare l'ammissione o il rigetto della domanda. Tale termine bimestrale può essere soggetto ad interruzione nel caso in cui l'emittente non presenti, nei tempi prestabiliti, le eventuali ulteriori informazioni e dati richiesti (Borsa Italiana, 2001). In tal caso il decorrere del termine riprende dal momento in cui tali informazioni vengono presentate a Borsa Italiana. Il processo, dunque ha una durata variabile che oscilla tra

i due e i tre mesi e si conclude con il provvedimento di ammissione da parte di Borsa Italiana ed il nulla osta da parte della Consob in un secondo momento. Anche la Consob quindi è chiamata a svolgere un proprio iter di istruttoria, al fine, come detto, del rilascio del nulla osta per la pubblicazione del prospetto informativo, senza il quale non possono avere inizio le negoziazioni. Nonostante l'attività della Consob sia concomitante con quella di Borsa Italiana, quest'ultima è parte integrante del processo di due diligence ed è soggetta ai poteri della Consob, che si concretizzano nell'approvazione del prospetto e nel diritto di veto esercitabile nei confronti di Borsa Italiana entro cinque giorni dall'emissione del provvedimento di ammissione alla quotazione. Ottenuto il nulla osta da parte della Consob, bisogna procedere con la pubblicazione del prospetto informativo, la cui copia originale deve essere depositata presso la Consob e resa disponibile al pubblico, secondo quanto previsto dal Regolamento emittenti, attraverso le seguenti modalità:

- inserimento in uno o più giornali a diffusione nazionale o a larga diffusione;
- in forma stampata e gratuita presso la sede legale dell'emittente, gli uffici dei soggetti incaricati del collocamento o la sede del mercato in cui è richiesta l'ammissione;
- sul sito web dell'emittente e degli intermediari incaricati del collocamento;
- sul sito web del mercato su cui è richiesta l'ammissione.

#### 2.4.3 Consorzio di collocamento

Quando una società matura la decisione di quotarsi in borsa, si rivolge ad una banca o ad un intermediario finanziario per fare una prima stima del valore del suo capitale economico. Al giorno d'oggi, però, molte banche si specializzano proprio in questa tipologia di attività e, pertanto, sono esse stesse che effettuano, solo sulla base di informazioni pubblicamente disponibili, una prima valutazione della società, e se colgono in essa il potenziale necessario per un processo di quotazione contattano la società stessa per presentarle tale opportunità. Il consorzio di collocamento è una struttura attraverso la quale gli intermediari finanziari, diretti ed organizzati da un capofila, si impegnano a collocare azioni, garantendo, eventualmente, al soggetto economico che li ha incaricati, anche l'integrale sottoscrizione (o acquisto) degli strumenti finanziari che si sono impegnati a collocare sul mercato. Il consorzio di collocamento rappresenta, in pratica, nell'ambito di una IPO, la rete distributiva di cui si serve la società emittente per poter attuare le proprie strategie di marketing, diffondere il più possibile la propria offerta, con l'obiettivo ultimo di garantire un risultato positivo all'operazione di quotazione (Salvatore, 1997).

La scelta del gruppo di intermediari che comporrà il consorzio è il frutto di accordi tra il capofila e la società emittente. Nella fase di costituzione del consorzio, il ruolo principale è svolto dal lead manager, ma non è inusuale che la società quotanda suggerisca la partecipazione al consorzio di uno o più intermediari di cui si fida e con i quali ha già intrapreso rapporti di differente natura. La partecipazione degli intermediari al consorzio avviene, solitamente, per chiamata attraverso l'invio di una lettera da parte del lead manager. L'invito contiene informazioni riguardanti i caratteri essenziali dell'operazione, la quota di partecipazione al consorzio stesso, il tipo e l'ammontare della remunerazione, le modalità di collocamento e di garanzia. A ciò seguono una serie di incontri tra il capofila e gli intermediari interessati a prendere parte al collocamento, durante i quali vengono discusse le problematiche relative all'operazione, giungendo a definire gli impegni di garanzia di ciascun partecipante. I partecipanti, in seguito, sottoscrivono e restituiscono la lettera inviata loro dal capofila. La proposta contrattuale del lead manager viene, così perfezionata nella stipula del patto consortile, dopo il quale il capofila comunica alla società emittente l'esecuzione del mandato e la costituzione del consorzio.

I soggetti che compongono un sindacato di collocamento sono caratterizzati da differenti livelli di seniority. I membri senior sono rappresentati dallo sponsor, dal global coordinator e dal capofila. Essi prendono parte al processo fin dall'inizio, mentre i partecipanti con un livello inferiore di seniority, ossia i soggetti junior (co-lead e co-manager) sono coinvolti a partire dalla presentazione organizzata per gli analisti finanziari e nella fase di marketing operativo (Mancaruso et al., 2009). Il loro contributo sarà rivolto alla preparazione e

divulgazione della ricerca e ad un forte impegno nell'attività di *investors education*. Per effetto della maggiore responsabilità e del più elevato livello di retribuzione, gli unici veri interlocutori realmente interessati alla distribuzione delle azioni sono i membri con il massimo grado di seniority. I ruoli junior, di contro, sono definibili "di relazione", il cui coinvolgimento tende a concentrarsi soprattutto nella prima fase di implementazione del piano di marketing. La costituzione del consorzio dovrebbe seguire delle regole semplici ed efficaci, che tengano in considerazione la motivazione dei propri membri, la loro effettiva complementarità e la possibilità di avere un ruolo attivo all'interno di un processo di IPO. Tali decisioni sono, ovviamente, legate alla dimensione dell'offerta, alla sua complessità, allo sforzo distributivo richiesto ed alle relazioni che la società emittente ha con i partecipanti al consorzio. Gli obiettivi principali che la società e il responsabile del collocamento si pongono durante la scelta dei soggetti che faranno parte del consorzio sono:

- generare il più alto livello possibile di domanda;
- creare tensione di prezzo in modo tale da massimizzarlo;
- assicurare che vi sia un certo livello di competizione tra i partecipanti al consorzio tale da incentivare gli stessi ad operare nel modo più efficiente ed efficace possibile;
- minimizzare lo sforzo del coordinamento selezionando controparti il cui valore aggiunto sia tangibile e complementare;
- garantire un livello di partecipazione, interesse e, dunque, liquidità sul mercato secondario.

La fase più importante, durante il processo di costituzione di un consorzio di collocamento, è quella che ha ad oggetto la selezione dei membri senior. Essa richiede un tempo maggiore ed ha una funzione strategica. I criteri seguiti per la selezione dei membri del consorzio sono:

- *risorse a disposizione*, soprattutto per quanto riguarda le offerte di maggiori dimensioni. La collaborazione di più intermediari, infatti, può rendere il processo più snello e la due diligence più efficiente e completa.
- *livello di esperienza*, intesa come esperienza pregressa da parte dei membri in operazioni simili, esperienza legata al settore in questione, credibilità sia nei confronti della società emittente che nei confronti del mercato. Tutto ciò aiuta la preparazione dell'equity story e la creazione di un messaggio efficiente ed efficace da trasmettere al mercato.
- *distribuzione delle responsabilità e del potere gestionale*, che dovrebbero essere strutturati in modo tale da garantire uno sforzo distributivo efficiente in tutte le aree dove, teoricamente, la domanda dovrebbe essere maggiore.
- *facilità di gestione delle decisioni*, in quanto la massimizzazione delle risorse e della capacità distributiva deve necessariamente essere bilanciata dalla capacità, da parte della società emittente, di gestire il processo decisionale nel modo più efficiente e rapido possibile. Un modo per poter assolvere a questa necessità è adottare un approccio organizzativo che risulti trasparente, e che consenta di prendere le necessarie decisioni anzitempo;
- *retribuzione ed incentivazione*, per quanto riguarda la retribuzione, spesso, la sua distribuzione tra i membri del consorzio è definita da consuetudini di mercato. Maggiori sono le parti coinvolte all'interno del processo di allocazione, minori saranno le quote di partecipazione di ciascun membro. In tal caso è necessario assicurarsi che vi sia un livello di incentivazione adeguato a tutti i membri del consorzio, senza il quale si rischia di ridurre l'impegno da parte di questi ultimi e, dunque, le probabilità di successo dell'offerta.
- *meccanismo di controllo*, se il coordinatore dell'offerta è un soggetto che conduce più operazioni contemporaneamente, esso tenderà a dare maggiore importanza alle operazioni di più grande dimensione, alle quali viene attribuito un livello di prestigio maggiore. In tal senso può venirsi a creare un'asimmetria tra quelli che sono gli obiettivi di un coordinatore e l'importanza che la società quotanda attribuisce all'IPO. La selezione di più soggetti incaricati di coordinare le attività del

consorzio, pertanto, può rappresentare un modo per gestire questo tipo di rischio, il quale, alternativamente, potrebbe anche essere gestito da soggetti esterni al consorzio, il cui compito è quello di assicurare l'impegno da parte di tutti i soggetti coinvolti nell'attività di diffusione dell'offerta e di distribuzione delle azioni oggetto dell'IPO.

I consorzi, dal punto di vista organizzativo, possono essere strutturati seguendo due criteri: regionalmente, attraverso un'attività di suddivisione dell'offerta ed una conseguente responsabilizzazione dei partecipanti per area geografica, oppure globalmente, attraverso una suddivisione delle tranches per tipologia di investitore.

#### 2.4.3.1 Tipologie di consorzio

La costituzione del consorzio di collocamento può essere funzionale ad esigenze della società emittente notevolmente differenti tra loro. L'assenza di una struttura interna alla società che si occupi di diffondere i propri titoli nel contesto di una IPO, rende necessario il ricorso ad un'organizzazione che, grazie alla sua capillare diffusione territoriale, sia in grado di raggiungere fasce più ampie di potenziali sottoscrittori e/o acquirenti del titolo. Salvatore (1997) ritiene che un motivo che spinge una società quotanda a rivolgersi a tale organizzazione può consistere nella necessità di realizzare in breve tempo i risultati finanziari dell'operazione e di proteggersi contro i rischi derivanti da un mancato assorbimento dell'offerta da parte del mercato. In relazione a queste necessità sono state individuate dalla dottrina tre principali tipologie di consorzi:

- consorzio di semplice collocamento (selling group);
- consorzio di assunzione a fermo (purchase group);
- consorzio di garanzia (underwriting group).

A prescindere dalle differenze che si possono evidenziare a livello teorico, bisogna sottolineare che nell'ambito di un processo di IPO è possibile riscontrare la presenza di consorzi ibridi, ovvero è possibile che un consorzio di un certo tipo possieda caratteristiche tipiche di un altro.

Per quanto riguarda il *consorzio di semplice collocamento*, ogni intermediario si impegna a vendere presso il pubblico una parte dei titoli oggetto dell'offerta. Esso ha come scopo unico quello di servire da rete distributiva per la società emittente, permettendole di raggiungere una platea maggiore di potenziali investitori e di poter diffondere la propria offerta senza dover necessariamente costituire una propria struttura che assolva a questa necessità. Il consorzio di semplice collocamento, però, non garantisce il risultato dell'operazione, ovvero la collocazione di tutti i titoli che fanno parte dell'IPO, pertanto il rischio permane in capo alla società quotanda. Per questo motivo si fa ricorso al consorzio di semplice collocamento soprattutto per allocare titoli obbligazionari, che mal si presta ad assolvere alle esigenze proprie di un processo di IPO. Per il collocamento azionario è preferibile, una volta escluso il diritto di opzione a favore dei soci, offrire il titolo in pubblica sottoscrizione costituendo le altre due tipologie di consorzio.

In alcuni casi, allo scopo di attribuire il rischio dell'operazione solo a determinati soggetti, vengono costituiti sia un consorzio di semplice collocamento, i cui membri non supportano il suddetto rischio, sia un consorzio di garanzia. Vi possono essere dei consorzi di semplice collocamento nei cui patti consortili è prevista la cosiddetta clausola del "ritiro del prenotato", la quale attribuisce al capofila la possibilità, nel caso in cui un membro non sia riuscito a collocare l'intera quota di azioni assegnatagli, o di imporgli il ritiro delle azioni non collocate obbligandolo a non negoziarle, oppure di assegnare tali titoli a membri presso i quali è stato prenotato un numero di azioni superiore alla quota che gli è stata assegnata. In tal caso il consorzio assolve sia alla funzione di semplice collocamento che a quella di garanzia, senza la necessità di una compresenza delle due tipologie di consorzio.

Per quanto concerne, invece, il *consorzio di assunzione a fermo*, esso è caratterizzato dal fatto che i membri che ne fanno parte acquistano direttamente le azioni dalla società emittente obbligandosi, contestualmente,

a ricollocarle sul mercato. In tal modo la società quotanda realizza immediatamente i risultati finanziari dell'operazione, scrollandosi di dosso il rischio di un mancato o lento assorbimento dell'offerta da parte del mercato. In realtà tale operazione, date le sue peculiari caratteristiche, si avvicina maggiormente ad un finanziamento da parte del consorzio a favore della società quotanda. Ai partecipanti ad un consorzio di assunzione a fermo viene riconosciuto, oltre ad una retribuzione per l'attività di collocamento dei titoli da essi svolta, anche un ulteriore compenso per il rischio che supportano durante l'operazione.

L'ultima tipologia di sindacato è il *consorzio di garanzia* che ha la stessa funzione del consorzio di assunzione a fermo, con la differenza che i propri membri si impegnano a sottoscrivere solo le azioni che al termine del periodo di adesione all'offerta non sono state collocate presso gli investitori. La costituzione di un siffatto consorzio dà alla società emittente la sicurezza del totale assorbimento dell'offerta. L'impegno preso dai membri del consorzio, inoltre, anche a causa della reputazione di cui essi godono sul mercato, serve ad infondere maggiore fiducia presso gli investitori riguardo la bontà dell'offerta. Gli intermediari, infatti, accettano di far parte di un consorzio di garanzia solo quando sono in grado di verificare l'effettivo valore delle azioni in oggetto e sono fiduciosi riguardo il risultato dell'operazione di collocamento. Nei fatti accade spesso che l'offerta venga integralmente assorbita dal mercato e venga a mancare il presupposto per far valere la clausola di garanzia. Il consorzio, pertanto, incassa la commissione aggiuntiva per il rischio che comunque si assume, senza alcun tipo di esborso. Il ricorso a tale tipologia di consorzio è, oggi, molto diffuso tra le società che deliberano un aumento di capitale finalizzato alla successiva quotazione in borsa delle azioni. All'offerta di pubblica sottoscrizione in borsa di azioni, infatti, si accompagna quasi sempre la costituzione di un consorzio di garanzia che rappresenta più un modo per valorizzare l'immagine della società quotanda, piuttosto che uno strumento di protezione dal rischio di mancato assorbimento dell'offerta da parte del mercato. Va specificato che, ad esclusione del *selling group*, dove gli intermediari non sono ad alcun titolo ritenuti responsabili del mancato piazzamento degli strumenti finanziari, nelle altre due tipologie di sindacato citate il carico di responsabilità ed il rischio da sopportare possono essere ripartiti diversamente tra i differenti soggetti coinvolti nel consorzio: ci si può imbattere in situazioni di responsabilità solidale per tutti i titoli invenduti (à la *parisienne*) o di responsabilità individuale (à la *lyonnaise*). L'una o l'altra modalità vanno ovviamente ad incidere sul livello di costi e benefici insiti nell'operazione, così come sulla maggiore o minore riuscita del collocamento.

## 2.5 Fase di collocamento

In questa sezione del capitolo viene illustrata la fase di collocamento, nella quale la società comincia a farsi conoscere presso la platea degli investitori mediante i roadshow. In seguito, vengono descritte le diverse procedure che un'impresa può adottare per raccogliere le offerte giunte da quei soggetti intenzionati ad acquistare le azioni oggetto dell'offerta pubblica iniziale.

### 2.5.1 Piano di marketing e investors education

Durante il periodo in cui vengono svolte dalla società quotanda le istruttorie presso Consob e Borsa Italiana, inizia la fase esecutiva del processo di IPO che, in caso di esito positivo, porterà al collocamento del titolo azionario dell'emittente sul mercato. Questa fase comprende tutte quelle attività intraprese dalla società quotanda che hanno il fine di comunicare al mercato gli obiettivi del progetto e le motivazioni che l'hanno spinta a valutare la possibilità di aprirsi al capitale di terzi. Suddetta fase dura all'incirca dalle quattro alle cinque settimane e ciò dipende dalla dimensione dell'offerta, dal mercato geografico di riferimento, dall'intensità e delle attività di marketing che vengono implementate (Borsa Italiana, 2001). È in questo periodo che vengono svolte le attività di marketing volte ad avvicinare gli investitori all'offerta e a convincere questi ultimi del valore del titolo e delle sue prospettive di crescita. Si tratta, dunque, di una fase fondamentale che determina gran parte del successo dell'operazione, dato che essa è inizialmente giudicata in base al numero degli investitori aderenti all'offerta. Maggiore sarà il numero di soggetti che aderiscono all'offerta ed il numero delle azioni richieste, maggiore sarà il successo dell'operazione, in quanto il mercato attribuisce un valore importante alla società quotanda, il che permette anche di richiedere un prezzo di quotazione più elevato. Gli investitori decidono di partecipare o meno all'offerta in base alle caratteristiche della società emittente e a tutte le informazioni che riguardano l'offerta, contenute all'interno del prospetto

informativo. Essi fanno affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute all'interno di questo importante documento.

Le imprese, al fine di suscitare interesse verso i propri titoli, devono progettare e implementare un'efficace attività di marketing. Gli aspetti principali di un piano di marketing sono il messaggio che si vuole inviare al mercato e le modalità attraverso cui lo stesso viene diffuso (AIFI et al., 2001). Gli obiettivi essenziali di un piano di marketing sono:

- identificare gli azionisti di riferimento stabili che possano trainare l'offerta;
- fornire agli investitori un adeguato quadro informativo che gli permette di prendere le decisioni in maniera consapevole e sulla base di informazioni disponibili e verificabili;
- creare interesse intorno all'offerta e generare presso gli investitori quello che viene definito "need to have", che spinge gli investitori ad acquistare le azioni della società quotanda;
- generare competizione tra gli acquirenti in modo tale da massimizzare il prezzo di quotazione;
- creare le condizioni affinché venga mantenuto un certo interesse per la società anche successivamente al collocamento dei titoli azionari, ovvero sul mercato secondario (aftermarket).

I partecipanti al consorzio di garanzia devono partecipare attivamente alla definizione del piano di marketing, in modo tale che lo stesso risulti essere ampiamente condiviso dalle parti in gioco. In particolar modo i membri senior saranno quelli che coordineranno l'intero processo, dalla pianificazione all'implementazione. Le attività principali di un piano di marketing consistono nella caratterizzazione dell'*equity story* e nella definizione di una strategia volta ad avvicinare, educare e convincere i potenziali investitori della bontà dell'offerta, in un processo definito *price discovery*.

L'*equity story* serve ad evidenziare le caratteristiche della formula imprenditoriale e il modello economico utilizzato dalla società quotanda, evidenziando punti di forza e di debolezza della stessa. Tale documento ingloba le informazioni riguardanti il posizionamento dell'emittente all'interno del settore in cui opera, un'analisi comparativa con i maggiori competitors ed una valutazione delle opportunità di crescita. È fondamentale, dunque, che l'*equity story* venga redatto in maniera efficace e coerente e che sia adatto alla propensione al rischio che caratterizza gli investitori in quel particolare momento storico. Nel caso in cui l'offerta coinvolga la sollecitazione al pubblico risparmio, l'esecuzione del piano di marketing sarà fortemente influenzata dalla normativa vigente, che potrà avere anche un importante impatto sulla definizione del prezzo e sulla durata delle attività. In Italia la normativa prevede che, nel caso in cui l'offerta sia rivolta anche agli investitori retail, la società deve comunicare un prezzo massimo piuttosto che un range di prezzo.

Gli analisti finanziari del consorzio di collocamento, sulla base dell'*equity story*, che viene presentato loro dalla società emittente e dal global coordinator, effettuano una propria ricerca sul titolo offerto dall'emittente. Si tratta, nello specifico, di uno studio sulla situazione economico-finanziaria della società e rappresenta uno dei fattori che maggiormente influenzerà le scelte dei potenziali investitori circa l'adesione all'offerta. L'analista, infatti, può essere considerato come il primo interlocutore ad avviare la fase di *investors education* fornendo agli investitori le opportune e necessarie informazioni fino al momento in cui avverrà l'incontro con il management dell'emittente durante il roadshow. Il documento di ricerca si pone i seguenti obiettivi:

- argomentare l'*equity story*, soffermandosi sui punti di forza della società quotanda e sugli aspetti critici sui quali, invece, il management dovrà intervenire;
- fornire indicazioni sulla crescita della società in base al quadro normativo di riferimento, alla giurisdizione locale ed alle informazioni incluse all'interno del documento di offerta;
- fornire ai potenziali investitori le informazioni di base per una valutazione indipendente che includa le ragioni che hanno portato l'analista finanziario a definire quel determinato range di valori all'interno del quale verrà ricompreso il prezzo di quotazione delle azioni;
- facilitare il lavoro dei soggetti che si occuperanno di contattare i potenziali investitori per organizzare il roadshow attraverso il quale promuovere e diffondere l'offerta.

Il ruolo ed il ranking pubblico dell'analista finanziario sono di grande importanza durante questa fase, in quanto non solo garantiscono che le ricerche prodotte siano frutto di analisi corrette, ma potrebbero anche catturare l'attenzione di compagini istituzionali importanti avvicinandole all'offerta, che a loro volta

rappresentano un punto di riferimento per le altre tipologie di investitori. Potrebbe, dunque, generarsi un effetto a cascata che inciderebbe positivamente sulla performance dell'operazione. L'analista finanziario viene visto come un soggetto, pertanto, in grado di influenzare fortemente la performance dell'intero processo di quotazione. Per tale motivo la società quotanda deve cercare di coinvolgere e convincere l'analista finanziario al pari di un potenziale investitore, poiché quanto più interessante risulterà la società emittente per tale figura, tanto più quest'ultimo sarà incentivato a produrre una ricerca di elevata qualità e, di conseguenza, tanto più facilmente si riuscirà ad attrarre l'attenzione degli investitori. La ricerca viene, poi, distribuita dagli analisti finanziari ai potenziali investitori nell'ambito di una serie di incontri informali che costituiscono la vera e propria attività di *pre-marketing*.

I principali obiettivi che vengono perseguiti attraverso suddetta attività sono i seguenti:

- comprendere la percezione del mercato verso il settore e l'equity story della società quotanda;
- rafforzare i punti di forza dell'offerta e identificare i dubbi e le perplessità degli investitori, per cercare di modificare le caratteristiche dell'offerta in modo tale da renderla più rispondente alle aspettative degli stessi;
- perfezionare la lista degli investitori target ed ottimizzare la programmazione degli incontri one to one durante il roadshow;
- ottenere feedback ed individuare un range di prezzo indicativo per raccogliere le indicazioni di interesse da parte degli investitori istituzionali durante il processo di bookbuilding.

Le attività di pre-marketing aiutano a restringere ulteriormente il range di valore che viene attribuito alla società quotanda e, dunque, ad avere un'idea più precisa riguardo quello che sarà il prezzo al quale verranno collocate le azioni sul mercato primario. Una volta pubblicata la ricerca, gli analisti finanziari sono tenuti a rispettare il cosiddetto *blackout period*, ovvero un periodo durante il quale devono astenersi dal pubblicare un qualsiasi altro studio effettuato sulla società quotanda (Borsa Italiana, 2009). Tale periodo va dalla pubblicazione della ricerca, che anticipa la pubblicazione del prospetto informativo di un paio di settimane, fino a quaranta giorni dopo la chiusura dell'offerta. La fase del pre-marketing è caratterizzata da quel processo educativo implementato dalla forza vendite e dall'analista finanziario nei confronti dei potenziali investitori che potranno, poi, decidere di incontrare il management della società quotanda in fase di roadshow. La durata e l'intensità di essa varia a seconda delle dimensioni dell'offerta. Per offerte di medie dimensioni la durata è di circa 10 giorni, durante i quali avvengono in media tra i 50 ed i 200 incontri, di natura informale, con gli investitori. L'investors education è di fondamentale importanza in quanto rappresenta l'inizio del processo di price discovery. La società quotanda durante tale fase si pone l'obiettivo di:

- iniziare a promuovere l'equity story;
- capire come il mercato valuta la società e la propria offerta;
- focalizzarsi sugli *anchor investors*, ovvero sugli investitori più importanti che rappresentano il nocciolo duro dell'operazione e che fungeranno da fattore trainante per gli investitori più modesti;
- selezionare investitori di lungo periodo a cui presentare il management;
- capire se il mercato è in grado di assorbire l'intera offerta;
- identificare aree critiche o punti di debolezza dell'offerta sulle quali il management deve essere preparato.

La fase di pre-marketing è caratterizzata da una procedura ben precisa. Innanzitutto, c'è bisogno di programmare la tempistica, gli investitori chiavi da incontrare, i paesi da visitare, ed ogni aspetto di natura logistico-organizzativa. Ciò che può risultare premiante, in questa determinata fase, è concentrarsi sugli investitori che potrebbero rappresentare il nocciolo duro degli acquirenti. Il lavoro svolto dai componenti del consorzio, pertanto, risulta di fondamentale importanza, in quanto sono i soggetti maggiormente vicini ai potenziali investitori e dei quali conoscono le caratteristiche e le preferenze.

Per affrontare nel migliore dei modi la fase di investors education bisogna preparare tutto il materiale necessario, tra cui la ricerca svolta dall'analista finanziario e una presentazione che include tutta una serie di informazioni riguardanti l'opportunità di investimento in oggetto. Una volta sistemato tutta la documentazione necessaria, prende avvio la fase di incontri informali con i potenziali investitori. Si tratta di

un'attività di primaria importanza, in quanto utilizzata per raccogliere feedback e costruire il range di prezzo. Tutti gli attori coinvolti in questa fase devono essere consapevoli della delicatezza e dell'importanza del loro ruolo in tale fase, in quanto è in questo momento che si capisce se un'eventuale offerta da parte della società quotanda può avere successo o meno. Tutte le informazioni raccolte sono sintetizzate all'interno di un documento standardizzato e che racchiude:

- condizioni del mercato;
- obiettivi dell'esercizio;
- sommario degli incontri;
- sommario dei feedback ricevuti;
- feedback dettagliato per singolo investitore;
- considerazioni riguardanti la valutazione della società emittente;
- raccomandazioni sul prezzo di quotazione.

In tale fase, a differenza del roadshow, che prevede un coinvolgimento maggiore della società emittente per il tramite del proprio management, il ruolo principale viene svolto dal coordinatore dell'offerta e dai soggetti facenti parte del consorzio di collocamento.

#### 2.5.2 Roadshow

In seguito alla pubblicazione del prospetto informativo e alla costituzione del consorzio di collocamento, la società emittente annuncia al mercato la propria offerta di quotazione. A questo punto prende inizio la fase di marketing in senso proprio, ovvero il *roadshow*. Esso consiste in una serie di incontri che il management della società organizza coi potenziali investitori presso le più importanti piazze finanziarie nazionali ed internazionali in funzione della localizzazione degli investitori target. In tali incontri, che si svolgono nel giro di 2/3 settimane con un'intensità elevatissima, il top management della società emittente ed il global coordinator presentano le caratteristiche dell'operazione ad una platea composta da investitori istituzionali, analisti finanziari e stampa specializzata. Il management della società viene, prima dell'inizio del roadshow, formato in modo tale da riuscire ad affrontare questi incontri nel miglior modo possibile e da rispondere in modo corretto alle domande più insidiose che potrebbero essergli rivolte dai presenti. È in questa fase che il potenziale investitore interessato all'offerta può, per la prima volta, incontrare ed interloquire con il management della società per approfondire alcuni aspetti di suo interesse riguardanti l'offerta, avendo, però, già ottenuto importanti informazioni dai soggetti appartenenti al consorzio di collocamento durante gli incontri informali. Il roadshow, dunque, rappresenta un momento fondamentale ed importantissimo all'interno di un processo di IPO. Gli incontri tra management della società ed investitori possono essere strutturati in tre modi differenti (Benedetti, 2015):

- incontri *one to one* tra il management ed il singolo investitore; ciò avviene quando si tratta di un investitore molto importante che potrebbe risultare fondamentale nella buona riuscita dell'operazione di IPO;
- meeting di gruppo;
- meeting con gruppi ristretti.

Per quanto concerne la composizione della delegazione dell'emittente, essa è solitamente composta da 3-4 soggetti. In particolar modo, sono quasi sempre presenti l'amministratore delegato, il direttore finanziario ed il direttore generale. In alcuni casi, però, quando l'offerta è di dimensioni notevoli o globale, è necessario costituire più gruppi che saranno contemporaneamente presenti in differenti centri finanziari. Il top management, in tal caso, si occuperà di intrattenere i rapporti con gli investitori maggiori, ovvero coloro che, potrebbero divenire, nell'ambito dell'offerta, gli anchor investors. In seguito ai feedback ottenuti durante la fase di pre-marketing, si costituisce la struttura del roadshow, ma è necessario mantenere una certa flessibilità in quanto alcuni incontri, soprattutto con gli investitori più importanti, potrebbero essere confermati all'ultimo istante. Una società, contestualmente allo strumento del road show, può propagandare la propria quotazione utilizzando canali alternativi di diffusione delle informazioni, come la stampa o il web. La scelta in merito a quale sia la procedura di divulgazione più consona dipende dalla tipologia di clientela a cui ci si vuole rivolgere. I road show si prestano bene soprattutto quando si vuole coinvolgere nell'offerta

investitori istituzionali, mentre gli altri strumenti sopraccitati permettono di raggiungere la platea degli investitori retail.

### 2.5.3 Metodologie di raccolta dell'offerta

Contestualmente al roadshow si iniziano a raccogliere le offerte da parte degli investitori intenzionati ad acquistare il titolo in oggetto. Esistono tre metodologie per la raccolta delle adesioni all'offerta:

- bookbuilding;
- offerta a prezzo fisso (fixed price offering);
- asta pubblica (auction).

Ciascuna di esse non è altro che una sollecitazione rivolta dal coordinatore del consorzio agli investitori, affinché questi ultimi effettuino le proprie offerte per il titolo della società emittente. Il bookbuilding è una tecnica nata negli Stati Uniti negli anni '60 e adottata con sempre maggiore frequenza, soprattutto sui mercati statunitensi, tedesco ed italiano. In Italia ha iniziato a diffondersi a partire dal 1992, anno in cui ha avuto inizio il periodo delle grandi privatizzazioni delle imprese a partecipazione statale. Le auctioned IPO messe sono scomparse alla fine degli anni '80, così come le IPO a prezzo fisso alla metà degli anni '90 (Culicchi e Ruggieri, 2009). Oggi la procedura più diffusa per valutare un IPO è indicare un intervallo di riferimento nel prospetto (come nella pratica degli Stati Uniti), per fissare poi il prezzo finale dopo la raccolta delle offerte dagli investitori. Le principali differenze che si evidenziano nell'offerta a prezzo fisso e nell'asta pubblica, rispetto alla metodologia del bookbuilding, consistono nel fatto che nelle prime due non vi è una ricerca preliminare sulle informazioni riguardanti prezzo e quantità, né discrezionalità nell'assegnazione delle azioni. Nel fixed price non viene implementata alcuna procedura per l'individuazione del prezzo, essendolo già stato fissato. In alcune realtà nazionali, tuttavia, si assiste sempre più frequentemente all'implementazione di meccanismi ibridi.

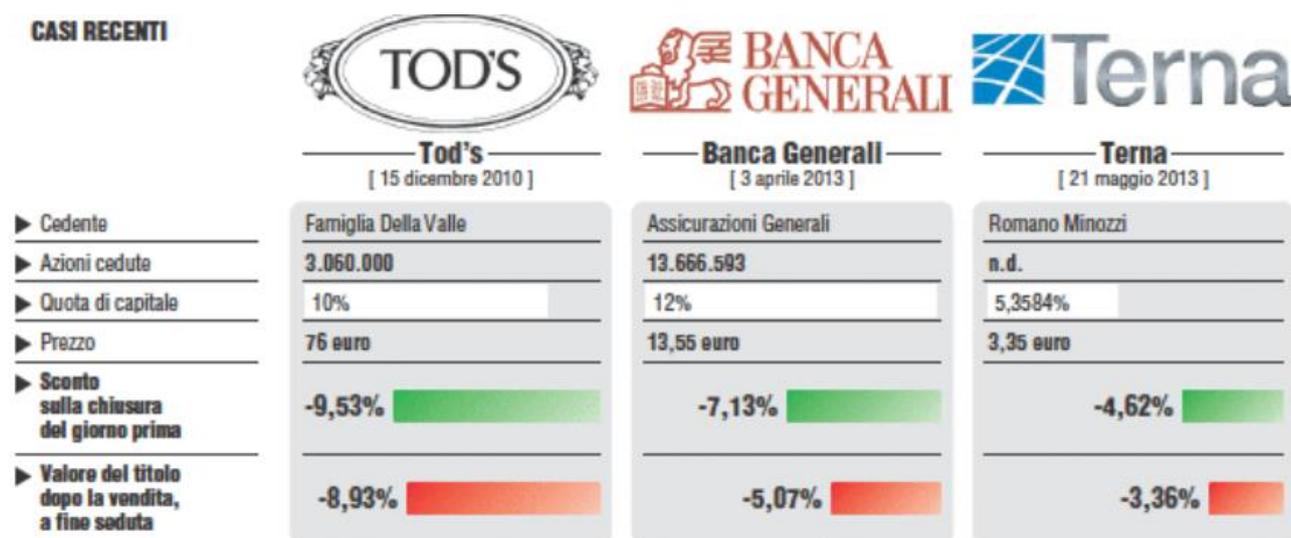
#### 2.5.3.1 Bookbuilding

Il bookbuilding, che è la metodologia maggiormente utilizzata in Italia, presenta due differenti tipologie nell'ambito delle IPO e una terza che non fa parte del processo di quotazione di un'impresa:

- bookbuilding con prezzo fisso;
- bookbuilding con prezzo aperto (open price);
- accelerated bookbuilding (accelerated bookbuild).

L'Accelerated Bookbuild è una procedura con cui vengono cedute ad investitori istituzionali quote societarie particolarmente rilevanti. In Italia questa operazione è utilizzata dagli azionisti di maggioranza di una società per cedere pacchetti azionari, mentre all'estero viene utilizzata per reperire velocemente capitali (per acquisizioni o per rifinanziamento del debito). Uno dei vantaggi dell'Accelerated Bookbuild è proprio la velocità; le azioni sono cedute in un massimo di due giorni e senza bisogno di nessuna operazione pubblicitaria, come accade invece per le IPO. Un'altro vantaggio è il collocamento ad investitori istituzionali e non direttamente sul mercato, che potrebbe non essere in grado in un breve lasso di tempo di assorbire una quantità troppo elevata di azioni. Tale procedura prevede però uno sconto per gli investitori istituzionali che acquistano la quota, che può variare tra l'1 ed il 5%. Per questo motivo l'accoglienza dei mercati all'Accelerated Bookbuild è negativa. Dopo la vendita, infatti, a fine seduta il valore del titolo subisce un decremento. Nella figura sottostante sono riportati tre casi di imprese che hanno adoperato questo strumento, mostrando gli effetti appena descritti.

Figura 11: Casi recenti di imprese che hanno adoperato la procedura dell'Accelerated Bookbuild



Fonte: Borsa italiana

Romano Minozzi annuncia il 21 maggio 2013 (a mercati chiusi) l'avvio del collocamento di una quota pari al 5,3584% del capitale di Terna. La conclusione dell'operazione viene annunciata il 22 maggio 2013 ad un prezzo di € 3,35 per azione ordinaria, pari ad uno sconto del 4,62% rispetto alla chiusura del titolo del giorno precedente. Lo stesso giorno il titolo Terna chiude la seduta in calo del 3,36%. Banca Generali, invece, annuncia il 3 aprile 2013 (a mercati chiusi) l'avvio del collocamento di una quota fino a 13.666.593 azioni ordinarie di Banca Generali, rappresentanti circa il 12% del capitale sociale della banca. La conclusione dell'operazione viene annunciata il 4 aprile 2013 ad un prezzo di € 13,55 per azione ordinaria, pari ad uno sconto del 7,13% rispetto alla chiusura del titolo del giorno precedente. Lo stesso giorno il titolo Banca Generali chiude la seduta in calo del 5,07%. La famiglia Della Valle il 15 dicembre 2010 annuncia di aver ceduto ad investitori istituzionali un pacchetto di 3.060.000 azioni (pari al 10% del capitale) Tod's S.p.A. Il prezzo è fissato a 76 €, con uno sconto del 9,53% rispetto alla chiusura del titolo del giorno precedente. Il 15 dicembre 2010 il titolo Tod's chiude la seduta in calo dell'8,93%. Il bookbuilding a prezzo fisso, invece, che prevedeva un prezzo noto per gli investitori prima dell'inizio del periodo di adesioni, è stato sostituito, a partire dal 1999, dall'open price, il quale prevede che il prezzo definitivo venga fissato dal coordinatore dell'offerta solo dopo che sono state raccolte le adesioni da parte degli investitori interessati al titolo. Questa procedura ha una durata di circa due settimane ed ha inizio con la definizione, da parte del coordinatore, del range di prezzo. Il bookbuilding può essere utilizzato solo in riferimento all'offerta istituzionale.

Jennkinson & Ljungqvist (2001) ritengono che il motivo per cui si esclude la controparte retail è dovuta al fatto che amministrare la pluralità di richieste provenienti da questa categoria di investitori, esigue nell'importo e poco rappresentative dell'effettivo valore aziendale, costituisce un problema non indifferente. Per questo motivo ci si affida alla tipologia di investitori più professionali e qualificati, siano essi domestici e non, che dispongono degli strumenti idonei per valutare un'impresa e decidere se investire in essa. Essi possiedono pertanto le capacità e abilità per contribuire efficacemente, attraverso le loro offerte di acquisto, all'individuazione di una curva di domanda. Per quanto concerne, invece, l'offerta rivolta al pubblico retail, essa si svolge seguendo precise modalità che devono essere descritte all'interno del prospetto informativo. La sottoscrizione da parte di tali investitori, infatti, deve avvenire entro un periodo stabilito all'interno del prospetto informativo, presso i soggetti incaricati del collocamento e attraverso la compilazione di un modulo di adesione predisposto dalla stessa società emittente.

Per quanto riguarda, invece, le tipologie di *bid*, intesa come prezzo di domanda o quantità domandata, che possono essere esercitate dagli investitori, ne esistono tre:

- *strike bid*, che include esclusivamente la quantità di azioni richiesta dagli investitori, senza alcuna disposizione in merito al prezzo che essi sono disposti a pagare. Ciò vuol dire che agli investitori verrà, al termine del periodo di adesione, assegnata l'intera quantità di azioni da loro richieste, o una parte di esse, al prezzo che verrà, poi, definito;

- *limit bid*, secondo la quale l'investitore esprime il prezzo massimo che è disposto a pagare per la quantità di azioni richiesta. Se il prezzo definitivo di quotazione dovesse risultare maggiore di quello espresso dall'investitore, a quest'ultimo non verrà assegnata alcuna azione;
- *step bid*, la quale prevede che l'investitore indichi il prezzo che è disposto a pagare per differenti quantità di azioni. In pratica l'investitore esprime una propria curva di domanda sulla base delle due variabili che la caratterizzano, ovvero quantità e prezzo.

Il global coordinator, in seguito alle richieste pervenute, è in grado di raccogliere le dichiarazioni di prezzo e/o le quantità espresse dagli investitori e costruire il book. Riprendendo la piramide del valore (Figura 19), viene scalato un altro gradino che permette di definire con maggiore precisione quello che sarà il prezzo effettivo di quotazione del titolo. Attraverso questo processo, dunque, si viene a formare una curva di domanda a seguito dei differenti livelli di prezzo espressi negli ordini d'acquisto pervenuti al consorzio di collocamento. Tale curva verrà utilizzata per fissare il prezzo definitivo di collocamento, il quale non sarà calcolato meccanicamente ma sarà il frutto di una negoziazione tra la società quotanda ed il responsabile del collocamento. Il bookbuilding, infatti, è un processo interattivo caratterizzato da una costante e continua comunicazione tra emittente e global coordinator. Il progressivo delinearci della domanda e della sensibilità al prezzo durante questa fase, consente di poter intavolare un dialogo anche con gli investitori, alcuni dei quali attendono l'ultimo istante per far pervenire il loro ordine alla società, in modo tale da valutare prima, con maggiore attenzione, l'andamento della domanda.

#### 2.5.3.2 Offerta a prezzo fisso

Nell'offerta a prezzo fisso il prezzo è stato precedentemente fissato in maniera arbitraria, ancor prima della raccolta di ordini da parte degli investitori, sia istituzionali che retail: per questo motivo non si incorre ovviamente in alcuna criticità per quel che concerne il meccanismo del price discovery, vale a dire le procedure che hanno portato alla determinazione di quel preciso valore. Quella che va considerata è esclusivamente la fase di allocazione delle azioni, in particolare le modalità con cui la stessa viene condotta tra il pubblico di investitori interessati. Nel caso in cui si abbia un numero di richieste inferiori a quanto offerto si procede direttamente assegnando le quantità effettivamente richieste a ciascuno dei soggetti coinvolti, senza il verificarsi di alcun razionamento, mentre se si palesano casi di *oversubscription*, ossia il versante della domanda è superiore a quello dell'offerta, diventa necessario implementare degli adeguati meccanismi di allocazione. Jenkinson & Ljungqvist (2001) individuano tre regole di allocation:

1. Un primo modo di allocazione è quello di mantenere un profilo di correttezza, applicando le cosiddette *fair rules*. Queste si sostanziano in un'allocazione di tipo pro-rata, ossia si opta per accontentare le richieste di tutti gli intervenuti, fino ad esaurimento dell'offerta. Gli investitori, tuttavia, a conoscenza del suddetto meccanismo, potrebbero anticipare questa mossa e adottare un comportamento scorretto, facendo richiesta per una quantità ben superiore a quella effettivamente desiderata cosicché, venga loro conferita la quantità realmente desiderata. Per evitare l'incalzare di questo comportamento distortivo e scorretto, conosciuto anche con il termine inglese di *overbidding* (letteralmente "eccesso di richieste"), sono stati tuttavia implementati nella prassi dei meccanismi limitanti. In alcune realtà è previsto che gli investitori interessati a partecipare all'offerta si impegnino versando un assegno che ricopri l'ammontare delle azioni richieste. Quest'ultimo, per non vanificare la sua funzione di deterrente, viene incassato prima dell'effettivo processo di distribuzione delle quote, cosicché si palesi in un effettivo, e non solo ipotetico, esborso di denaro. Se al termine del processo di allocazione, le richieste dell'investitore non siano state completamente soddisfatte, l'operatore deve rimborsare il cliente per l'ammontare non effettivamente allocato.
2. Le azioni possono anche essere assegnate secondo meccanismi discriminatori. In alcune nazioni ad esempio, in fase di collocamento dei titoli, vengono privilegiati gli investitori retail che rappresentano l'anello debole e minoritario dei potenziali sottoscrittori. Tale meccanismo discriminatorio è pensato per evitare il fenomeno di *overbidding*, ma questa volta senza impiegare risorse monetarie. Gli altri investitori infatti, consapevoli che le azioni verranno preferenzialmente assegnate a coloro che ne hanno fatto richieste limitate, non saranno incentivati ad esagerare in fase di domanda. Va tuttavia

specificato che ci si può imbattere in situazioni ove a essere privilegiati non sono gli investitori retail, bensì soggetti ben più influenti quali figure afferenti al mondo politico. Da questa particolare allocazione l'emittente spera ovviamente di trarne un vantaggio, instaurando con questi soggetti una relazione di tipo *do ut des*.

3. Si possono verificare, infine, casi estremi in cui non si adottano regole ragionevoli per allocare le azioni, queste ultime vengono collocate secondo meccanismi casuali, attraverso un sistema basato sul principio della lotteria, ossia assegnando le quantità attraverso un meccanismo di mera estrazione.

#### 2.5.3.3 Asta Pubblica

L'auktion method consiste nel metodo d'asta: si tratta di un sistema nel quale, dopo aver fissato un prezzo soglia minimo, al di sotto del quale non è ammissibile scendere, gli investitori coinvolti sono tenuti ad indicare la loro quantità ed il loro prezzo massimo. Successivamente, sulla base delle differenti offerte raccolte, verrà decretato l'effettivo prezzo finale, tale da esaurire l'offerta disponibile. Questo sistema, sotto certi aspetti, ha degli elementi in comune con il bookbuilding, poiché entrambe le procedure arrivano all'individuazione di un prezzo di emissione attraverso la rivelazione della domanda (Bonini & Voloshyna, 2010). Le tipologie principali nell'auktion sono due: la *single price auktion*, in base alla quale tutti i partecipanti saranno tenuti a pagare il medesimo prezzo e la *discriminatory price auktion*, aste per le quali i proponenti saranno chiamati a rispondere per il prezzo effettivamente offerto, con la differenza principale, rispetto alla prima tipologia, che sono effettuate delle distinzioni tra i vari investitori.

La differenza sostanziale tra l'asta e il bookbuilding risiede nell'impostazione ed organizzazione della procedura. Il metodo d'asta può infatti aver luogo senza l'intervento di soggetti esterni, ma sulla base di semplici sistemi informatici automatizzati che permettono l'incontro tra domanda e offerta, nel rispetto dei parametri di prezzo-quantità decretati da regole specificate ex ante, meccanismo noto come *internet based auktion mechanism*. Il bookbuilding, invece, è un processo tutt'altro che automatizzato e fonda il suo funzionamento su una pluralità di soggetti: in primis sul ruolo ricoperto dal lead manager, soprattutto in sede di selezione degli investitori e di successiva fissazione del prezzo finale; in secondo luogo sul rapporto di intermediazione e di perenne dinamismo che si viene ad instaurare tra i diversi soggetti. Senza tali elementi questa procedura sarebbe destinata a scomparire definitivamente.

#### 2.5.4 Pricing

In Italia la più diffusa metodologia, come detto in precedenza, per la raccolta delle adesioni all'offerta è rappresentata dal bookbuilding. Tale procedura, nella maggior parte dei casi, è implementata con la tecnica dell'open price, ovvero non viene fissato, all'interno del prospetto informativo, un prezzo di quotazione effettivo, bensì solo un valore massimo. Gli investitori, pertanto, decidono di aderire o meno all'offerta senza conoscere quello che sarà l'effettivo prezzo del collocamento ma conoscendo solo l'esborso massimo a cui dovranno far fronte per poter ottenere le azioni della società emittente. Il prezzo effettivo sarà comunicato al mercato solo dopo la chiusura del periodo di adesione all'offerta. Esso viene fissato sulla base delle offerte pervenute, analizzando sia il quantitativo richiesto dagli investitori sia il prezzo che essi sono disposti a pagare. La definizione del prezzo definitivo di quotazione è il risultato di un processo che interessa tutte le fasi di un'IPO.

L'ottimizzazione del prezzo definitivo di quotazione è il risultato dell'azione combinata di più elementi, soprattutto di un'attenta attività di pre-marketing e di marketing, che genera competizione tra la domanda e, quindi, disponibilità ad acquistare il titolo. La decisione finale riguardante tale prezzo nasce da una serie di fattori:

- quantità di azioni domandata e livello di oversubscription, ossia di quante volte la domanda supera l'offerta;
- qualità, dimensione e sensibilità al prezzo espressa negli ordini di acquisto;
- livelli di valutazione e prezzo rispetto ai principali competitors;
- percentuale di incontri one to one che si sono tramutati in ordini;

- andamento del mercato ed approccio degli investitori all'aftermarket;
- performance del settore in cui opera la società emittente.

I responsabili del collocamento tenteranno di definire il prezzo quanto più vicino al limite massimo del range fissato per il bookbuilding, in quanto ciò è sintomo di successo dell'offerta e genera positività sul mercato. La società ed il lead manager si incontrano il giorno prima dell'effettiva data di inizio delle quotazioni per decidere, prima della chiusura della giornata di borsa, il prezzo dell'offerta e l'ammontare dei titoli da emettere nel mercato, portando così a termine l'*underwriting agreement*, ovvero il contratto che regola l'acquisto di titoli da parte dei membri del consorzio di collocamento.

Una volta che è stato fissato il prezzo di quotazione, il responsabile del collocamento inizierà subito la fase di allocation, dove si fa spesso uso del meccanismo del *clawback* (Iosio, 2011). Si tratta di un'opzione che permette di spostare parte dell'offerta da una tipologia di investitori ad un'altra. Se vi è stata, ad esempio, un'elevata domanda da parte degli investitori istituzionali, mentre l'offerta retail non ha raggiunto gli stessi risultati, è possibile allocare parte delle azioni, che inizialmente erano destinate al pubblico indistinto, presso gli investitori istituzionali. Alternativamente la clausola di clawback può essere applicata su base territoriale, spostando parte dell'offerta da una certa area geografica ad una altra, in modo tale da rispondere meglio ai differenti livelli di adesione all'offerta nelle diverse aree territoriali in cui la società emittente ha deciso di diffondere la propria offerta.

Spetta alla società emittente l'ultima parola riguardo le decisioni di allocazione delle azioni, ma gioca un ruolo fondamentale il responsabile del collocamento. Esso, infatti, supporta la società in questa fase, con l'obiettivo di garantire una buona distribuzione del titolo, che tenga in considerazione la qualità degli investitori, la distribuzione geografica e, soprattutto, l'orizzonte temporale dell'investimento. Quest'ultimo aspetto è molto importante, in quanto se le azioni sono possedute da investitori con un orizzonte temporale di lungo periodo, i cosiddetti *long-term investors*, vuol dire che, sul mercato secondario, l'offerta del titolo è scarsa e, dunque, per il meccanismo dell'equilibrio tra domanda e offerta, il titolo tende ad apprezzarsi. Viceversa, se le azioni sono possedute da investitori con orizzonte temporale di breve periodo, detti *short-term investors*, allora l'offerta del titolo sul mercato sarà maggiore, il titolo sarà caratterizzato da maggiore volatilità e, dunque, il prezzo tenderà ad essere più basso (Mancaruso et al., 2009).

I principi a cui dovrebbe ispirarsi la società emittente nell'allocare le azioni emesse sul mercato sono:

- obiettivi della società quotanda;
- coerenza con la media storica degli ordini di ciascun investitore;
- livello reale di interessamento degli investitori;
- comportamento dell'investitore in offerte precedenti;
- distribuzione geografica;
- comprensione dell'equity story.

Una volta che è stato definito il prezzo definitivo di quotazione, esso deve essere comunicato alle autorità di competenza, ovvero Consob e Borsa Italiana S.p.a., e deve essere riportato nel documento finale. Quest'ultimo deve essere pubblicato con le stesse modalità seguite per la pubblicazione del prospetto informativo. Contestualmente verranno effettuate anche le ultime verifiche di due diligence ed entro 5 giorni dalla chiusura dell'operazione, le azioni iniziano ad essere scambiate sul mercato secondario, dando inizio alla fase di aftermarket. Entro 5 giorni dalla fine dell'offerta pubblica è necessario effettuare il pagamento e la consegna delle azioni tramite il deposito alla Monte Titoli.

Nell'ambito dell'offerta, inoltre, possono essere previste delle clausole di *lock-up* (o *lock-in*), che consistono nell'impegno da parte degli azionisti preesistenti alla quotazione di non vendere le proprie azioni per un determinato periodo di tempo successivo all'IPO. La presenza di tali clausole infonde maggiore fiducia al mercato, in quanto è un segnale che la società lancia a quest'ultimo. Un azionista, infatti, decide di sottoscrivere una clausola di lock-up solo quando è convinto che nel prossimo futuro la società otterrà delle performance positive, aumentando di conseguenza il valore dei titoli.

## 2.6 Fase di post quotazione

AmMESSO che la quotazione sia avvenuta regolarmente, secondo i passaggi finora descritti, si apre un'altra delicata fase, quella post IPO. Il soggetto che ha affiancato l'impresa nel ruolo di capofila del consorzio nella fase di prima emissione, assiste la stessa anche successivamente, durante il delicato momento di trading nel mercato secondario (AIFI et al., 2001).

Successivamente alla quotazione, la società dovrà adempiere a diversi obblighi di informativa e comportamentali verso il mercato. Essa, inoltre, dovrà svolgere un'attenta azione di comunicazione finalizzata alla corretta valutazione del titolo. L'azienda quotata deve attenersi ad alcune regole di informativa societaria, previste dalla normativa:

- una appropriata e tempestiva comunicazione di fatti rilevanti od operazioni straordinarie inerenti all'impresa o le sue partecipate che, se resi pubblici, possono influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli quotati in Borsa;
- la pubblicazione del bilancio d'esercizio, della relazione semestrale (entro quattro mesi dalla fine del primo semestre) e delle relazioni trimestrali (entro 45 giorni dalla fine del trimestre);
- l'informazione sull'esercizio dei diritti connessi ai titoli quotati;
- le comunicazioni riguardanti la variazione nella composizione degli organi sociali;
- le comunicazioni riguardanti gli assetti proprietari e le partecipazioni. La normativa prevede, inoltre, alcuni obblighi per le società quotate con riferimento alla tutela degli azionisti di minoranza (corporate governance) e al divieto di utilizzo, da parte di amministratori, sindaci, direttori generali e dirigenti, di informazioni riservate, cui hanno accesso in virtù delle loro funzioni, per effettuare a proprio vantaggio operazioni sul mercato mobiliare (*insider trading*).

La comunicazione aziendale verso la comunità finanziaria assume, dopo la quotazione, una valenza strategica. Al fine di incentivare il continuo interesse degli investitori, è necessario che il management si assicuri che le aspettative del mercato vengano rispettate e che tutte le informazioni necessarie alla comprensione dei risultati siano prontamente comunicate agli analisti. È pertanto opportuno che tale comunicazione sia gestita da un responsabile, definito *investor relator*, che si dedichi alle relazioni e agli incontri con analisti e investitori e all'utilizzo dei servizi forniti dalla Borsa Italiana. Esso funge da interfaccia tra l'azienda ed il mercato, raccogliendo e divulgando informazioni da e verso il mercato. Tale figura, inoltre, collabora con l'intera struttura aziendale per mantenere e incentivare il rispetto della normativa in materia di informativa societaria. L'*investor relator* opera trasversalmente all'interno dell'azienda, lavorando a stretto contatto con le diverse funzioni aziendali. L'attività di *investor relation* è fondamentale che venga condivisa e supportata dal management, che deve attenersi al piano di comunicazione predisposto da questo soggetto, al fine di evitare l'invio di messaggi non coerenti al mercato. I principali obiettivi di comunicazione, perseguiti attraverso l'attività di *investor relation*, sono:

- raggiungere e/o ampliare la visibilità presso gli investitori nazionali ed internazionali, attraverso gli studi effettuati dagli analisti finanziari, garantendo una maggiore conoscenza della storia e degli obiettivi di crescita della società;
- agevolare gli scambi sul titolo e il raggiungimento di un livello di contrattazione che permetta di conciliare una bassa volatilità del titolo con un'alta liquidità dello stesso;
- stabilire un rapporto di fiducia tra il management e gli investitori che consenta di trasmettere le informazioni relative all'andamento della società in maniera trasparente e costante e che riduca il rischio di incorrere in false aspettative o in valutazioni non corrette;
- mantenere ed accrescere l'accesso al mercato dei capitali alle migliori condizioni e quindi abbassare il costo di raccolta del capitale di rischio.

Nella fase di post quotazione un aspetto molto importante è quello relativo all'individuazione degli obblighi di informativa derivanti, che devono essere individuati dalla società tempestivamente, al fine di predisporre gli strumenti idonei per assolverli. Le informazioni richieste dal pubblico finanziario specializzato comprendono, oltre che i dati economico-finanziari, anche variabili di tipo strategico ed organizzativo e gli obiettivi futuri di gestione. È molto importante che tali informazioni vengano fornite in modo coerente e con continuità in maniera tale da soddisfare le richieste di chiarezza e di attendibilità derivanti dal mercato, senza

danneggiare l'azienda, divulgando informazioni di valenza commerciale. Le informazioni e la documentazione richiesta riguardano (Borsa Italiana, 2001):

- *Risultati finanziari*
  - Bilanci d' esercizio, relazioni semestrali e trimestrali;
  - Predisposizione di documenti contenenti riclassificazioni, valutazioni redatte da esperti indipendenti e relative a particolari operazioni poste in essere nel periodo in oggetto;
  - Predisposizione della eventuale documentazione derivante da obblighi di quotazione all'estero;
  - Dati di sintesi delle indicazioni fornite dalla direzione strategica in sede di IPO e durante i roadshow;
  - Dati relativi alle diverse fasi di implementazione delle strategie indicate;
  - Evidenziazione dei risultati ottenuti e/o degli scostamenti significativi, corredati di esaurienti giustificazioni.
- *Scenario ed aspetti organizzativi/normativi*
  - Cambiamenti dello scenario operativo;
  - Evoluzione dello scenario competitivo;
  - Cambiamenti dell'organizzazione e/o nella struttura organizzativa;
  - Cambiamenti normativi;
- *Eventi importanti*
  - Dichiarazioni del management;
  - Lancio di nuovi prodotti;
  - Acquisizioni, scissioni o joint-venture.

La scelta degli strumenti di comunicazione, la tempistica e il modo in cui fornire le informazioni sono tra gli aspetti più importanti da prendere in considerazione. Bisogna quindi:

- predisporre le principali informazioni in modo chiaro e sintetico supportandole con un'adeguata documentazione finanziaria;
- predisporre un timetable, inerente alla tempistica con cui devono essere fornite le informazioni richieste dalla normativa vigente e dalle necessità del mercato (il maggior sforzo comunicativo si concentra in occasione del rilascio dei risultati di bilancio ed in occasione di operazioni straordinarie);
- individuare i mezzi di distribuzione (posta, fax, e-mail, sito Internet);
- definire i rapporti da intrattenere con la stampa, esplicitando i contenuti dei comunicati stampa e le modalità di diramazione degli stessi e, in seguito, le diverse modalità di presentazione dei comunicati agli analisti.

I requisiti formali post IPO sono illustrati nella tabella successiva.

Tabella 9: Requisiti formali post IPO stabiliti dai Regolamenti dei mercati di Borsa Italiana. Confronto tra i segmenti di mercato MTA, STAR e AIM\_Italia-MAC.

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

Fonte: Culicchi & Ruggieri (2009). Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia.

### 3. Underpricing delle IPO italiane

Nella prima parte di questo capitolo sono illustrate le principali teorie economiche che cercano di spiegare il fenomeno dell'Underpricing, che è considerato come uno dei puzzle esistenti all'interno del mercato finanziario. L'indagine, in seguito, si focalizza sui metodi di collocamento dei titoli, presentando delle evidenze empiriche che hanno l'obiettivo di illustrare quale metodologia porta a minimizzare il *Money left on the table*, presentando anche dei meccanismi ibridi. L'ultima parte contiene l'analisi di tale fenomeno all'interno dei mercati borsistici italiani, al fine di capire come esso si è evoluto nel corso del tempo all'interno del panorama nazionale.

#### 3.1 Basi teoriche dell'Underpricing

Numerose ricerche effettuate dalla letteratura economica hanno messo in evidenza che la maggior parte dei processi IPO è caratterizzata da una differenza positiva tra il prezzo di mercato dei titoli, registrato nel primo giorno di contrattazioni, e l'offering price. Le società scelgono consapevolmente di offrire al pubblico le proprie azioni ad un valore inferiore a quello stimato al momento della quotazione, con l'obiettivo o di incentivare gli investitori a aderire all'offerta, o di favorire la massima diffusione dei titoli fra un vasto pubblico, oppure per l'esistenza di rilevanti asimmetrie informative fra i partecipanti all'operazione. Questo vuol dire che le IPO shares vengono sottovalutate rispetto al loro reale valore di mercato, portando le imprese quotande a concedere uno sconto sul prezzo a favore dei nuovi azionisti. Tale fenomeno viene definito *Underpricing o sconto di quotazione*. Quanto detto è in contrasto con la teoria dei mercati dei capitali perfetti, secondo la quale i titoli dovrebbero essere scambiati al loro reale valore di mercato e le società non dovrebbero essere propense al "*Money left on the table*".

Gli studiosi, nel corso degli anni, hanno analizzato il fenomeno e cercato di dargli una spiegazione. Le conclusioni tratte sono differenti e ciascuna spiega, in parte, il motivo per cui le società decidono deliberatamente di ricorrere a tale pratica. Alcuni teorici ritengono che l'Underpricing è un mezzo per incentivare gli investitori ad acquistare le azioni della società. Quest'ultimi, essendo a conoscenza del reale valore del titolo della società in oggetto, grazie alle numerose analisi effettuate dagli analisti finanziari in fase di due diligence, decidono di acquistare le azioni sapendo, che nei giorni successivi, esse tenderanno ad apprezzarsi. Esso può essere visto anche come un meccanismo per generare un eccesso di domanda e per far sì che il mercato abbia il tempo di risolvere le proprie asimmetrie informative e di comprendere la bontà dell'offerta. I potenziali offerenti, in questa maniera, hanno la possibilità di capire che l'impresa è sottovalutata, generando un risultato contrario all'Underpricing. Tale effetto, definito *Overshooting*, porta nei giorni successivi alla quotazione, il prezzo del titolo sul mercato secondario a superare il valore di equilibrio, facendo traslare la curva di domanda e compensando lo sconto iniziale. La prima tranche di azioni viene emessa ad un prezzo inferiore, per assicurare il successo dell'operazione ed il collocamento dei titoli, mentre la seconda viene emessa ad un prezzo più elevato per ricompensare la società della perdita dovuta allo sconto concesso sulla prima tranche.

I primi teorici ad interessarsi a tale fenomeno furono Ibbotson & Jaffe (1975), i quali, analizzando il mercato americano, rilevarono che le IPO condotte negli anni '60 erano caratterizzate da uno sconto di quotazione medio del 19%. Tale fenomeno, successivamente, venne registrato su scala globale e questo portò alcuni autori di realtà differenti da quella USA ad interessarsi. I dati empirici venivano registrati con una tale regolarità, che difficilmente si sarebbe assistito a casi di IPO, globalmente parlando, non soggette ad Underpricing. Loughran et al. (2012) analizzarono i dati relativi alle offerte pubbliche realizzate in 49 differenti paesi. La Tabella 11 mostra che tale effetto è presente in qualsiasi mercato internazionale, anche in Italia, il cui dato medio (16,4%) si allinea a quello degli altri paesi sviluppati, come ad esempio Inghilterra e Stati Uniti, che presentano un valore rispettivamente del 16,1% e 16,8%. L'analisi mette in evidenza la straordinarietà del dato cinese che, nonostante l'ampio intervallo di tempo preso in considerazione, rimane molto elevato (137,4%). Tale lavoro evidenzia che nei Paesi emergenti il valore dello sconto concesso è

superiore a quello dei paesi sviluppati, poiché tale fenomeno è influenzato dal “rischio paese”. Il minor costo delle azioni può spingere gli investitori esteri a partecipare alle IPO di queste regioni, affascinati dalla prospettiva di un ritorno dell’investimento vantaggioso.

Tabella 10: Evidenze empiriche relative all'Underpricing nei mercati azionari internazionali

Country	Source	Sample Size	Time Period	Avg. Initial Return
Argentina	Eijgenhuijsen & van der Valk	20	1991-1994	4.4%
Australia	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham; Ritter	1,562	1976-2011	21.8%
Austria	Aussenegg; Ritter	102	1971-2010	6.3%
Belgium	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart DuMortier; Ritter	114	1984-2006	13.5%
Brazil	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito; Ushisima	275	1979-2011	33.1%
Bulgaria	Nikolov	9	2004-2007	36.5%
Canada	Jog & Riding; Jog & Srivastava; Kryzanowski, Lazrak & Rakita; Ritter	696	1971-2010	6.7%
Chile	Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturana; Ritter	65	1982-2006	8.4%
China	Chen, Choi, & Jiang; Jia & Zhang	2,102	1990-2010	137.4%
Cyprus	Gounopoulos, Nounis, and Stylianides	66	1999-2011	20.8%
Denmark	Jakobsen & Sorensen; Ritter	164	1984-2011	7.4%
Egypt	Omran	53	1990-2000	8.4%
Finland	Keloharju	162	1971-2006	17.2%
France	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine; Ritter; Vismara	697	1983-2010	10.5%
Germany	Ljungqvist; Rocholl; Ritter; Vismara	736	1978-2011	24.2%
Greece	Nounis, Kazantzis & Thomas; Thomadakis, Gounopoulos & Nounis	373	1976-2011	50.8%
Hong Kong	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu; Fung, Gul, and Radhakrishnan; Ritter	1,259	1980-2010	15.4%
India	Marisetty and Subrahmanyam; Ritter	2,964	1990-2011	88.5%
Indonesia	Suherman	386	1990-2011	25.7%
Iran	Bagherzadeh	279	1991-2004	22.4%
Ireland	Ritter	31	1999-2006	23.7%
Israel	Kandel, Sarig & Wohl; Amihud & Hauser; Ritter	348	1990-2006	13.8%
Italy	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi; Vismara	273	1985-2009	16.4%
Japan	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway	3,100	1970-2010	40.4%
Jordan	Marmar	53	1999-2008	149.0%
Korea	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo; Mosharian & Ng; Cho; Joh; Ritter	1,593	1980-2010	61.6%
Malaysia	Isa; Isa & Yong; Yong; Ma	413	1980-2009	62.6%
Mexico	Aggarwal, Leal & Hernandez; Eijgenhuijsen & van der Valk	88	1987-1994	15.9%
Netherlands	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs; Jenkinson, Ljungqvist, & Wilhelm; Ritter	181	1982-2006	10.2%
New Zealand	Vos & Cheung; Camp & Munro; Ritter	214	1979-2006	20.3%
Nigeria	Ikoku; Achua	114	1989-2006	12.7%
Norway	Emilsen, Pedersen & Saettem; Liden; Ritter	153	1984-2006	9.6%
Philippines	Sullivan & Unite; Ritter	123	1987-2006	21.2%
Poland	Jelic & Briston; Ritter	224	1991-2006	22.9%
Portugal	Almeida & Duque; Ritter	28	1992-2006	11.6%
Russia	Ritter	40	1999-2006	4.2%
Saudi Arabia	Al-Anazi, Forster, & Liu	76	2003-2010	264.5%
Singapore	Lee, Taylor & Walter; Dawson; Ritter	591	1973-2011	26.1%
South Africa	Page & Reyneke; Ali, Subrahmanyam & Gleason; Ritter	285	1980-2007	18.0%
Spain	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera	128	1986-2006	10.9%
Sri Lanka	Samarakoon	105	1987-2008	33.5%
Sweden	Rydqvist; Schuster; Simonov; de Ridder	406	1980-2011	26.1%
Switzerland	Kunz, Drobetz, Kammermann & Walchli; Ritter	159	1983-2008	28.0%
Taiwan	Chen	1,312	1980-2006	37.2%
Thailand	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat; Ekkayokkaya and Pengniti	459	1987-2007	36.6%
Turkey	Kiyamaz; Durukan; Ince; Kucukkocaoglu	355	1990-2011	10.3%
United Kingdom	Dimson; Levis	4,877	1959-2011	16.1%
United States	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	12,246	1960-2011	16.8%

Fonte: Loughran et al. (2012). Initial public offerings: International insights.

La presenza globale di tale anomalia ha portato a una crescente attenzione verso questo argomento e alla nascita di un corposo filone letterario di teorie, che possono essere scomposte in quattro macroaree:

1. le teorie legate all'asimmetria informativa, secondo cui l'Underpricing si configura come risposta ad una disomogenea distribuzione delle informazioni tra i differenti attori coinvolti nel processo di quotazione;
2. il filone delle teorie istituzionali, che cercava di spiegare tale anomalia sulla base di tre caratteristiche del mercato finanziario: la possibilità che l'impresa emittente fosse coinvolta in un contenzioso o fosse vittima del *Litigation Risk*, l'attività di stabilizzazione post-quotazione del prezzo effettuata dagli attori coinvolti, l'Underpricing visto come strumento per contrastare la fiscalità;
3. il terzo filone esplicativo esaminava invece il fenomeno sotto il profilo dell'assetto proprietario e del controllo: gli studiosi cercarono di verificare empiricamente se lo sconto di quotazione è funzionale alla costituzione di un azionariato frammentato, cosicché quest'ultimo non potesse monitorare il management aziendale, o potesse essere utilizzato quale strumento per minimizzare i costi di agenzia, fortificando l'attività di monitoring;
4. il filone delle teorie comportamentali cerca di spiegare tale puzzle della finanza demolendo uno dei punti cardini sul quale tutte le altre teorie sopra citate si basavano: la razionalità degli attori coinvolti nel processo di IPO, sia in qualità di investitori, che di soggetto emittente.

Questi filoni teorici, tuttavia, sono in contrasto tra di loro, anche in termini di rilevazioni empiriche e spesso quanto sostenuto teoricamente non trova effettivo riscontro nella realtà. I teorici, per cercare di spiegare un così elevato ammontare di capitale sfumato, diedero vita al filone "sperimentale", che comprende le teorie comportamentali o *Behavioral Explanations*, che nacque come fonte di spiegazione alternativa, laddove le precedenti teorie avevano fallito.

### 3.1.1 Filone delle Asimmetrie Informative

Il filone delle asimmetrie è quello più stabile e radicato nella storia dell'IPO Underpricing, nonché punto di partenza per molte delle teorie successivamente formulate. L'assunto basilare è che una delle controparti coinvolte nel processo di quotazione di un'impresa, abbia maggiori informazioni rispetto alle altre. Questo gruppo di teorie, a seconda di chi sia il soggetto più informato, si caratterizza per una ulteriore classificazione interna, che comprende la "*Maledizione del Vincitore*" [ (Rock, 1986)], le "*Information Revelation Theories*" [ (Benveniste & Wilhelm, A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments, 1990), (Spatt & Srivastara, 1991)], la teoria "*Principale-Agente*", vista nel capitolo precedente, ed infine la "*Teoria della Segnalazione*" [ (Ibbotson R. , 1975)].

#### 3.1.1.1 Maledizione del Vincitore

Rock (1986), prendendo spunto dalla teoria di Akerlof (1970), sostiene che la disparità informativa è presente tra gli investitori, e parte dal presupposto che il prezzo venisse individuato tramite il processo di fixed price e che le azioni fossero collocate tra il pubblico con un sistema proporzionale. Alcuni soggetti sono più informati rispetto ad altri, circa il reale valore delle azioni ammesse a quotazione, grazie a una migliore attività di information gathering e analisi di mercato. Lo studioso ipotizza l'esistenza di due scenari: nel caso delle underpriced IPO, l'investitore informato mostrerà grande interesse e vorrà comprare una quota maggiore di azioni rispetto all'investitore medio. Il numero di azioni prenotate, in alcuni casi, può superare il numero di quelle messe in vendita dall'impresa, generando l'oversubscription. Gli underwriters, pertanto hanno un potere importante, poiché possono decidere a chi destinare le azioni, operando così una vera e propria selezione. Gli investitori maggiormente informati, in situazioni di overpriced IPO, invece, non partecipano all'offerta, lasciando la totalità dell'allocazione azionaria alla controparte meno informata. Quest'ultimi, pertanto, ricevono la totalità delle azioni richieste solo laddove si fosse andato a manifestare un caso di Overpricing, del quale erano del tutto ignari, a causa dell'asimmetria informativa. Gli stessi avrebbero ottenuto meno dell'atteso qualora avessero partecipato ad IPO vantaggiose, nelle quali la

presenza e concorrenza dei più informati avrebbe reso necessario un'operazione di razionamento delle azioni.

I meno informati, pertanto, ottengono un rendimento, dato dalla detenzione congiunta sia di azioni sotto che sopra-prezzate, inferiore a quello registrato dalla controparte informed o addirittura negativo. Quest'ultima evenienza si sarebbe potuta manifestare qualora i meno informati non fossero stati in grado di ottenere l'allocazione di underpriced shares o l'ammontare delle stesse non avesse raggiunto un livello tale da controbilanciare il rendimento negativo delle overpriced shares. I soggetti svantaggiati, una volta sofferta questa perdita, non sono disposti a prendere parte ad ulteriori IPO. L'unico modo che per evitare la possibilità di registrare rendimenti negativi a seguito dell'investimento del proprio capitale in offerte sbagliate è eliminare il problema alla radice, attraverso la non adesione alle offerte. Rock, tuttavia, era dell'opinione che la presenza di investitori meno informati fosse numericamente fondamentale affinché il mercato delle IPO potesse continuare ad esistere, poiché la sola controparte informed non è in grado di soddisfare l'intera richiesta. L'Underpricing, in questo modello, viene considerato come strumento necessario per attirare i soggetti meno informati e conservare, in tal modo, la liquidità del mercato finanziario. L'unica modalità che l'emittente ha per accaparrarsi la partecipazione al mercato da parte dei meno informati è garantirgli un rendimento atteso dall'operazione non negativo. La maledizione del vincitore considera lo sconto di quotazione come premio da garantire agli offerenti, nonché come male necessario a cui si sottomettono volontariamente le imprese quotande, al fine di garantirsi la possibilità di operare nell'IPO market. Quest'ultimo, in assenza dell'apporto di capitale da parte dei meno informati, è destinato alla sparizione totale.

### *3.1.1.2 Information Revelations Theories*

La predominanza informativa del gruppo di investitori permane anche all'interno di questa teoria, però, a differenza della Winner's Curse, oltre a presentarsi internamente a tale compagine, si palesa anche nei confronti dell'underwriter. Quest'ultimo, pur avendo il compito di condurre un'IPO di successo, si ritrova in una situazione di svantaggio informativo, poiché non conosce l'opinione che gli investitori hanno dell'impresa quotanda. Questa informazione è la chiave di volta in fase di price setting, poiché permettere di formulare un prezzo di collocamento vicino al fair value, consentendo al contempo di minimizzare il capitale perso durante l'operazione. Tale teoria si basa sull'assunto che le azioni vengono collocate attraverso il metodo del bookbuilding. Questo meccanismo si basa su una prima indicazione da parte degli investitori sull'ammontare di titoli che sarebbero disposti ad acquistare. L'underwriter, sulla base dell'interesse suscitato dall'offerta, può tracciare una curva ipotetica di domanda e determinare l'offering price definitivo. Da quanto appena detto emerge che qualora tale divulgazione di informazioni non sia opportunamente incentivata con appropriati meccanismi, nessun investitore informato otterrebbe vantaggio dal rivelare le proprie valutazioni in maniera veritiera. Tale azione, se non viene adeguatamente ricompensata, è controproducente, poiché, se da un lato permetterebbe di fissare un prezzo di collocamento vicino a quello equo, dall'altro costringerebbe i futuri azionisti a pagare una cifra più alta di quella che avrebbero dovuto versare in caso di rivelazioni scorrette. Gli investitori, pertanto, avrebbero un vantaggioso nel rivelare scorrettamente le proprie informazioni, dando un'immagine dell'impresa ben al di sotto del suo effettivo valore, in modo tale da ottenere un prezzo di collocamento basso ed un successivo guadagno, una volta che le negoziazioni ufficiali sono state avviate.

L'underwriter deve implementare un meccanismo che non solo induca gli investitori a rivelare correttamente le loro valutazioni, ma che sia anche vantaggioso per quest'ultimi. L'impresa capofila del consorzio dovrà cercare di ricompensare adeguatamente gli investitori informati che hanno rivelato correttamente le proprie preferenze, agendo sul versante allocativo e privilegiando questi a discapito della restante parte non informata. Benveniste & Wilhelm (1990) e Spatt & Srivastava (1991) sono stati in grado di dimostrare, attraverso le loro analisi, che gli underwriter agivano al fine di sotto-prezzare volutamente l'IPO, durante la fase di determinazione del price range preliminare, in modo da indurre gli investitori informati a rivelare le

loro informazioni in maniera veritiera. Il lead manager, sfruttando la discrezionalità in fase di allocazione delle azioni, può ricompensare adeguatamente gli investitori più “informativamente rilevanti”, andando ad assegnare loro quote rilevanti, in modo tale che siano i soggetti più informati a trarre maggior profitto dall’operazione. L’allocazione, qualora fosse vincolata ad elargire una percentuale prefissata al pubblico retail, diventerebbe poco efficace, poiché la capofila, al fine di ricompensare coloro che hanno onestamente rivelato le loro preferenze, dovrebbe giocare sul versante del prezzo, arrecando gravi danni all’azienda emittente. Gli studi di Spatt & Srivastava (1991) hanno mostrato che l’utilizzo della procedura di bookbuilding necessita di uno sconto di quotazione inferiore rispetto agli altri metodi, poiché esso è caratterizzato da una rivelazione onesta delle informazioni. Benveniste & Wilhelm (1990) indagarono le possibili interazioni tra questa teoria e il modello proposto alcuni anni prima da Rock (1986). Il bookbuilding, dato che induceva gli offerenti informati a rivelare le proprie valutazioni, apportava un beneficio anche alla schiera dei meno informati, riducendo l’asimmetria informativa. Le conoscenze di pochi, acquisite attraverso un costoso processo di information gathering, divenivano un bene a disposizione di tutti, anche di coloro che non avevano investito risorse nell’attività informativa. Ciò consentiva non solo di ammorbidire la magnitudine della “Maledizione del Vincitore”, ma anche il livello di Underpricing necessario affinché partecipassero all’IPO tutti gli investitori.

### 3.1.1.3 Modello Principale-Agente

Il modello Principale-Agente, analizzato nel corso del capitolo 2, faceva riferimento all’assetto proprietario di un’impresa, mentre in questo paragrafo viene analizzato dal punto di vista dell’asimmetria informativa intercorrente tra emittente e underwriter. L’impresa capofila riveste un ruolo fondamentale nel processo del Going Public. L’intero successo dell’operazione dipende dalla sua capacità di prezzare ed allocare le azioni durante l’IPO, che rappresenta un’operazione di marketing per l’underwriter stesso, dato che gli consente di farsi conoscere ed apprezzare dal mercato. Baron (1982) e Baron & Holmstrom (1980) constatarono che le banche di investimento tenute a ricoprire tale ruolo, si trovavano in una situazione di azzardo morale. L’Underpricing, secondo questa teoria, è uno strumento volutamente utilizzato dall’impresa capofila nell’ambito di un processo di *rent-seeking activities*, che comprende tutte quelle attività svolte nel tentativo di migliorare il proprio benessere a spese di quello altrui. Questo aspetto può sembrare in contrasto con l’obiettivo del Lead Manager di massimizzare il proprio profitto, visto che le underwriting fees sono calcolate proporzionalmente all’ammontare dei guadagni raccolti in sede di IPO.

Il modello mette in luce un aspetto differente e guarda all’Underpricing come ad una sorta di sconto compensativo, infatti, da questo filone di teorie emerge che i vantaggi derivanti nel sotto-prezzare i titoli superano di gran lunga gli svantaggi (Baron&Holmström, 1980). I benefici comprendono la visibilità acquisita con l’operazione, in termini di pubblicizzazione dell’offerta e di saturazione della stessa, o situazioni nelle quali gli ipotetici azionisti, pur di ottenere l’allocazione degli strumenti emessi, considerano l’eventualità di corrispondere all’underwriter pagamenti extra. L’impresa capofila, in alcuni casi, ricorre alla pratica dello *spinning*, che consiste nell’utilizzare a proprio vantaggio il canale allocativo, conferendo le azioni prevalentemente a quei soggetti che ricoprivano ruoli chiave all’interno delle diverse realtà aziendali, nella speranza che gli stessi si sarebbero in futuro rivolti a loro per avviare una propria attività di investimento. Baron (1982), per limitare queste pratiche, propone un modello contrattuale, secondo il quale la decisione sul prezzo di collocamento venisse presa dalla capofila, attingendo da una serie di combinazioni proposte dall’emittente. Il fulcro di tale contratto consisteva nel delegare all’underwriter la fissazione del prezzo d’offerta, ma al contempo ricompensare lo stesso per la raccolta e l’utilizzo delle differenti informazioni provenienti dal mercato. Tali modelli, tuttavia, hanno manifestato una certa fragilità, soprattutto nei casi di Underpricing che coinvolgevano le azioni emesse dalle banche di investimento nel loro stesso processo di prima quotazione. Questo particolare scenario è caratterizzato dalla perfetta identità tra emittente e underwriter, pertanto non ha senso ricondurre la sottovalutazione dell’impresa ai comportamenti poco onesti messi in pratica dal global coordinator in un contesto di asimmetria informativa.

#### 3.1.1.4 Signalling Theories

L'obiettivo principale che ha un'impresa durante l'IPO, secondo le "Signalling Theories", è quello di segnalare al mercato la propria qualità, utilizzando come strumento l'Underpricing. Ibbotson (1975), attraverso la sua analisi, intuì che l'atto di sotto-prezzare le proprie azioni era funzionale al "leave a good taste in investors' mouths", ovvero il suo scopo era attirare l'attenzione degli investitori, segnalando la propria qualità con un'azione altamente costosa. L'operatore maggiormente informato, in questo caso, è l'emittente, mentre la platea degli investitori si trova in una posizione di svantaggio informativo. La società quotanda è disposta a concedere uno sconto sui propri titoli, e quindi a perdere ingenti quote di capitale in sede di IPO, solo nel caso in cui ha la certezza di registrare in futuro un trend di crescita positivo e quindi di generare profitto. Esclusivamente le good companies potevano permettersi questa strategia, poiché confidavano nel fatto che, una volta collocate le azioni, gli investitori sarebbero stati in grado di comprenderne l'effettivo valore. Questo permetteva, inoltre, di presentarsi nel mercato dei capitali anche successivamente, attraverso le SEO, e di ottenere equity a condizioni più favorevoli. Questo step è fondamentale, in quanto nessun'impresa, neppure quelle più performanti, avrebbe ottenuto alcun vantaggio dalla sola operazione di Underpricing. Il concetto implicito in questa teoria è che sotto-prezzare le proprie azioni costituisce, per una public company, una tappa necessaria per ottenere futuri guadagni e riconoscimenti. La validità di questo impianto teorico è condizionata al fatto che il segnale lanciato dalle imprese sia talmente costoso da non poter essere imitato; se così non fosse, a nulla sarebbe valso l'aver sopportato un ingente livello di Underpricing.

Le imprese di bassa qualità, ipotizzando che la scoperta da parte degli investitori dell'effettiva qualità dell'impresa avvenga precedentemente al tentativo di SEO, non avranno alcun incentivo ad imitare la controparte performante. Il loro segnale ingannevole, anche se riuscissero ad entrare nel mercato dei capitali attraverso la sottovalutazione dei titoli, verrebbe intercettato immediatamente dal mercato, ben prima che alle stesse venga data la possibilità di trarne alcun vantaggio in sede di SEO. L'impresa low quality eviterà a priori di imitare la controparte, poiché le verrà preclusa, nel caso in cui venga scoperta, la possibilità di recuperare i soldi perduti utilizzando l'emissione secondaria. Una declinazione della Signalling Theory è la "Insider Signalling Theory" (Leland & Pyle, 1977). Quest'ultima sostiene che l'imprenditore è in grado di lanciare un forte segnale circa la qualità dell'impresa, la cui entità dipendeva dall'ammontare di equity dallo stesso detenuto. Tanto maggiore è la sua quota azionaria a seguito dell'IPO, tanto più segnalava che l'impresa apparteneva alla cerchia delle high quality companies e che la stessa era in procinto di avviare dei progetti ad alto potenziale di crescita. Il valore dell'impresa, pertanto, aumenta in proporzione alla quota di equity detenuta dall'imprenditore.

#### 3.1.2 Filone delle Teorie Istituzionali

Le teorie istituzionali costituiscono uno dei filoni esplicativi meno rilevanti in termini di spiegazione dell'IPO Underpricing globale, visto che non sono in grado di spiegare il fenomeno, qualora si ampli il raggio d'azione, andando oltre i confini di Stati Uniti e Svezia, che sono le nazioni che hanno fornito le evidenze più significative per la formulazione di tali teorie. Questa classe di teorie, in cui è rilevante l'aspetto geografico, viene suddivisa in base a tre differenti caratteristiche del mercato finanziario:

- i. il rischio che l'impresa sia citata in giudizio dai suoi stessi investitori (*Litigation Risk*);
- ii. l'attività di stabilizzazione del prezzo azionario;
- iii. i vantaggi fiscali che possono derivare da un'azione di sotto-prezzamento delle azioni.

##### 3.1.2.1 Litigation Risks Theories

Questo filone teorico interpreta l'Underpricing come strumento adottato dalle imprese per ridurre la probabilità di essere citate in giudizio dai propri investitori, insoddisfatti per le performance post IPO fatte registrare dalle azioni. Il problema di questo impianto teorico risiede nella sua limitata applicabilità a contesti differenti da quello statunitense, in cui vigono leggi molto severe in tema di IPO, tali da condizionare fortemente i risultati empirici. Il timore maggiore per emittenti ed underwriter era che gli investitori, qualora

insoddisfatti per le deludenti performance fatte registrare delle azioni acquistate, facessero leva su un'insufficiente chiarezza espositiva in sede di divulgazione del prospetto informativo, appellandosi alla mancanza di alcune informazioni rilevanti, se non addirittura alla natura ingannevole delle stesse. Lowry & Shu (2002) rilevarono che dal 1988 al 1995 il 6% delle imprese quotate nel mercato americano furono citate in giudizio, che comportò, per le società oggetto del contenzioso, una perdita media pari al 13,3% dei guadagni ottenuti in fase di IPO. L'underwriter, qualora coinvolto in un'azione legale, subirebbe un grave danno, sia in termini di reputazione, ma anche di prestigio, presso la platea degli investitori e dei futuri potenziali clienti. Questa eventualità sarebbe parimenti deleteria per l'emittente, al quale sarebbe associato un livello di rischio maggiore, costringendolo a dover sopportare un maggior costo del capitale nelle successive ricerche di fondi. La probabilità per un'impresa quotanda di essere citata in giudizio cresce all'aumentare dell'offering price. L'Underpricing costituisce, in questo contesto, una strategia di difesa, perché non solo riduce tale eventualità, ma diminuisce la probabilità di subire sentenza sfavorevole, o, se la stessa fosse pronunciata, di ridurre l'ammontare monetario da pagare quale indennità per i danni subiti dagli investitori.

### *3.1.2.2 Price Stabilization Theories*

Il Lead manager, dopo l'immissione delle azioni nei listini ufficiali, può essere tenuto, per obblighi di natura contrattuale, a supportare l'andamento del prezzo dei titoli attraverso specifiche operazioni, come il buyback azionario, consentendo al prezzo di stabilizzarsi nell'aftermarket e di non scendere al di sotto di una certa soglia. Questa attività di supporto da parte dell'underwriter ha portato alla nascita di questa classe di teorie. Ruud (1993) sostiene che le IPO non sono volutamente sotto-prezzate, ma che in realtà questo fenomeno è conseguenza dell'attività di stabilizzazione del prezzo dei titoli, messa in atto dai vari agenti coinvolti. L'autrice, partendo dalla constatazione statistica secondo la quale la distribuzione dell'Underpricing era simmetrica attorno a valori nulli invece che positivi, spiegò il differente comportamento dei dati, imputandoli all'attività stabilizzatoria del prezzo. La studiosa afferma che in fase di IPO i prezzi di collocamento si aggiravano attorno a valori prossimi al market value atteso. La possibilità che questi dati subissero un tracollo nell'aftermarket, tanto considerevole da rendere necessario l'intervento di soggetti esterni che supportassero il trend del titolo, poteva falsare la distribuzione statistica, portandola ad essere asimmetrica. L'intromissione nel processo di fluttuazione dei prezzi di questa variabile andava ad eliminare la coda sinistra della distribuzione (quella contenente i rendimenti negativi). I valori registrati non erano la rappresentazione veritiera degli effettivi rendimenti attesi, ma dati corrotti da questa azione. Tale teoria, nonostante l'approccio statistico, venne parzialmente smentita da alcuni studi successivi, come quelli condotti da Benveniste & Busaba (1997), secondo i quali l'attività di Price Stabilization imposta dagli underwriter era in realtà un mezzo per ridurre l'Underpricing, e non il contrario. Essi sostennero che imporre ai membri del sindacato di collocamento di stabilizzare il prezzo delle azioni emesse, fungeva da strumento di allineamento tra gli interessi di quest'ultimi e degli investitori. Gli underwriters, in assenza di questo deterrente, avrebbero ottenuto una moltitudine di vantaggi dalla fissazione di un offering price al di sopra del fair value. Tanto maggiore era il delta tra il prezzo di collocamento e l'effettivo market value, tanto più essi ci avrebbero rimesso, in termini di capitale impiegato per assicurarsi che il prezzo non crollasse eccessivamente. Questo meccanismo, vincolando il guadagno degli underwriter agli investitori coinvolti, imponeva ai primi di comportarsi correttamente in fase di price setting.

### *3.1.2.3 Teorie sul Vantaggio Fiscale*

La componente geografica, anche per le teorie sul vantaggio fiscale, gioca un ruolo determinante, dato che mentre in alcune nazioni l'emittente trae dei vantaggi fiscali dal sottoporsi volutamente ad un sotto-prezzamento delle proprie azioni, in altri contesti, invece, tale effetto non si manifesta. Il *Tax Arguments* fu originariamente proposto da Rydqvist (1997), il quale, prendendo come unico riferimento la Svezia, constatò che, data la notevole imposizione fiscale introdotta dal governo svedese sul reddito da lavoro, per le imprese era più vantaggioso retribuire i propri dipendenti tramite la distribuzione di "*appreciating assets*", rivendibili

nel mercato dei capitali. Questi, per un certo lasso di tempo, si sostituirono al salario, caratterizzato da un'eccessiva pressione fiscale. Una delle fonti di retribuzione alternativa erano le underpriced stocks, che in fase di IPO venivano allocate dall'emittente ai suoi stessi dipendenti. Ciò portava a un trade off tra i benefici fiscali ed i costi associati all'Underpricing, che era fortemente legato al regime fiscale vigente in un paese. Taranto (2003), rilevò una situazione analoga negli Stati Uniti, dove manager e dipendenti in possesso di stock option venivano tassati in due casi: al momento dell'esercizio dell'opzione, sul delta tra lo strike price ed il fair market value; durante la vendita dell'azione, il cui possesso era stato ottenuto tramite l'esercizio dell'opzione stessa, sul capital gain, dato dalla differenza tra il fair market value ed il prezzo di vendita. I manager americani, considerato che nel loro contesto le imposte sul capital gain erano temporalmente differite, tentavano di ottenere un fair market value il più basso possibile. La legislazione fiscale statunitense, infatti, considera l'offering price una valida approssimazione del valore equo di mercato, in caso di opzioni esercitate in congiunzione con un'offerta pubblica. Questo meccanismo, pertanto, incentivava i manager a sotto-prezzare volutamente le IPO shares, poiché nel momento in cui l'offerta risultava avere un alto grado di Underpricing, il guadagno derivante dall'esercizio delle opzioni era consistente.

### 3.1.3 Teorie sull'Assetto proprietario e sul Controllo

Uno dei principali effetti scaturenti da un processo di quotazione, per un'impresa, è la separazione tra proprietà e controllo. Gli studiosi, nell'intento di utilizzare la dimensione dell'Ownership&Control come spiegazione del fenomeno dell'Underpricing, sono giunti a conclusioni diametralmente opposte: se da un lato Brennan & Franks (1997) interpretarono tale fenomeno come strumento che andava ad enfatizzare il problema di agenzia, consentendo ai manager non shareholders di rafforzare la loro posizione all'interno dell'azienda, riducendo al minimo l'azione di monitoraggio sugli stessi; dall'altro lato, Stoughton & Zechner, (1998) sostenevano l'esatto contrario, affermando che lo sconto di quotazione migliorava l'attività di monitoring, rappresentando, pertanto, un ottimo mezzo di allineamento tra gli interessi dei manager e quelli degli investitori. L'idea di partenza da cui si sviluppa la teoria di Brennan & Franks (1997) era che i manager delle aziende sotto-prezzavano volutamente le azioni della loro impresa, al fine di mantenere il controllo sulla stessa ed evitare ogni azione di monitoraggio da parte dei soggetti esterni. L'Underpricing era utilizzato come strumento per creare un eccesso sul versante della domanda. I manager, proponendo al mercato un offering price vantaggioso, erano obbligati a razionare l'offerta, distribuendo la totalità del monte azionario tra una pluralità di soggetti interessati all'affare.

Questi investitori sarebbero diventati tanti piccoli azionisti, che difficilmente avrebbero implementato un'azione di monitoring, non costituendo pertanto una minaccia per il management aziendale. Nessuno di loro, infatti, avrebbe impiegato risorse patrimoniali a tale scopo, consapevole che poi ne avrebbero tratto vantaggio tutti i soggetti coinvolti, generando un problema di free riding. La presenza di un azionariato diffuso, inoltre, limitava la minaccia di un hostile takeover ai danni dell'azienda, permettendo così ai manager di rafforzare la loro posizione, non sentendosi minacciati dalla possibilità di essere spodestati dal loro incarico. I dirigenti, qualora avessero allocato grandi quote a beneficio di pochi investitori, avrebbero potuto esercitare una certa pressione nei confronti degli stessi, promuovendo un'attenta azione di controllo, al fine di verificare che le loro decisioni non arrecassero danno all'impresa. Zingales (1995) sostiene che le motivazioni sottostanti alla volontà di creare una dispersione della base azionaria potevano essere differenti dal semplice desiderio di proteggere i benefici privati. Lo studioso rilevò come un maggior numero di shareholders incrementasse, nell'eventualità di una vendita da parte dei manager delle loro stesse quote azionarie, il livello di concorrenza, permettendo a quest'ultimi di spuntare dei prezzi finali più elevati, poiché la domanda per l'acquisizione di quei titoli sarebbe stata elevata.

Stoughton & Zechner (1998) realizzarono uno studio che condusse a conclusioni contrastanti rispetto a quelle di Brennan & Franks (1997), visto che l'Underpricing era considerato come un'arma che riduceva i costi di agenzia, e che consentiva una migliore attività di monitoring verso i manager. Essi riconobbero che poteva essere nell'interesse dei direttori allocare le quote azionarie verso pochi large shareholders, cosicché

quest'ultimi fossero stati in grado di frenare i comportamenti scorretti dei manager, implementando un adeguato sistema di controllo. Questa affermazione derivava dalla constatazione che, nonostante i manager possano sembrare i soggetti privilegiati da questa situazione di asimmetria, in realtà erano coloro su cui gravava maggiormente il peso dei costi di agenzia. Il fatto che a soffrirne fosse tutta l'impresa, implicava che anche loro, in qualità di parte integrante l'azienda, ne avrebbero subito le conseguenze. La società stessa, infatti, dato il distacco netto tra chi la gestisce e chi la possiede, rischiava di venir percepita dal mercato come entità instabile e vulnerabile, abbandonata alla volontà di un gruppo di direttori poco professionali.

Alla luce di quanto detto, si veniva a creare un trade off tra i benefici ottenuti dai manager, nel caso in cui disperdevano la proprietà in fase di IPO, ed i costi di agenzia successivamente sopportati dagli stessi: qualora quest'ultimi superassero i primi, converrebbe al management ridurre la propria discrezionalità, allocando le azioni a pochi shareholders esterni, che avrebbero le giuste motivazioni per avviare un'adeguata attività di monitoraggio, propedeutica a risanare le poco trasparenti procedure con le quali vengono prese le decisioni aziendali. Il problema del free riding, tuttavia permane, dato che il monitoraggio si configura come attività costosa, che va a beneficio di tutti, anche di coloro che non vi hanno contribuito monetariamente. L'Underpricing è utilizzato, in questo contesto, come strumento di convincimento, nel caso in cui l'investitore fosse stato dell'opinione che la quota azionaria assegnatagli non era della dimensione tale da giustificare un suo investimento nell'attività di monitoring, incentivandolo attraverso un'allocazione a condizioni economiche vantaggiose. Le diverse conclusioni alle quali giungono queste teorie dipendono dal contesto istituzionale di partenza, incorporato nelle differenti ipotesi di base. Il modello di Brennan & Franks (1997) si regge su un sistema di pricing a prezzo fisso e su una procedura di allocazione di tipo pro-rata, mentre quello di Stoughton & Zechner (1998) si basa sul bookbuilding. Quest'ultimo, inoltre, poggia il suo intero impianto esplicativo sul concetto di "internalizzazione" dei costi di agenzia da parte dei manager, i quali subiscono gli effetti derivanti dalle proprie azioni. Tali figure, se non sopportassero alcuna conseguenza, non trarrebbero alcun vantaggio dall'agire in quel modo.

### 3.1.4 Teorie Comportamentali

Il contesto dei mercati finanziari, soprattutto il processo di prima quotazione, rappresenta un terreno fertile per il proliferare di irrazionalità comportamentali. L'impossibilità di valutare correttamente un'azienda ed i suoi titoli, basandosi sulla sua storia pregressa o sulle poche e informazioni rese disponibili, concede molto spazio a decisioni prese più per impulso che sulla base della razionalità. L'assunto di partenza di queste teorie è mettere in dubbio la razionalità dei soggetti coinvolti nel processo di quotazione. Questo aspetto coinvolge sia gli investitori, mossi da motivazioni logicamente irrazionali quando si palesa la necessità di scegliere tra quali titoli investire, sia gli emittenti, i cui comportamenti possono andare incontro a distorsioni di varia natura.

#### 3.1.4.1 Informational Cascades

La teoria dell'Information Cascades cerca di spiegare il fenomeno dell'IPO Underpricing come conseguenza di un comportamento "a gregge" adottato dagli investitori. Welch I. (1992) sostiene che, affinché si possano registrare successive SEO di successo, per l'impresa diventa fondamentale condurre una prima offerta estremamente positiva. Lo studioso afferma che gli investitori intenzionati ad acquistare le azioni in un momento successivo a quello di prima quotazione, si lasciano guidare nella loro scelta da ciò che hanno deciso i loro predecessori, indipendentemente dalle opinioni e dalle informazioni raccolte. Il ruolo degli early investors, in quest'ottica, diventa fondamentale per l'impresa, poiché da loro dipenderà il risultato delle successive emissioni. L'impresa quotanda, nel caso in cui l'IPO viene accolta positivamente, si assicurerà una crescita considerevole sul versante della domanda, per un orizzonte temporale indefinito. Un parere negativo, invece, comporterebbe l'insuccesso di tutte le successive immissioni di capitale, poiché la "non partecipazione" sarebbe un monito a non investire in quella realtà industriale. Gli early investors possono quindi esercitare un notevole potere nei confronti dell'emittente, considerando che gli stessi giocano un ruolo chiave, dal quale dipende l'intera riuscita dell'operazione. L'Underpricing è considerato come un

premio che i primi investitori esigono come ricompensa per dare avvio, attraverso le loro acquisizioni azionarie, alla positive cascade. Essi, consci dei danni che potrebbero causare all'emittente qualora disertassero l'IPO, tentano di trarre il maggior vantaggio possibile dalla loro posizione privilegiata. I danni monetari, a cui si sta volontariamente sottoponendo l'emittente attraverso la sottovalutazione dei propri titoli, risultano essere più che bilanciati dai vantaggi che ne derivano, in termini di accoglienza positiva in fase di SEO.

#### *3.1.4.2 Investor Sentiment*

La teoria dell'Investor Sentiment afferma che i soggetti irrazionali in un processo di quotazione sono gli investitori, al pari di quanto accadeva nell'Information Cascades Theory. Ljungqvist et al. (2004) ipotizzavano l'esistenza di un gruppo di sentiment investors, i quali erano soliti accogliere con molto entusiasmo un'IPO. Essi, infatti, avevano aspettative molto elevate circa il futuro trend di crescita al quale ritenevano sarebbe andata incontro l'azienda. L'obiettivo principale dell'impresa, considerata la presenza nel mercato di questa categoria di soggetti, diventa quello di catturare il surplus di valore da loro generato, andando a massimizzare "the excess valuation over the fundamental value of the stock", così da trarre vantaggio da tale situazione di irrazionalità. Se da un lato all'impresa conviene immettere nel mercato un notevole ammontare di titoli azionari allocandoli ai soggetti sopra citati, dall'altra tale azione va in realtà a discapito dell'azienda stessa, poiché un eccesso di offerta va a deteriorare il valore dello strumento finanziario. L'impresa, per evitare di subire tale effetto, trattiene le azioni per un determinato periodo temporale, in modo tale da evitare una value depression. Questa strategia, tuttavia, si scontra con alcuni vincoli di natura regolamentare, relativi all'impossibilità di effettuare discriminazioni nel prezzo e di trattenere le azioni. Il modello proposto da Ljungqvist et al. (2004) è basato su uno schema articolato in due steps: nel primo si andavano ad allocare le azioni ad un gruppo di investitori che, per distinguerli da quelli "sentiment", vennero definiti "regular"; il secondo prevedeva che le stesse azioni fossero rivendute ai sentiment investors ad un prezzo mantenuto pari al precedente, attraverso il meccanismo di stretta sul versante dell'offerta. Gli investitori regular, in questa fase di intermediazione, erano quelli che sopportavano il rischio che la fase di Hot Market, che qui si stava verificando, potesse concludersi prematuramente, senza poter concludere la transazione con la controparte sentiment. L'Undepricing, pertanto, viene utilizzato come strumento per assicurarsi la collaborazione degli investitori regular, e per ricompensarli del rischio assunto durante tale operazione. In questo modello, a differenza degli altri precedentemente analizzati, non è necessario che si verifichi una situazione di asimmetria informativa, dato che il concetto di base, sul quale si regge l'intero impianto teorico, è l'irrazionalità degli operatori del sistema.

#### *3.1.4.3 Mental Accounting Theories*

L'irrazionalità, che nel modello appena descritto colpiva gli investitori, in questo caso colpisce gli emittenti. Questi, infatti, possono adottare comportamenti soggetti a distorsioni di natura mentale che avvantaggiano gli underwriters, permettendogli di ridurre al minimo gli sforzi profusi nell'espletamento delle loro funzioni. La Mental Accounting sostiene che i soggetti prendono le decisioni economiche attraverso un processo definito "mentale-contabile", il quale induce nel soggetto comportamenti non coerenti con il modello microeconomico neoclassico, basato invece sulla perfetta razionalità degli agenti economici. Il genere umano è caratterizzato da una razionalità limitata, a causa della quale lo stesso non è in grado di comprendere tutte le sfaccettature di una questione, ma di averne solo ed esclusivamente una visione parziale. Loughran & Ritter (2002) formulano una teoria che ha l'intento di verificare se tale anomalia comportamentale, in base alla quale i soggetti non sono in grado di comprendere la totalità delle conseguenze scaturite da una loro azione, potesse spiegare il fenomeno dell'Underpricing. L'assunzione fondamentale per il funzionamento di tale modello era che in fase di prima quotazione una parte della quota azionaria venisse trattenuta in azienda. I due autori sostenevano che gli emittenti accogliessero più favorevolmente i guadagni derivanti da un'impennata del prezzo delle azioni nell'aftermarket, tralasciando il capitale perso in fase di IPO, a causa di

un offering price prudenziale. L'aspetto positivo dell'operazione offuscava quello negativo, portando l'emittente a non tenere conto in egual misura dei pro e dei contro che scaturivano da tale situazione.

L'impresa rilasciava un feedback positivo sulla performance dell'IPO condotta dal global coordinator se il guadagno ipotetico derivante dall'innalzamento dei prezzi nella fase post IPO, superava la perdita derivante dall'Underpricing. La ragione di tale fenomeno sarebbe quindi da ricercare nella psicologia comportamentale dei soggetti coinvolti nel Going Public Process, incapaci di analizzare correttamente la situazione. Questa visione distorta dell'affare andava ad agevolare l'underwriter, il quale, non solo avrebbe potuto godere dei vantaggi derivanti da eventuali attività di rent seeking messe in atto dagli investitori per assicurarsi l'allocatione delle azioni, ma anche della soddisfazione dei sottoscrittori e dei CEO delle imprese emittenti. Ljungqvist & Wilhelm (2003), al fine di verificare l'applicabilità del modello ideato da Loughran & Ritter (2002), studiarono il comportamento dei CEO delle imprese le cui azioni erano state sotto-prezzate in fase di IPO. I risultati mostrarono una tendenza delle società a non cambiare collocatore per le successive SEO, quando esse erano rimaste soddisfatte dalla performance generata in fase di prima quotazione. I risultati empirici ottenuti da Ljungqvist & Wilhelm (2003) evidenziarono quindi la validità della Mental Accounting Theory nello spiegare l'IPO Underpricing. Quest'ultimo ha luogo a causa dell'incapacità dell'emittente di valutare l'operazione di prima quotazione attraverso una prospettiva di indagine ad ampio raggio. A questo limite si aggiunge il comportamento poco corretto messo in atto dall'underwriter il quale, consapevole di tale incapacità del soggetto emittente, cerca di trarne personale beneficio impegnandosi il minimo indispensabile (free riding).

### 3.2 IPO allocation e procedure Ibride

Un'IPO di successo dovrebbe ridurre al minimo la quantità di money left on the table, stimolare la concorrenza tra i consulenti e allocare le azioni in modo efficiente. I regolatori del mercato hanno adottato diversi approcci per raggiungere questi obiettivi, dando vita a tre famiglie di meccanismi di allocatione dei titoli, che sono il bookbuilding, l'asta e il prezzo fisso. Diversi studi hanno tentato di verificare se l'adozione di un determinato meccanismo generi risultati superiori rispetto agli altri, mentre alcuni studiosi hanno proposto dei metodi "ibridi", che cercano di superare i limiti delle metodologie tradizionali.

#### 3.2.1 Legame Bookbuilding-Underpricing

Il bookbuilding è un processo caratterizzato da una costante e continua comunicazione tra emittente e global coordinator. Il progressivo delinearsi della domanda, durante questa fase, consente di poter intavolare un dialogo anche con gli investitori, in modo tale da valutare l'andamento della stessa. Ljungqvist e Wilhelm (2003) sostengono che l'Underpricing, in questo processo, è necessario, poiché gli offerenti sono incoraggiati a partecipare al processo di rilevazione dei prezzi, contribuendo così a creare un mercato per il nuovo titolo. L'emittente ricompensa coloro che forniscono le informazioni più preziose, impostando il prezzo di offerta al di sotto del valore equo e assegnando più azioni a coloro che contribuiscono maggiormente alla determinazione della domanda. Lo sconto di quotazione, secondo Benveniste & Wilhelm (1990), è un modo che le imprese hanno per segnalare la bontà della propria offerta ai soggetti non informati, con l'obiettivo di ridurre le asimmetrie informative. Tale meccanismo di segnalazione, però, è inquinato dalla presenza della controparte informata, che è in grado di valutare il reale valore di una società quotanda, riuscendo, di conseguenza, a cogliere le offerte più sottovalutate. Essi si indirizzeranno verso le IPO con maggiore Underpricing, lasciando agli investitori non informati le offerte meno redditizie. Il bookbuilding può agire da meccanismo di correzione di tale fenomeno, riuscendo ad eliminare le asimmetrie informative, senza la necessità che la società quotanda sottovaluti le proprie azioni. Il meccanismo della domanda e dell'offerta si materializza nella scelta di due consulenti finanziari, il global coordinator, che difende gli interessi degli investitori, puntando a collocare le azioni al prezzo minimo, e l'advisor, che invece cura gli interessi della società emittente. Il range di prezzo dal quale parte questa fase, esprime i prezzi ai quali i due consulenti finanziari cercano di effettuare il collocamento delle azioni. La società, attraverso i bid pervenuti e il continuo scambio di informazioni con gli attori coinvolti, riesce a separare gli investitori nelle due diverse tipologie. Il

bookbuilding, pertanto, permette di avere delle indicazioni riguardo le intenzioni di acquisto degli offerenti e di prevedere un diverso sistema allocativo, in funzione delle differenti indicazioni di interesse fornite. Una volta effettuata la scrematura tra investitori informati e non informati, i primi vengono premiati attraverso un maggior numero di azioni. Questo meccanismo, in definitiva, permette di ridurre le asimmetrie informative, ed evita che i soggetti informati, a seguito di una sottovalutazione del titolo, intervengano sul mercato, facendo innalzare il prezzo del titolo e determinando, così, tale fenomeno.

L'efficienza di un processo di quotazione nel diffondere le informazioni può essere misurata attraverso un indice definito "distance to fair value". Esso misura la distanza tra il fair value della società, che coincide con il valore massimo del range di prezzo da cui parte la fase di costruzione del book, ed il prezzo di quotazione. Più il prezzo di quotazione si avvicina al prezzo massimo fissato dall'advisor, tanto più efficiente è stato il bookbuilding nel diffondere le informazioni riguardanti la reale situazione finanziaria della società agli investitori. L'efficienza di questa metodologia di allocazione nasce dal fatto che si assiste ad un fenomeno di affrancamento, nella definizione del prezzo definitivo di offerta, degli offerenti, che formulano le proprie offerte, indipendentemente dalla valutazione effettuata dal global coordinator. Il prezzo che essi saranno disposti a pagare per acquistare le azioni della società tenderà ad avvicinarsi al prezzo massimo del range, per due ragioni tra loro legate. Il valore del capitale economico dell'impresa, indicato dal global coordinator, risente del suo diretto impegno di underwriting che, invece, non ha alcun impatto sulla stima effettuata dall'advisor. La teoria dei mercati efficienti afferma che al crescere del grado di omogeneità delle informazioni possedute dagli agenti, segue un maggior utilizzo delle informazioni disponibili. Ciò conduce ad una corrispondenza tra la valutazione effettuata dall'advisor e quella del mercato, ovvero ad una distance to fair value nulla. L'ipotesi di mercati perfettamente efficienti non è realistica, pertanto, permane una distance to fair value positiva, ma viene ridimensionata grazie al meccanismo innescato dal bookbuilding, che porta gli investitori inizialmente non informati sullo stesso livello, dal punto di vista delle informazioni a disposizione, di quelli informati.

L'utilizzo di questa metodologia di collocamento comporta, in termini di efficienza informativa, un altro importante effetto. Il prezzo definitivo fissato al termine del periodo di adesione all'offerta funge anche da guida per la determinazione di quello relativo alla porzione di offerta destinata al pubblico indistinto. Il prezzo per l'offerta retail, se gli investitori istituzionali hanno acquistato le azioni ad un prezzo coerente con il fair value, si andrà ad allineare a quello del collocamento istituzionale, generando una migliore efficienza informativa ed un più efficiente processo allocativo delle azioni. Il risultato di tale fenomeno è che l'eccesso di domanda che si registra il giorno prima dell'inizio delle negoziazioni viene ridimensionato e, di conseguenza, la società emittente ottiene un risparmio di costi legati al processo di quotazione. Uno studio condotto da Baldi (2003) su un campione di imprese che si sono quotate sul mercato borsistico italiano, ha verificato empiricamente i vantaggi dell'uso del bookbuilding. Lo studioso ha rilevato che le IPO realizzate in Italia nel 1995, quando tale metodologia non era stata ancora adottata, erano caratterizzate da un Underpricing medio del 9,7%, mentre a seguito dell'introduzione di questo meccanismo, tale valore è sceso all'1,49%. L'uso del bookbuilding riduce l'Underpricing, ma non può eliminarlo del tutto, a causa del permanere di alcune forme di asimmetria informativa tra la società emittente ed il mercato. Gli obiettivi principali di una società quotanda, durante un processo di prima quotazione, sono la riduzione dei costi impliciti dell'IPO ed evitare che il collocamento fallisca. L'allocazione dei titoli fallisce quando il prezzo che il mercato reputa giusto pagare per l'acquisto delle azioni è inferiore rispetto a quello con il quale l'impresa si propone al mercato. L'ipotesi del fallimento non può verificarsi nel caso in cui non ci sono asimmetrie informative, pertanto dato che il bookbuilding riesce a ridimensionarle, riduce anche il rischio di insuccesso del collocamento azionario.

### 3.2.2 Bookbuilding vs Fixed Price: effetto dell'Aftermarket Trading

Un aspetto che la letteratura ha messo in evidenza nel confronto tra le diverse metodologie di allocazione delle azioni, è l'impatto dell'aftermarket trading sui prezzi del mercato primario e sull'entità

dell'Underpricing. La principale differenza tra il bookbuilding e il fixed price risiede nel fatto che in quest'ultimo non c'è una ricerca preliminare delle informazioni, né discrezionalità nell'assegnazione delle azioni. Entrambi i metodi richiedono il money left on the table, con la differenza che mentre nelle offerte a prezzo fisso si devono ricompensare gli investitori al dettaglio non informati, a causa della maledizione del vincitore (Rock, 1986), nel bookbuilding, invece, lo sconto è necessario per premiare coloro che hanno rivelato le informazioni. Gli investitori informati, tuttavia, possono operare in modo strategico nell'aftermarket, traendo profitto dalla negoziazione con i non informati a cui sono state assegnate le azioni durante l'IPO e che potrebbero aver bisogno di venderle nel mercato secondario, per motivi di liquidità. La capacità di sfruttare tali informazioni e di negoziare i titoli comporta ulteriori perdite per gli aderenti all'offerta non informati, che vengono compensati attraverso l'Underpricing, indipendentemente dal metodo di allocazione utilizzato. La possibilità di partecipare al premarket e di negoziare nell'aftermarket amplia lo spazio strategico per i soggetti informati, aumenta il potere delle loro informazioni e, di conseguenza, il costo di raccolta per l'underwriter.

Quest'ultimo può influenzare il prezzo nel mercato secondario, facendo variare la quantità di quote che in aggregato vengono allocate, attraverso l'utilizzo dell'opzione *Greenshoe*. Quest'ultima consente all'emittente di aumentare la dimensione dell'offerta, al fine di rispondere in modo adeguato alla domanda proveniente dal mercato. L'opzione è concessa da parte degli azionisti della società, che si rendono disponibili ad incrementare il numero di titoli posti in vendita, riducendo così la propria quota di partecipazione. Essa è associata al meccanismo dell'*over allotment*, che consiste nella vendita allo scoperto di un certo quantitativo di azioni, che vengono assegnati dai responsabili del collocamento agli investitori istituzionali che sottoscrivono l'offerta. La *Greenshoe* viene esercitata quando la domanda dei titoli sul mercato è superiore all'offerta e quindi il loro valore tende a crescere al di sopra di quello di sottoscrizione. I membri del consorzio, pertanto, utilizzeranno le azioni ottenute con l'esercizio dell'opzione, per coprire la vendita allo scoperto realizzata tramite l'*over allotment*. Gli underwriters, se l'IPO ha successo ed i titoli sono apprezzati dagli investitori, chiederanno l'esercizio di tale clausola e la società collocherà un maggior numero di azioni, incrementando il proprio flottante. Nel caso in cui l'azione si deprezza rispetto al collocamento, i titoli necessari per coprire l'*over allotment* verranno acquistati dai componenti del consorzio sul mercato, realizzando così un guadagno, visto che i titoli dell'*over allotment* sono ceduti al prezzo di offerta e riacquistati sul mercato secondario a un prezzo inferiore. Il prezzo di esercizio della *greenshoe option* coincide con il prezzo di offerta e l'ammontare dei titoli oggetto dell'opzione non può superare il 10% del quantitativo costituente l'offerta globale (Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana). Tale meccanismo ha lo scopo di stabilizzare il valore della società nei primi giorni di quotazione e, in caso di scarsa domanda, di contribuire ad evitare eccessivi deprezzamenti. Un ulteriore mezzo di stabilizzazione dei corsi azionari è la clausola di *lock up*, tramite la quale i principali azionisti di un'azienda si sottopongono a vincoli di inalienabilità delle azioni residue detenute post-IPO, per predeterminati periodi di tempo (solitamente 180 giorni per il caso italiano). Tale clausola rappresenta anche una garanzia a tutela degli investitori sottoscrittori del collocamento, dato che gli azionisti preesistenti trasmettono un segnale di fiducia nelle capacità di remunerazione del capitale da parte della società.

Busaba & Chang (2009) mostrano che l'Underpricing aumenta all'aumentare della variabilità del trading non informato e della quantità di azioni che vengono scambiate nel mercato secondario. L'influenza che l'emittente ha sulla produzione di informazioni, pertanto, è limitata dalla capacità dei trader informati di saltare il mercato primario e negoziare le informazioni in quello successivo. Gli autori fanno vedere che le offerte a prezzo fisso richiedono uno sconto inferiore rispetto a quello necessario con il metodo del bookbuilding. La controparte informata, nascondendo le informazioni durante la costruzione del book, provoca una variazione negativa dell'*offering price*, che viene catturata nella fase successiva. Il profitto risultante è superiore a quello che gli stessi possono fare in un'offerta a prezzo fisso, dove il lead manager stabilisce il valore dei titoli ex ante. L'entità dell'aftermarket Underpricing, inoltre, dipende dalla liquidità del

mercato secondario e da quella che il titolo ha al suo interno, poiché più è fluido un mercato, più sarà facile per gli investitori informati scambiare i titoli con la controparte meno informata. La liquidità può essere generata o da un elevato trading retail sul titolo, che ha un'alta attenzione mediatica, oppure da un'elevata incertezza sulla valutazione dell'impresa ex ante. Il trading informato, al contrario, è più difficile da nascondere nei mercati finanziari meno sviluppati, dato che sono caratterizzati da una scarsa presenza pubblica nelle borse e da contrattazioni poco frequenti, pertanto la sottovalutazione delle IPO shares è più bassa. Busaba e Chang (2009) si chiedono anche se la scoperta dei prezzi è più economica nel mercato primario o secondario, elaborando una strategia che rende più conveniente la rivelazione del valore dei titoli nel mercato a monte. L'underwriter, se le informazioni degli investitori sono sufficientemente correlate tra di loro, può limitare il numero di partecipanti alla fase di costruzione del book a un sottoinsieme di soggetti informati, sufficiente per acquistare l'intera emissione.

Il global coordinator può indurre questo gruppo a rivelare le informazioni attraverso la promessa di maggiori allocazioni di azioni sottovalutate, altrimenti questi soggetti tratterebbero le informazioni e competerebbero nel mercato a valle con il resto del pubblico informato. L'Underpricing nel bookbuilding, se il rapporto tra gli investitori target e l'intero pubblico informato è piccolo, scende al di sotto di quello richiesto dal metodo fixed price, pertanto per le imprese facenti parte del consorzio diventa più conveniente allocare le azioni ad un numero limitato di soggetti istituzionali. Tale vantaggio si estende anche al caso delle auction IPO, in cui le offerte incidono sul prezzo di offerta. La sottovalutazione dell'impresa, a parità di condizioni, sarà inferiore se l'emittente ha la facoltà di limitare l'accesso all'asta a un piccolo gruppo di soggetti, rispetto al caso in cui l'accesso non può essere limitato. L'apertura della fase di bookbuilding a tutte le persone interessate, amplifica tale effetto, al punto tale da eliminarne il vantaggio rispetto al metodo del prezzo fisso. Il modello ideato dagli autori effettua un'importante distinzione tra i soggetti informati che partecipano all'offerta e tra gli investitori informati inclusi nel mercato primario. Un aumento del primo gruppo porta a una maggiore concorrenza nell'aftermarket e ad una conseguente riduzione della sottovalutazione delle azioni. Un aumento del secondo, invece, limita solo la capacità dell'underwriter di utilizzare grandi allocazioni per raccogliere informazioni a basso costo. Benveniste e Wilhelm (1990) mostrano che un bookbuilding di successo richiede che il global coordinator sia in grado di assegnare più azioni agli investitori che dimostrano maggiori manifestazioni di interesse. Il lead manager, senza tale discrezione, non può ottenere indicazioni affidabili, pertanto tale tecnica perde il suo vantaggio rispetto a una strategia a prezzo fisso che soffre della maledizione del vincitore. Busaba e Chang (2009) fanno vedere che la superiorità della prima tecnica sulla seconda si ha solo nel caso in cui l'impresa capofila ha la discrezione aggiuntiva di limitare la partecipazione al premarket ad un gruppo selezionato di investitori informati.

### 3.2.3 Auction IPO

Il money left on the table nelle IPO realizzate con il bookbuilding può essere visto come un compenso per gli investitori più grandi e più influenti per il loro ruolo critico nel processo di rilevazione dei prezzi. La discrezione del global coordinator nell'assegnazione delle azioni, tuttavia, è stata utilizzata non solo per premiare questi soggetti, ma ha anche comportato degli abusi. Uno di questi è lo spinning, che si verifica quando gli underwriter allocano le azioni a un prezzo scontato per acquistare visibilità sul mercato e ingraziarsi i dirigenti di altri potenziali emittenti. Queste pratiche hanno reso necessario un dibattito sulla riforma del processo di IPO, che si è concentrato sulla sostituzione del bookbuilding con le auction standard. Le aste eliminano la discrezionalità dei responsabili del collocamento e rendono trasparente il metodo di allocazione, limitando gli scandali verificatisi con l'altra tecnica. Esse, sebbene si siano dimostrate efficaci per l'emissione dei titoli di Stato, non hanno funzionato bene nelle IPO azionarie, infatti sono state abbandonate in quasi tutti i paesi in cui venivano adoperate. Jagannathan & Sherman (2005), analizzando le aste IPO realizzate in più di 20 paesi, mostrano che solo quattro di essi le utilizzano, mentre in tutti gli altri sono state abbandonate già negli anni '90.

Il problema principale con le aste a prezzo uniforme è che non garantiscono una ricompensa adeguata a coloro che raccolgono le informazioni e valutano attentamente una nuova offerta di equity. Quando la priorità nelle allocazioni viene data alle offerte più alte, mantenendo lo stesso prezzo per tutti gli offerenti, c'è la tentazione per alcuni investitori di fare free riding, presentando offerte elevate. Tale comportamento riduce l'incentivo degli investitori più seri a raccogliere informazioni e genera del "rumore" sul prezzo di equilibrio dell'asta, che può portare all'instabilità quando si apre il mercato per il nuovo emittente. Le aste discriminatorie (pay-what-you-bid) riducono il problema del free riding, poiché ogni offerente vincente deve pagare il prezzo che offre. Questo metodo, tuttavia, scoraggia gli investitori che non hanno le competenze necessarie per valutare adeguatamente l'emissione, ma la cui partecipazione può essere essenziale per garantire liquidità nell'aftermarket. La trasparenza associata alle aste a prezzo uniforme e a quelle discriminatorie comporta una maggiore incertezza sul successo dell'IPO, aumentandone il rischio di fallimento e la possibilità che si vadano a formare prezzi imprecisi. Le offerte pubbliche realizzate con il bookbuilding o con il prezzo fisso tendono a generare rendimenti negativi nei primi giorni di negoziazione, mentre le aste danno origine a first-day returns inaspettati. La domanda per le azioni della società El Al in Israele, ad esempio, era stata molto bassa durante l'asta, con tutti i titoli venduti alla minima offerta. Le azioni, tuttavia, quando hanno iniziato ad essere scambiate alla borsa di Tel Aviv, hanno chiuso in rialzo del 112% alla fine del secondo giorno di negoziazione. Le IPO shares della società Japan Tobacco, invece, sono scese del 23,5% il primo giorno di negoziazione, dopo che i partecipanti all'asta avevano accolto molto bene il titolo, con un'offerta vincente media di 1,438 milioni di yen per azione. Un altro svantaggio delle auction IPO, oltre al controllo inadeguato che porta a prezzi imprecisi, è l'incertezza sul numero dei partecipanti. Una delle differenze principali tra questo metodo e il bookbuilding risiede nel fatto che mentre nelle aste l'ingresso è lasciato al caso, nell'altro metodo l'underwriter coordina il numero di investitori, reclutandone di più quando l'interesse iniziale è basso e premiando quelli che partecipano regolarmente.

### 3.2.4 Meccanismi ibridi

La letteratura esistente sulle IPO realizzate con il metodo del bookbuilding tradizionale ha messo in evidenza una persistente presenza di Underpricing, congiuntamente all'esistenza di un potenziale conflitto di interessi tra le parti coinvolte nel processo, aprendo il dibattito su quale fosse il meccanismo di allocazione più efficiente. La discrezionalità nell'allocazione delle azioni può essere fonte di conflitti di interesse, poiché gli underwriters si relazionano più volte con i clienti istituzionali e meno con gli emittenti. Tale metodologia, inoltre, manca di un adeguato livello di trasparenza e attribuisce troppa discrezione agli underwriters, nonostante soddisfi obiettivi a lungo termine, come la stabilizzazione dei prezzi e la copertura degli analisti. Le aste sono state proposte come possibile alternativa, ma il loro uso è limitato dal fatto che possono essere una sfida per gli offerenti, in quanto richiedono l'identificazione delle strategie di offerta ottimali per ottenere risultati efficienti. Ljungqvist et al. (2004) ipotizzano che tale meccanismo non ha sostituito il bookbuilding perché comporta un elevato rischio di undersubscription e non contiene incentivi per far rivelare le informazioni agli investitori. Derrien & Womack (2003) mostrano, invece, che le procedure d'asta attentamente progettate possono mitigare questi problemi e fornire risultati superiori a quelli degli altri metodi. Essi rilevano che le aziende difficili da valutare, quando hanno la possibilità di scegliere tra queste due metodologie, hanno maggiori probabilità di optare per l'asta. La probabilità diminuisce all'aumentare della reputazione dell'underwriter, poiché, se gli emittenti sono assistiti da un consulente a bassa reputazione, un meccanismo ad asta consente una scoperta dei prezzi più efficiente. La mancanza di consenso sulla superiorità di uno di questi meccanismi ha portato gli studiosi a sviluppare delle procedure ibride, che consentono di superare i limiti delle tecniche esistenti.

#### 3.2.4.1 Competitive IPO

La *competitive IPO* è un meccanismo innovativo introdotto dalla banca d'investimento Dresdner Kleinwort Wasserstein (DKW) per l'IPO della società Pages Jaunes, che combina il bookbuilding tradizionale con l'asta in due fasi indipendenti. La novità di questa tecnica risiede in tre aspetti:

1. la preparazione dell'IPO è disaccoppiata dall'esecuzione;
2. le banche sono informate del loro ruolo solo in prossimità del lancio dell'offerta (due settimane prima);
3. una clausola no-fee è applicata durante tutto il processo.

Il processo di emissione inizia con la nomina del financial advisor da parte della società emittente, che prepara l'offerta ma non può eseguirla. Il consulente finanziario, in questo modo, non partecipa agli utili derivanti dall'allocazione delle azioni e non può essere coinvolto in potenziali conflitti di interessi. Tale figura permette all'emittente di acquisire l'esperienza finanziaria necessaria e di offrire al mercato un giudizio indipendente sul valore dell'azienda. L'advisor, una volta nominato, organizza una gara competitiva tra le banche aspiranti al ruolo di underwriter e prepara una short-list sui potenziali membri del sindacato di collocamento, sulla base delle proposte presentate dai partecipanti. Quest'ultime contengono le opinioni delle banche sulla domanda potenziale, sulla struttura dell'offerta e su altri dettagli riguardanti l'IPO. Il consulente, in seguito, seleziona i componenti del sindacato e i loro ruoli, che però vengono comunicati ai soggetti prescelti solo dopo la fase di pre-marketing. Ogni banca riceve un elenco di investitori da contattare e dopo aver raccolto i feedback degli stessi, presenta all'advisor la proposta sul range di prezzo. Il consulente elabora le offerte, seleziona la fascia di prezzo e la composizione sindacale in modo da massimizzare l'efficienza del processo. Questo meccanismo comprende due tipologie di fee, che hanno l'obiettivo di massimizzare lo sforzo di vendita delle banche: la base fee, che viene pagata solo nel caso in cui il prezzo finale rientri o superi l'intervallo, e l'incentive fee, metà della quale viene corrisposta se l'offering price è nella fascia superiore del range.

La componente chiave di questa metodologia è l'introduzione di un soggetto aggiuntivo, il financial advisor, il cui ruolo è fornire competenze ed eseguire un attento monitoraggio dell'intero processo. Tale figura, non essendo coinvolta nell'allocazione delle azioni, non è esposta ai conflitti di interesse e, di conseguenza, i suoi incentivi sono allineati a quelli dell'emittente. Le altre due caratteristiche della competitive IPO che mitigano il conflitto di interessi tra l'emittente e il sottoscrittore sono la nomina tardiva e selettiva dei bookrunner e la minaccia di non ottenere le commissioni. Le banche di investimento, da un lato, sono incoraggiate a presentare offerte aggressive per evitare l'esclusione dall'offerta, e dall'altro, il rischio di perdere le commissioni, le incentiva a presentare stime realistiche dei prezzi. Se fosse presente solo la componente relativa alla nomina tardiva, senza la minaccia "no-fee", le banche proporrebbero fasce di prezzo troppo ottimistiche, al fine di vincere la gara, ed in seguito fisserebbero il prezzo al di sotto della forchetta, rendendo inefficiente il processo di collocamento. L'assenza della competizione, invece, garantirebbe agli underwriter selezionati di ottenere un prezzo finale che rientra nell'intervallo, ma eliminerebbe l'incentivo a spingere la fascia di prezzo verso l'alto.

Questo meccanismo di offerta è stato utilizzato in un numero limitato di emissioni, pertanto, sono disponibili poche evidenze empiriche sull'effetto che ha sull'Underpricing e sul comportamento dei partecipanti. Bonini e Voloshyna (2010) mostrano che le cinque IPO condotte tra il 2005 e il 2006 attraverso questo meccanismo<sup>8</sup>, hanno presentato un Underpricing medio del 3,54%, a differenza delle IPO europee, che nello stesso periodo hanno mostrato un valore del 29,5%. Gli studiosi, per verificare i potenziali vantaggi dell'IPO competitiva rispetto alle tecniche tradizionali, hanno realizzato una serie di esperimenti in cui hanno comparato questa nuova metodologia a quella del bookbuilding. Essi fanno vedere che nella tecnica ibrida gli investitori rivelano costantemente più informazioni rispetto all'altra. Il divario di informazioni aumenta man mano che gli investitori acquisiscono maggiore esperienza, facendo anche registrare livelli sempre più bassi di Underpricing. Essi trovano anche che il prezzo finale in un'IPO competitiva scende verso il livello inferiore

---

<sup>8</sup> Le cinque imprese che hanno utilizzato la competitive IPO tra il 2005 e il 2006 sono state: Inmarsat (UK, Telecom), Telenet (Belgium, Telecom), EFG (Switzerland, Banking), Eutelsat (France, Telecom) e HoggRobinson (UK, Travel services).

della fascia di prezzo, suggerendo che le imprese competono per il loro ruolo presentando fasce di prezzo elevate, ma alla fine cercano di minimizzare l'underwriting risk, fissando il prezzo più basso possibile. Un aspetto da considerare nel metodo ibrido è che l'assunzione di un consulente finanziario supplementare per monitorare l'intero processo, comporta un aumento di costi, che è irrilevante per le grandi aziende, mentre per quelle piccole, tale spesa aggiuntiva deve essere confrontato con i vantaggi derivanti da un Underpricing più basso. La dimensione della società, oltre che incidere su questo aspetto, è anche cruciale per la capacità dell'impresa di attrarre molte banche alla concorrenza, pertanto, l'IPO competitiva è meno allettante per le aziende più piccole. Tale tecnica, inoltre, è stata criticata per il fatto che le banche concorrenti possano tentare di attirare gli emittenti, emettendo valutazioni e ricerche troppo ottimistiche. Questo rischio si traduce o in fasce di prezzo gonfiate, che richiedono una revisione al ribasso prima dell'impostazione del prezzo finale, o in emissioni con un elevato Underpricing e con una performance negativa nel lungo termine.

#### *3.2.4.2 Ausubel auction*

L'*Ausubel auction* è un tipo di asta ad oggetti multipli, che comprende tutto il pacchetto di azioni offerte dalla società quotanda, ed è caratterizzata da un meccanismo di prezzo discriminatorio, che cerca di superare i problemi della uniform price auction. Tale tecnica si fonda sul presupposto che il prezzo pagato da ogni vincitore deve essere indipendente dalla sua offerta e che l'asta deve trasmettere ai partecipanti la massima informazione disponibile. Il banditore annuncia un prezzo ed i partecipanti rispondono con le quantità desiderate a quel valore; il processo continua con aumenti di prezzo, fino a quando la domanda non uguaglia l'offerta. Il costo di ogni unità non uguaglia il prezzo finale, ma viene calcolato verificando ad ogni passaggio se, per ogni bidder, la domanda aggregata degli avversari è inferiore all'offerta. La caratteristica essenziale di questo modello è che il valore pagato per le unità marginali non è collegato con quello delle unità infra-marginali, quindi gli offerenti non hanno incentivi a fare offerte inferiori alle loro valutazioni per le unità marginali, nel tentativo di ridurre il prezzo delle altre. L'asta richiede la presenza di un intermediario finanziario, che fornisca le informazioni ai partecipanti e che gestisca tutto il procedimento, superando così il problema delle IPO svolte con il metodo standard. Tale metodologia protegge gli investitori meno informati, perché per ogni offerta fatta, essi ottengono esattamente le quantità volute al prezzo desiderato. Gli incentivi per le offerte opportunistiche degli investitori informati sono ridimensionati dalla struttura stessa dell'asta, che offre prezzi coerenti ed efficienti. Ausubel (2002a) afferma che tale modello mitiga i problemi di overbidding, riduce la maledizione del vincitore dell'asta standard e offre ai partecipanti gli opportuni incentivi a rivelare integralmente le loro informazioni. Ritter e Welch (2003) confrontano questa tecnica con l'asta a prezzo uniforme, mostrando che quella di Ausubel produce un'estrazione di informazioni maggiore e un Underpricing più basso. Bonini e Voloshyna (2010), a conferma di ciò, fanno vedere che i partecipanti rivelano in modo più completo i loro programmi di domanda-prezzo, portandoli a percepire il formato dell'asta Ausubel come meno rischioso di un'asta uniforme standard.

#### *3.2.4.3 Nonstandard Auctions or Modified Bookbuilding*

Jagannathan e Sherman (2005), per superare i limiti delle tecniche di allocazione esistenti, propongono un metodo che conserva i vantaggi del bookbuilding, ma lo modifica con alcuni elementi tipici delle aste, per aumentarne la trasparenza. Tale tecnica è caratterizzata dal fatto che l'underwriter specifica in anticipo i principi utilizzati per effettuare l'allocazione dei titoli. Le offerte, in questo modo, sono classificate non solo in base al prezzo, ma anche in base alla qualità e alla tempistica. Le valutazioni si basano su criteri dedotti dal comportamento passato degli investitori, come la probabilità che esso sia un detentore a lungo termine, la volontà dello stesso di presentare offerte solide e fornire informazioni che consentano di valutare il problema. Le offerte limite sono considerate più importanti rispetto a quelle di mercato, poiché trasmettono informazioni sui prezzi, mentre le seconde danno semplicemente l'indicazione che l'offerente desidera le azioni al prezzo di offerta, qualunque esso si riveli. Gli investitori istituzionali hanno la possibilità di effettuare entrambi i tipi di offerta, sapendo in anticipo come le loro scelte influenzeranno la priorità assegnata al loro ordine. Il lead manager, nell'assegnare le azioni, darà precedenza a coloro che hanno contribuito alle

precedenti IPO, mentre le offerte di quelli che piazzano la bid in ritardo o fanno free riding sugli sforzi altrui, saranno scontate. Il gestore dell'emissione, però, mantiene una certa discrezionalità nel processo di assegnazione, che deve essere annunciata in anticipo insieme a tutti gli altri criteri, rendendo così chiaro a tutti i partecipanti che non avrà un ruolo dominante nel modo in cui i titoli saranno allocati.

Il governo malese, ad esempio, ha utilizzato una procedura simile per l'IPO della società Petronas Gas, che comprendeva una tranche pubblica a prezzo fisso per il pubblico retail. L'offerta somigliava a un bookbuilding, perché all'underwriter veniva data una certa discrezionalità nell'assegnazione delle azioni, ma tale facoltà era limitata e resa più trasparente, affermando le linee guida per esercitarla. Il prospetto informativo della società elencava i quattro criteri che erano utilizzati per classificare le offerte:

- l'aggressività dei prezzi, ponderata al 35%;
- la tempistica, ponderata al 25%;
- la consistenza dell'offerta, ponderata al 30%;
- la qualità dell'investitore, ponderata al 10%.

La PIPO della Commonwealth Bank of Australia è stata effettuata attraverso una procedura simile, nella quale le offerte sono state classificate in base alla consistenza, alla tempistica, alla qualità dell'offerente e al prezzo. L'uso di criteri aggiuntivi nella valutazione delle offerte, in sostanza, aiuta gli emittenti ad aumentare i proventi delle loro IPO, a limitare il rischio di fallimento e a creare una base di investitori a lungo termine. Jagannathan e Sherman (2005) ritengono che le offerte pubbliche realizzate tramite la combinazione del fixed price e del bookbuilding siano caratterizzate da difficoltà temporali. Il problema degli ibridi "sequenziali", in cui viene effettuata per prima la tranche di impostazione del prezzo, è che impone che il prezzo di offerta sia fissato in anticipo rispetto al periodo di adesione, in modo che i partecipanti sappiano in anticipo quale prezzo pagheranno. Un altro tipo di meccanismo ibrido è quello "simultaneo", in cui la tranche di offerta pubblica è svolta contemporaneamente a quella di determinazione del prezzo. Il loro principale vantaggio rispetto all'approccio sequenziale è che consentono di completare rapidamente le offerte, una volta che il prezzo è stato fissato, poiché quest'ultimo viene scelto "all'ultimo minuto", anziché diversi giorni prima. Lo svantaggio, tuttavia, è rappresentato dal fatto che gli investitori al dettaglio devono effettuare i loro ordini senza essere sicuri del prezzo che pagheranno, poiché quello di offerta non è stato ancora fissato. Questa incertezza è ulteriormente complicata dal fatto che, in molte offerte pubbliche, è richiesto il pagamento anticipato per tutte le azioni ordinate, che è un modo che l'emittente ha per limitare il rischio di credito della controparte, associato all'assunzione di ordini da investitori al dettaglio anonimi.

### 3.3 IPO Underpricing nel caso italiano: evidenze empiriche e Long Run Underperformance

In questa ultima parte del capitolo vengono illustrate le procedure di fissazione del prezzo di offerta utilizzate dalle imprese italiane nel processo di quotazione e come esse si sono evolute a partire dagli anni Novanta. In seguito, vengono illustrate alcune evidenze empiriche relative all'Underpricing nel mercato borsistico italiano, al fine di capire l'entità di tale puzzle all'interno del contesto nazionale

#### 3.3.1 Pricing e Allocation

Il processo di pricing delle IPO italiane si è profondamente evoluto negli ultimi vent'anni. La pratica più comune era quella di fissare il prezzo prima dell'IPO e di pubblicarlo nel prospetto, non subordinandolo così alla domanda degli investitori. Il problema di tale tecnica era rappresentato dal fatto che la scelta di un prezzo basso era una buona notizia per i sottoscrittori dell'offerta, ma cattiva per gli azionisti storici, perché erano costretti a vendere una parte del loro capitale a un importo ridotto, mentre un prezzo elevato poteva causare il fallimento e il ritiro dell'offerta. L'IPO di Enimont, nel 1989, è stata la prima che ha fissato l'offering price dopo la pubblicazione del documento di offerta, che conteneva un range di valori compresi tra un limite inferiore e superiore. Il prezzo finale è stato deciso dopo la raccolta delle offerte provenienti dagli investitori istituzionali (bookbuilding), ma prima dell'offerta pubblica, destinata alla parte retail. Tale procedura ha

prevalso in Italia negli anni seguenti, infatti l'ultima IPO realizzata con il metodo del fixed price è stata quella di Banca Carige nel 1995.

L'istituto di credito Monte dei Paschi di Siena ha, per la prima volta, stabilito il prezzo dopo l'offerta pubblica, pertanto gli investitori retail non conoscevano il valore al momento dell'offerta delle azioni. L'unica informazione era il range indicato nel prospetto e il valore massimo pubblicato sui giornali. Le IPO di BasicNet e Caltagirone Editore, verificatesi nel 1999 e nel 2000, hanno introdotto due ulteriori innovazioni: nel primo caso è stato presentato solo una soglia minima, senza indicazioni sul prezzo massimo indicato nel prospetto; nella seconda offerta, invece, la fascia pubblicata nel documento non era vincolante, ma solo indicativa, pertanto il prezzo finale poteva superare il limite superiore o attestarsi al di sotto di quello inferiore. Dalle Vedove et al. (2005) hanno analizzato tutte le Offerte Pubbliche Iniziali condotte dalle imprese quotate sulla Borsa Italiana tra il 1985 e il 2004, mostrando l'evoluzione della procedura di fissazione dei prezzi (Tabella 11). Le IPO con fixed price hanno prevalso fino al 1994, infatti nel periodo 1985-1988 sono state condotte 66 offerte con questa tecnica, a differenza dell'intervallo 1989-1994, dove tale tecnica è stata adoperata solo in 12 casi. L'indicazione di un range è stato l'approccio più utilizzato negli anni seguenti, infatti, tra il 1995 e il 2000 sono state realizzate 63 IPO in cui il prezzo era legato a tale intervallo e veniva determinato prima dell'offerta destinata al pubblico retail, mentre nelle 57 offerte effettuate nel periodo 1998-2004 la forchetta di prezzo non era vincolante. La tendenza delle imprese emittenti italiane è stata quella di convergere verso la procedura di bookbuilding adottata negli Stati Uniti e, allo stesso tempo, di rinviare il più possibile la decisione sul prezzo di offerta finale, al fine di incorporare nella decisione tutte le informazioni prodotte nel frattempo, come la domanda di azioni e il momentum del mercato.

Tabella 11: Procedure di determinazione del prezzo finale di quotazione per le imprese che hanno effettuato un'IPO nell'intervallo di tempo 1985-2004

IPO pricing procedure	1985-1988	1989-1994	1995-1997	1998-2000	2001-2004	Total sample
Auction	3	-	-	-	-	3
Price fixed in prospectus	66	12	1	-	-	79
Price range (binding) in prospectus, and IPO price determined before public offering	-	7	33	30	-	70
Price range (binding) in prospectus, and IPO price determined after public offering	-	-	-	29	-	29
Price range (not binding) in prospectus, and IPO price determined after public offering	-	-	-	24	33	57
No price range in prospectus; IPO price determined after public offering	-	-	-	2	2	4

Fonte: Dalle Vedove et al. (2005). *The Evolution of Initial Public Offerings in Italy*.

Oggi la procedura più diffusa in Italia per valutare un'IPO è l'open price, dove il prezzo di offerta è determinato con il bookbuilding e si indica nel prospetto un range non vincolante, in modo tale da stabilire il prezzo finale dopo la raccolta delle offerte dal pubblico retail. La peculiarità del sistema italiano, che ha importato tale meccanismo dagli Stati Uniti, adattandolo al contesto nazionale, è rappresentata dal fatto che l'offerta globale è strutturata in due tranches autonome. La prima destinata agli investitori istituzionali, nazionali ed internazionali, la seconda, invece, è rivolta al pubblico retail ed è disciplinata dal TUF (art. 93-bis e ss). Le due componenti sono legate, a livello di disciplina, solo da norme di trasparenza (art. 34-sexies e 13, comma 2, Regolamento Emittenti Borsa Italiana) e sono parte di un'offerta globale unica, che è gestita dal global coordinator e dai componenti del sindacato di collocamento. Le azioni, al termine del periodo di

offerta, sono suddivise tra le due tranches e se il numero di titoli offerti al pubblico è almeno pari all'importo minimo di tale offerta, le restanti quote sono ripartite tra le due classi di offerenti, sulla base del numero di richieste ricevute dalla parte retail e sulla base della quantità e qualità della domanda ricevuta dalla controparte istituzionale. Il prospetto informativo prevede, in genere, che il 75% delle azioni siano assegnate al collocamento istituzionale, al fine di valorizzare il ruolo del bookbuilding come sistema di rivelazione delle informazioni sul valore dell'emittente, mentre il 25% sia destinato al pubblico al dettaglio, al fine di consentire una sufficiente diffusione dei titoli tra il pubblico (Giudici e Lombardo, 2012). La determinazione del prezzo di collocamento avviene sulla base di una simulazione delle diverse ipotesi di equilibrio, in termini di probabile overpricing/underpricing fra domanda e offerta, e in termini di capacità di assorbimento della quantità offerta ai diversi livelli di prezzo. L'underwriter, per stabilire il prezzo finale di offerta, avrà a disposizione l'orderbook degli investitori istituzionali, contenente le manifestazioni di interesse, gli ordini revocabili da parte degli investitori al dettaglio e l'informazione proveniente dal mercato grigio. Dalle Vedove et al. (2005) rilevano che la frazione di titoli assegnata al collocamento privato è sempre maggiore del quantitativo destinato al pubblico retail. La tabella 12 evidenzia che la parte di azioni allocata agli investitori professionali aumenta dal 54,6% al 76,3% nel mercato MTA, mentre nel Nuovo Mercato tale dato passa dal 63,8% al 75,9%, portando il valore medio al 65%. Un'altra tendenza manifestata dalle IPO italiane è stata quella di coinvolgere i manager o i dipendenti nell'offerta, al fine di fornirgli i corretti incentivi. L'utilizzo di questa pratica è cresciuto nel corso del tempo, infatti dal 1985 al 1988 è stata adoperata solo da 12 emittenti (il 17% del totale delle società), mentre dal 1995, il 75% delle imprese ha riservato tranches di azioni a dirigenti e dipendenti. L'IPO di Brembo, nello stesso anno, ha introdotto per la prima volta in Italia l'opzione greenshoe, che è diventata immediatamente pratica comune. I dati mostrano, infatti, che l'uso di tale clausola è costantemente cresciuto fino al 2004, infatti è stata adoperata in tutte le IPO effettuate dal 2001 al 2004.

Tabella 12: Caratteristiche delle offerte pubbliche iniziali realizzate dal 1994 al 2004 nei segmenti di mercato MTA, Mercato Ristretto/Expandi e Nuovo Mercato (1999-2001)

Year	Total IPOs	IPOs with private placement	Private placement (% on IPO proceeds)	IPOs with green shoe	IPOs with bonus share	IPOs with facilities for employees
<b>Main market (MTA) and Mercato Ristretto / Expandi</b>						
1994	3	3 (100.0%)	54.6%	-	2 (66.7%)	3 (100.0%)
1995	11	9 (81.8%)	57.6%	2 (18.2%)	1 (9.1%)	7 (63.6%)
1996	13	12 (92.3%)	58.6%	7 (53.8%)	-	12 (92.3%)
1997	10	10 (100.0%)	63.2%	5 (50.0%)	-	8 (80.0%)
1998	16	16 (100.0%)	62.9%	13 (81.2%)	-	14 (87.5%)
1999	21	20 (95.2%)	59.1%	16 (76.2%)	2 (9.5%)	13 (61.9%)
2000	12	12 (100.0%)	56.4%	10 (83.3%)	1 (8.3%)	8 (66.7%)
2001	13	13 (100.0%)	70.3%	13 (100.0%)	1 (7.7%)	10 (76.9%)
2002	6	6 (100.0%)	71.5%	6 (100.0%)	-	3 (50.0%)
2003	4	4 (100.0%)	71.5%	4 (100.0%)	2 (50.0%)	4 (100.0%)
2004	8	8 (100.0%)	76.3%	8 (100.0%)	2 (25.0%)	6 (75.0%)
<b>Total</b>	<b>117</b>	<b>113 (96.5%)</b>	<b>63.1%</b>	<b>84 (71.8%)</b>	<b>11 (9.4%)</b>	<b>88 (75.2%)</b>
<b>Nuovo Mercato</b>						
1999	6	6 (100.0%)	63.8%	4 (66.7%)	-	3 (50.0%)
2000 (first half)	8	8 (100.0%)	70.7%	7 (87.5%)	-	7 (87.5%)
2000 (second half)	22	22 (100.0%)	71.3%	22 (100.0%)	-	16 (72.7%)
2001	4	4 (100.0%)	75.9%	3 (75.0%)	-	4 (100.0%)
<b>Total</b>	<b>40</b>	<b>40 (100.0%)</b>	<b>70.5%</b>	<b>36 (90.0%)</b>	<b>-</b>	<b>30 (75.0%)</b>
<b>Grand total</b>	<b>157</b>	<b>153 (97.4%)</b>	<b>65.0%</b>	<b>120 (76.4%)</b>	<b>11 (7%)</b>	<b>118 (75.2%)</b>

Fonte: Dalle Vedove et al. (2005). *The Evolution of Initial Public Offerings in Italy*.

Gli emittenti italiani, nei primi anni '90, hanno cominciato ad introdurre nei loro prospetti la clausola di lock-up (o lock-in), tramite la quale gli azionisti e gli altri insiders si impegnano a non vendere le loro quote entro un certo periodo di tempo dopo la quotazione. Gli shareholders pre-IPO, in questo modo, segnalano al mercato le loro aspettative positive sul valore futuro dell'impresa e gli viene anche impedito di sfruttare le loro conoscenze superiori sulla qualità dell'azienda. Questi accordi stabilizzano il prezzo di mercato, perché, a breve termine, riducono la pressione sul lato dell'offerta e, a lungo termine, riducono le asimmetrie informative esistenti sull'IPO. Borsa Italiana, al fine di proteggere gli investitori, ha deciso di imporre accordi di lock-up alle società quotate sul Nuovo Mercato, perché sono generalmente più giovani e meno mature rispetto a quelle che diventano pubbliche negli altri mercati. Il regolamento emittenti stabiliva che i fondatori e i dirigenti dovevano impegnarsi a non vendere, per un anno, almeno l'80% delle loro quote dopo l'IPO, mentre gli amministratori che detenevano meno del 2% del capitale azionario ne erano esentati. Una novità di questo periodo è la clausola *bonus share*, che permette di assegnare gratuitamente azioni aggiuntive agli investitori che trattengono le IPO shares fino a una determinata scadenza. Essa è stata utilizzata, per la prima volta, nell'IPO di IMI Banca (seguita da altri nove casi), ma è stata adoperata esclusivamente per le offerte di privatizzazione (PIPO). Una clausola particolare che è stata introdotta nel mercato italiano è la *remedy share*, che consente ai promotori dell'offerta di assegnare gratuitamente quote aggiuntive ai sottoscrittori, nel caso in cui gli obiettivi aziendali dichiarati nel prospetto non siano raggiunti. La prima azienda a adottare questo tipo di impegno è stata Trevisan nel 2003.

Una conseguenza dell'open price è la differente posizione degli investitori al dettaglio e di quelli istituzionali, in relazione al tipo di ordini espressi e alla parità di trattamento durante l'allocazione delle azioni. Quelli professionali, data la necessità di diversificazione di portafoglio, operano in modo continuo sul mercato delle IPO, perciò il loro fine è massimizzare il ritorno sull'investimento per un certo numero di offerte, non per una soltanto. La controparte retail, invece, è formata dal piccolo consumatore, al quale viene proposto l'investimento da una banca collocatrice o il cui interesse viene sollecitato tramite tecniche pubblicitarie. Il suo obiettivo è quello di partecipare all'operazione, nella speranza di realizzare un buon profitto dalla singola offerta. Gli aderenti all'offerta pubblica esprimono ordini vincolanti, sulla base di una forchetta di prezzo comunicata prima dell'inizio del periodo di adesione, mentre quelli istituzionali presentano delle semplici manifestazioni di interesse.

Un aspetto negativo di tale procedura è rappresentato dal fatto che il consorzio di collocamento, se la domanda della parte professionale risulta carente, può decidere di fissare il prezzo ad un livello eccessivo rispetto alle reali condizioni dell'orderbook, spostando le azioni sulla controparte al dettaglio, che esprimendo ordini irrevocabili, è costretta a comperare i titoli. Un altro aspetto da considerare è che per gli aderenti all'offerta pubblica è garantita la parità di trattamento attraverso criteri di riparto obiettivi e non-discriminatori (art. 34-quinquies, quinto comma, RE). Ciò non vale per gli investitori professionali, perché il bookrunner mantiene la massima discrezionalità durante il collocamento dei titoli a questa classe di investitori. Celia (2008) fa un'analisi sul numero di investitori retail e istituzionali che hanno richiesto le azioni delle società emittenti, quotate sui segmenti STAR, Standard ed Expandi nel periodo 2005-2007. Essa rileva, per il segmento STAR, che il numero medio di investitori retail che richiede le azioni è pari a 20.736, ma il numero di quelli che ricevono le quantità richieste ammonta a 6.186. Il livello di oversubscription, misurato tramite il rapporto tra il numero di investitori richiedenti e quelli a cui sono stati assegnati i titoli, è pari a 4.00 per le richieste retail e 1.31 per quelle istituzionali. Il numero medio di investitori retail nel mercato Expandi è 6379, a fronte dei quali solo 1548 ricevono le azioni, facendo registrare un oversubscription di 5.46. Confrontando le richieste provenienti dai vari mercati, emerge che il numero di titoli richiesti dal pubblico indistinto è maggiore per le società ammesse sul segmento STAR. Il regolamento impone a queste imprese una maggiore trasparenza informativa, pertanto, l'investitore riesce a trarre più informazioni su di esse e a ridurre il proprio rischio. La fissazione del prezzo di collocamento, visti gli elementi caratteristici del sistema italiano, impone al consorzio di trovare un equilibrio fra le due offerte, in termini di eccesso o penuria di

adesioni (over/undersubscription), e di minimizzare il rischio di rimanere con azioni invendute. Il global coordinator, per determinare il valore di equilibrio, tiene conto delle condizioni del mercato mobiliare domestico ed internazionale e della quantità e qualità delle manifestazioni di interesse ricevute. L'equilibrio fra le due offerte, in termini di prezzo di collocamento e di quantità offerta finale, può essere ottenuto tramite le clausole di *claw back*. Quest'ultima consente di modificare la dimensione di ogni tranche durante la fase di allocazione dei titoli, trasferendo le azioni da un'offerta all'altra. Essa permette di aumentare il quantitativo destinato all'offerta pubblica, rispetto al quantitativo minimo previsto, in caso di forte domanda del pubblico, o, al contrario, di aumentare la quota istituzionale in caso di domanda retail inferiore al quantitativo atteso.

Lombardo & Giudici (2012) ritengono che la fissazione del prezzo in un momento successivo alla raccolta delle adesioni irrevocabili, configura uno scenario di arbitraggio. Ciò è dovuto al fatto che alla determinazione dell'offering price partecipa l'emittente, con il supporto dei membri del consorzio, il cui guadagno dipende dal valore dell'offerta. Essi curano la procedura di raccolta e analisi delle informazioni provenienti dagli investitori istituzionali, che tendono a creare meccanismi di cooperazione con i bookrunners, aiutandoli nelle IPO meno fortunate e ricevendo una ricompensa in quelle più lucrose. Tale metodologia espone gli investitori retail a comportamenti opportunistici da parte degli emittenti o dei coordinatori, che possono fissare prezzi di offerta troppo elevati, sfruttando le clausole di *claw back* e spostando la domanda mancante sul pubblico retail. Questa categoria di investitori è impotente di fronte a questa situazione, in quanto non ha modo di accertare come si è formato il libro degli ordini e in quale misura la volontà dell'emittente e degli underwriters sia prevalsa sulle indicazioni provenienti dal libro degli ordini.

### 3.3.2 IPO Underpricing delle imprese italiane: evidenze empiriche

Il fenomeno dell'Underpricing è stato approfondito anche dalla letteratura italiana, che, sulla base degli studi effettuati in campo internazionale, ha cercato di ricondurre tale fenomeno alle varie spiegazioni proposte. I dati empirici provenienti dal database di Ritter (Tabella 13) mostrano che negli ultimi trent'anni il mercato statunitense ha registrato un Underpricing medio del 14,7%, in linea con quello osservato nei principali paesi europei. Il mercato italiano presenta un comportamento differente, poiché lo sconto di quotazione diminuisce progressivamente nel tempo, passando dal 36,1% registrato nel periodo 1985-1989 al 7,2% del 2005-2008. Fabrizio & De Lorenzo (1999), a conferma di ciò, rileva un Underpricing medio nel periodo 1988-1998 pari a 11,1% e una riduzione costante nel tempo, che ritiene dovuta all'aumento della qualità delle informazioni contenute nei prospetti.

Tabella 13: IPO Underpricing e numero di emissioni in Italia, Germania, UK e USA nel periodo 1980-2008

Years	Italy		Germany		UK		USA	
	Number of IPOs	Under-pricing						
1980-1984			35	14.8	294	17.1	952	9.1
1985-1989	75	36.1	91	11.8	609	13.3	1030	6.4
1990-1994	12	17.6	82	5.1	273	8.4	1632	11.1
1995-1999	77	14.8	324	27.9	534	30.1	2209	29.2
2000-2004	77	1.5	174	12.8	742	26.0	729	20.7
2005-2008	69	7.2	143	7.2	696	10.6	497	10.7

Fonte: Database di Jay Ritter

Giudici et al. (2000) conducono uno studio empirico sulle IPO che hanno avuto luogo nella borsa italiana tra il 1985 e il 1999. Essi confermano l'evidenza che l'Underpricing medio risulta essersi ridotto rispetto a quello che caratterizzava le emissioni degli anni '80, arrivando ad assumere valori in linea con quelli tipici dei mercati

dei paesi finanziariamente evoluti. Gli autori calcolano due misure di Underpricing: un valore "semplice", definito come la differenza in percentuale tra il prezzo dell'azione dopo il primo giorno di quotazione e il prezzo di offerta, e un valore "corretto", definito come la differenza tra la misura semplice e il rendimento del FTSE MIB, misurato tra il giorno dell'ammissione alla negoziazione e l'inizio dell'offerta pubblica. Essi rilevano un valore medio semplice del 25,6% (corretto del 22,6%), che diminuisce al 10% per le IPO più recenti del campione, a conferma del calo che tale fenomeno ha subito nel tempo. Gli studiosi analizzano anche il money left on the table presente nei processi di quotazione, ottenuto moltiplicando l'Underpricing semplice per il numero di azioni offerte. L'importo medio è pari a 18,067 milioni, con le maggiori perdite di ricchezza registrate nelle IPO di Finmatica (359 milioni) e di IMI Banca (289 milioni). Il periodo 1995-1999 è caratterizzato dal fatto che molte grandi imprese italiane, operanti nel settore bancario e industriale, hanno scelto la via del Go Public, offrendo un grande quantitativo di titoli, che ha causato un aumento del livello di ricchezza lasciata sul tavolo rispetto al passato. Gli studiosi, inoltre, mostrano che le auction offering hanno registrato un livello di Underpricing e una perdita di ricchezza inferiore rispetto al dato medio dell'anno in cui si sono svolte. La sottovalutazione si è rivelata inferiore nelle IPO precedute dall'attività di bookbuilding, mentre l'importo del denaro lasciato sul tavolo è simile.

Fabrizio & Samà (2001), invece, analizzano il numero di IPO e il valore medio dell'Underpricing, corretto per l'indice di mercato MIB, relativamente a un campione di 41 IPO avvenute in Italia tra il 1995 e il 1998. I dati raccolti (Tabella 14) mostrano che nel primo biennio lo sconto di quotazione è superiore a quello calcolato per tutto il periodo osservato (tra il 9,77% e il 9,09%), invertendo poi la sua tendenza nel secondo biennio, attestandosi su valori inferiori a quelli medi (6,34% per le IPO del 1997 e 7,19% per quelle del 1998). Il valore non corretto risulta stabile lungo tutto il periodo considerato, passando da un minimo di 8,44% nel 1996 a un massimo di 9,80% nel 1995. Il 29% delle imprese facenti parte del campione ha fatto registrare rendimenti negativi al termine del primo trading day. Gli autori, analizzando la distribuzione temporale delle IPO, individuano due periodi in cui esse risultano essere concentrate: giugno-luglio (19 IPO) e ottobre-dicembre (15 IPO); in questo caso però non si evince alcuna correlazione tra la frequenza delle operazioni e la misura dell'Underpricing. Gli autori, al crescere dell'intervallo di tempo dal momento in cui è stata effettuata l'offerta, registrano una riduzione dell'Underpricing, unitamente a un elevato volume di negoziazioni sui titoli nella prima fase di contrattazioni. I volumi scambiati, a distanza di un anno dall'offerta, sono pari ad un decimo di quelli realizzati nel primo mese di scambi, in linea con la previsione teorica che tale fenomeno è in parte dovuto all'eccesso di domanda generato dall'euforia degli investitori.

Tabella 14: Distribuzione temporale del numero di IPO e del valore medio del loro underpricing a un giorno corretto per l'indice di mercato MIB (dato fra parentesi, espresso in percentuale)

MESE	ANNO				TOTALE
	1995	1996	1997	1998	
GENNAIO		1 (18.94)			1 (18.94)
FEBBRAIO			2 (12.87)		2 (12.87)
MARZO				1 (37.10)	1 (37.10)
APRILE				1 (1.36)	1 (1.36)
MAGGIO	1 (21.21)				1 (21.21)
GIUGNO	2 (4.93)	2 (27.88)	1 (14.45)	5 (7.53)	10 (11.77)
LUGLIO	1 (1.39)	1 (9.60)	3 (5.04)	4 (3.64)	9 (4.52)
AGOSTO					0
SETTEMBRE		1(-13.89)			1 (-13.89)
OTTOBRE	1 (27.20)	2 (7.84)	1 (16.28)		4 (14.79)
NOVEMBRE	1 (9.97)		2 (-0.85)	1 (2.38)	4 (2.66)
DICEMBRE	2 (4.26)	2 (-2.14)	1 (-6.52)	2 (3.83)	7 (0.77)
<b>TOTALE</b>	<b>8 (9.77)</b>	<b>9 (9.09)</b>	<b>10 (6.34)</b>	<b>14 (7.19)</b>	<b>41 (7.90)</b>

Fonte: Fabrizio & Samà (2001). *Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'Underpricing e della Long-run Underperformance.*

Un'altra causa che determina l'extravolume di negoziazioni nel primo periodo di trading è l'attività di stabilizzazione, ad opera degli intermediari aderenti al consorzio di collocamento. Gli studiosi fanno vedere che per questa tipologia di offerte, l'andamento dell'Underpricing è diverso sia da quello medio di tutto il campione, sia da quello delle IPO per le quali non si è avuta stabilizzazione. Quest'ultime sono caratterizzate da un Underpricing del 10.81%, mentre quelle stabilizzate presentano un valore trascurabile (0.55%) e addirittura un Overpricing nel lungo periodo (-14.27% a tre mesi). I dati suggeriscono che gli intermediari intervengono solo a sostegno dei prezzi per i quali si è avuta una sopravvalutazione all'atto del collocamento, con l'intento di limitare la capacità del mercato di individuare il giusto valore dei titoli.

Celia (2008) focalizzandosi sulle IPO realizzate sui mercati STAR, Standard ed Expandi negli anni 2005-2007 (Tabella 15), rileva uno sconto di quotazione medio del 12% nel 2005 e del 13,1% nel 2006, mentre nell'anno successivo tale valore subisce un crollo, attestandosi al 4,6%. Tale diminuzione è dovuta al fatto che durante il 2007 i mercati finanziari hanno subito l'effetto della crisi dei mutui subprime, che ha avuto come conseguenza, non solo una modifica al ribasso delle valutazioni delle società emittenti, ma anche una riduzione dell'Underpricing. I dati mostrano un andamento positivo, infatti le overpriced IPO sono 3 nel 2005 (Marr -0.9%, Caleffi -1.2% e Eurofly -1.0%), 1 nel 2006 (Pierrel -0.5%) e 5 nel 2007 (Omnia Network -5.4%, Servizi Italia -1.8%, Aeffe -4.0%, RCF Group -1.2% e Damiani -5.9%).

Tabella 15: Andamento dell'underpricing negli anni 2005-2007 per le IPO realizzate sui segmenti STAR, Standard e sul mercato Expandi

ANNO	SOCIETA'	SEGMENTO	PRIMO GIORNO DI NEGOZIAZIONE	PREZZO DI COLLOCAMENTO	PREZZO 1° GIORNO	UNDERPRICING	CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO (IPO)	CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO 1° GIORNO
2005	IGD - IMMOBILIARE GRANDE DISTRIBUZIONE	Standard	11/02/2005	1,5	1,7	15,7%	395,4	457,6
2005	SAVE - AEROPORTO DI VENEZIA MARCO POLO	Standard	25/05/2005	21,0	21,9	4,1%	560,1	583,3
2005	BANCA ITALLEASE	Standard	14/06/2005	9,3	10,7	15,3%	709,1	817,5
2005	MARR	STAR	21/06/2005	6,7	6,6	-0,9%	439,4	435,3
2005	BIOERA	Expandi	27/07/2005	7,0	9,6	37,1%	62,6	85,8
2005	MONTI ASCENSORI	Expandi	27/07/2005	2,0	2,4	19,0%	21,9	26,0
2005	ANIMA SGR	Standard	26/10/2005	3,3	3,5	6,7%	346,5	369,8
2005	CALEFFI	Expandi	09/11/2005	2,8	2,8	-1,2%	35,0	34,6
2005	TAMBURI INVESTMENT PARTNERS	Expandi	09/11/2005	1,8	2,1	15,1%	195,9	226,6
2005	GUALA CLOSURES	STAR	22/11/2005	4,2	4,2	1,0%	264,0	266,8
2005	EUROTECH	STAR	30/11/2005	3,4	4,0	18,9%	63,3	75,3
2005	APULIA PRONTOPRESTITO	Expandi	07/12/2005	1,3	1,6	25,8%	297,6	374,3
2005	EUROFLY	Standard	21/12/2005	6,4	6,3	-1,0%	83,0	82,2
<b>MEDIA</b>				<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>12,0%</b>	<b>268,8</b>	<b>296,5</b>
2006	KERSELF	Expandi	18/01/2006	2,2	3,0	35,1%	22,8	30,8
2006	ANSALDO STS	STAR	29/03/2006	7,8	8,8	12,7%	780,0	878,9
2006	EEMS	STAR	27/04/2006	8,2	9,5	16,1%	337,4	391,7
2006	NOEMALIFE	Expandi	10/05/2006	9,0	12,3	36,7%	38,1	52,0
2006	NICE	STAR	19/05/2006	5,7	6,3	9,6%	661,2	725,0
2006	PIERREL	Expandi	23/05/2006	6,0	6,0	-0,5%	60,0	59,7
2006	ANTICHI PELLETTIERI	Expandi	07/06/2006	7,8	8,0	3,5%	349,6	362,0
2006	BOLZONI	STAR	08/06/2006	3,2	3,2	1,0%	81,7	82,5
2006	PIAGGIO	Standard	11/07/2006	2,3	2,5	8,7%	886,8	963,5
2006	VALSOIA	Expandi	14/07/2006	4,4	4,6	5,3%	46,0	48,5
2006	ARKIMEDICA	Expandi	01/08/2006	1,2	1,3	6,5%	103,2	109,9
2006	POLYNT	STAR	30/10/2006	1,8	1,9	4,9%	188,8	194,8
2006	ELICA	STAR	10/11/2006	5,0	5,5	10,1%	316,6	348,7
2006	POLTRONA FRAU	STAR	15/11/2006	2,1	2,9	36,8%	294,0	402,1
2006	BANCA GENERALI	Standard	15/11/2006	8,0	9,0	12,7%	890,5	1.003,4
2006	GAS PLUS	Standard	06/12/2006	8,5	9,6	12,8%	381,7	430,7
2006	COBRA	STAR	12/12/2006	6,9	8,0	15,5%	144,9	167,3
2006	ASCOPIAVE	STAR	12/12/2006	1,8	1,9	7,7%	398,1	428,8
<b>MEDIA</b>				<b>5,1</b>	<b>5,8</b>	<b>13,1%</b>	<b>332,1</b>	<b>371,1</b>
2007	OMNIA NETWORK	STAR	28/02/2007	5,0	4,7	-5,4%	129,7	122,7
2007	BIANCAMANO	Expandi	07/03/2007	2,8	3,0	6,6%	95,2	101,5
2007	TOSCANA FINANZA	Expandi	21/03/2007	3,0	3,3	11,6%	81,5	90,9
2007	SERVIZI ITALIA	Expandi	04/04/2007	8,5	8,3	-1,8%	137,7	135,2
2007	AICON	STAR	04/04/2007	4,1	4,8	16,2%	446,9	519,2
2007	CONAFI PRESTITO'	Expandi	12/04/2007	5,0	5,7	13,8%	232,5	264,7
2007	D'AMICO INTL. SHIPPING	STAR	03/05/2007	3,5	3,5	0,2%	524,8	526,0
2007	IW BANK	Expandi	23/05/2007	4,6	4,9	7,0%	338,6	362,5
2007	ZIGNAGO VETRO	STAR	05/06/2007	4,5	4,8	7,6%	360,0	387,5
2007	MUTUIONLINE	STAR	05/06/2007	5,6	6,2	10,2%	221,3	243,8
2007	SCREEN SERVICE	Expandi	11/06/2007	1,6	1,7	3,7%	221,6	229,8
2007	RDB	STAR	19/06/2007	5,1	5,4	5,4%	225,7	237,9
2007	LANDI RENZO	STAR	26/06/2007	4,0	4,2	6,0%	450,0	477,1
2007	PRAMAC	Expandi	03/07/2007	4,2	4,3	1,8%	128,1	130,4
2007	DIASORIN	STAR	19/07/2007	12,3	12,7	3,4%	612,5	633,4
2007	B&C SPEAKERS	Expandi	20/07/2007	5,0	5,3	6,4%	55,0	58,5
2007	AEFFE	STAR	24/07/2007	4,1	3,9	-4,0%	440,2	422,5
2007	SAT	Standard	26/07/2007	12,4	13,9	12,7%	119,1	134,3
2007	RCF GROUP	Expandi	27/07/2007	2,8	2,8	-1,2%	85,6	88,5
2007	BIALETTI INDUSTRIE	Standard	27/07/2007	2,5	2,6	3,7%	187,5	194,4
2007	BOUTY HEALTHCARE	Expandi	09/10/2007	1,3	1,4	4,5%	36,3	37,9
2007	PIQUADRO	Expandi	25/10/2007	2,2	2,3	5,8%	110,0	116,4
2007	DAMIANI	STAR	08/11/2007	4,0	3,8	-5,9%	330,4	310,9
2007	MAIRE TECNIMONT	Standard	26/11/2007	2,8	2,9	2,5%	903,0	925,3
<b>MEDIA</b>				<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6%</b>	<b>269,9</b>	<b>281,3</b>

Fonte: Celia P. (2008). Underpricing, oversubscription, ownership dispersion e liquidita' nel mercato secondario: evidenze dalle ultime operazioni italiane.

L'autrice, oltre all'analisi storica del fenomeno, verifica le differenze nei tre mercati considerati. Le società che si quotano sul mercato Expandi concedono maggiori sconti sul prezzo (10.9%), rispetto a quelle presenti sul segmento Standard (8.5%) e STAR (7.6%). Le differenti performance sono attribuibili alla maggiore trasparenza imposta dal regolamento STAR, che riduce, pertanto, il rischio di moral hazard a cui gli investitori sono esposti e, di conseguenza, anche l'Underpricing richiesto. Un altro aspetto su cui si sofferma la studiosa è la relazione tra il fenomeno dell'Underpricing e l'ownership dispersion che si verifica con il processo del Going Public. La quotazione in Borsa comporta sia una diluizione delle partecipazioni degli azionisti preesistenti, sia una riduzione della concentrazione della proprietà nelle mani di pochi shareholders. Lo studio rivela una correlazione negativa tra lo sconto sul prezzo e l'aumento del numero degli stockholders, dato che al crescere di tale sconto aumenta il numero di azioni che ciascun shareholder vorrebbe detenere, determinando così una maggiore concentrazione delle partecipazioni.

Dell'Acqua et al. (2015) esaminano un campione di 129 IPO avvenute sui mercati MTA, AIM, Nuovo Mercato ed Expandi, durante il periodo 2001-2012. Essi misurano un Underpricing medio del 6.52%, mentre il valore

corretto per l'indice FTSE MIB è pari al 6.75%. Questi risultati sono di gran lunga inferiori alla media del 21% registrata per le 164 IPO avvenute in Italia dal 1985 al 2000, a conferma della costante diminuzione del fenomeno riscontrata anche negli studi precedenti. Questa progressiva riduzione, secondo gli autori, è legata all'adozione di metodi di bookbuilding più efficienti, che consentono agli underwriters di raccogliere informazioni precise sulla domanda di azioni da parte degli investitori istituzionali. Questo trend è correlato alle condizioni di mercato, infatti le IPO del periodo 2001-2003 sono in media overpriced e ciò è ascrivibile alla concomitante recessione economica e alla liquidità congelata del mercato azionario. Il 70% delle offerte ha registrato un andamento positivo il primo giorno di negoziazione, mentre il 30% del campione ha sofferto un calo dei prezzi. Gli autori rilevano che le imprese quotate sui segmenti Expandi e AIM presentano un Underpricing rispettivamente del 9.58% e 16.32%, mentre nel mercato MTA tale valore è pari a 4.17%. Questi risultati indicano che le piccole e medie imprese tendono ad essere più sottovalutate durante il primo giorno di quotazione, dato che sono più giovani, più rischiose e caratterizzate da una maggiore incertezza nella valutazione. Le aziende del campione con una capitalizzazione superiore a 1 miliardo di euro, infatti, presentano un Underpricing corretto del 3,35%, mentre quelle con capitalizzazione inferiore a 50 milioni mostrano un valore pari a 9.38%.

### 3.3.3 Mercato AIM Italia

Il mercato azionario italiano è caratterizzato dal fatto che la maggioranza delle imprese che decidono di quotarsi sono PMI. Il mercato AIM Italia svolge un ruolo fondamentale nell'economia italiana, dato che è il segmento dedicato al listing delle piccole e medie imprese. Un problema che influenza questo segmento è l'ambiente istituzionale più debole, visto che non è regolamentato dalla Consob, ma è un listino reputazionale, poiché la qualità delle aziende quotate è certificata dal Nomad. Quest'ultimo è responsabile dell'ammissione delle imprese al mercato, e del monitoraggio del rispetto delle regole. Questa figura compiere le funzioni tipicamente svolte da un'autorità di mercato indipendente, con la grande differenza che il rapporto con le società è commerciale. Se un Nomad si rifiuta di ammettere un'impresa alla quotazione o se decide di escluderla, rinuncia ad una fonte di reddito, pertanto nasce un conflitto di interessi con le sue aziende-clienti, che fa aumentare il rischio per gli investitori. Il secondo problema che interessa questo mercato è la scarsa presenza di investitori specializzati in investimenti in piccole e medie imprese. I dati raccolti dall'osservatorio di IR Top mostrano che nel 2016 solo il 19% degli investimenti realizzati da soggetti istituzionali è stato diretto verso imprese con una capitalizzazione di mercato inferiore a 15 milioni di euro, anche se esse rappresentavano il 42% delle imprese quotate su tale segmento. Ciò significa che la maggior parte degli investitori di AIM Italia potrebbe non avere le competenze o la giusta propensione al rischio per investire in questo tipo di imprese. Il terzo problema di questo mercato è la dimensione delle società presenti, che vengono percepite come più rischiose dagli investitori, anche perché le regole richiedono meno informazioni da mettere a disposizione del pubblico.

L'importanza per il tessuto italiano e le caratteristiche peculiari di AIM hanno attirato l'attenzione della letteratura, che si è focalizzata anche sull'analisi dell'Underpricing al suo interno. L'obiettivo è quello di capire quali sono i fattori determinanti dello sconto di quotazione e se essi differiscono da quelli che guidano l'andamento dei prezzi sui mercati internazionali di maggiori dimensioni. Rozzato (2017), a tal proposito, effettua un'analisi empirica su un campione di 58 IPO avvenute su AIM Italia/MAC tra il 1° marzo 2012 e il 31 luglio 2017, calcolandone i rendimenti iniziali grezzi (RIR) e corretti (MAIR) per l'indice di mercato FTSE Italia All-share. I dati della tabella (16) mostrano che l'Underpricing è costantemente diminuito nel periodo 2012-2015, passando dal 9.7% all'1.6%, mentre nel biennio 2016-2017 ha invertito la sua tendenza, portandosi al 10%. Il valore medio dell'intero campione (5.09%) è basso se confrontato con le evidenze empiriche internazionali e con i precedenti lavori sulle IPO italiane. Lo sconto medio delle IPO statunitensi, nel periodo 2010-2013, è stato del 14,58%, mentre nel Regno Unito, tra il 1987 e il 2007, si è registrato un valore del 19%. Le IPO italiane, invece, hanno mostrato un valore medio del 21,87% tra il 1985 e il 2001 e del 12,17% nel periodo 1999-2013. Dell'Acqua et al. (2015) osservano nel 2012 un Underpricing medio del

16,32% su AIM Italia e dell'8,53% a fine luglio 2013. Le nove IPO avvenute sul segmento MAC nel periodo 2007-2009, invece, hanno fatto registrare una sottovalutazione media del 20,8%. La tabella 17 mostra che la metà delle offerte (29) ha avuto luogo nel 2014 e nel 2015, mentre solo tre si sono verificate nel 2012. Gli emittenti del campione hanno lasciato sul tavolo 17,5 milioni di euro, con un valore medio di 0,3 milioni. Quest'ultimo dato è molto piccolo rispetto ai 22,2 milioni lasciati dalle imprese sul mercato MTA durante il periodo 1985-2001, a conferma delle dimensioni ridotte delle IPO di AIM Italia. La metà delle imprese che fanno parte del campione, infatti, ha una capitalizzazione al prezzo di offerta non superiore a 31 milioni di euro.

Tabella 16: Volume di IPO e relativa frequenza calcolata in base al campione raccolto da Rozzato (2017) nel periodo 2012-2017. Le colonne RIR e MAIR rappresentano rispettivamente la media annua del raw initial returns e del market-adjusted initial returns, mentre le ultime due colonne mostrano l'ammontare del money left on the table e la sua media per anno di quotazione

YEAR	IPO volume	IPO volume (%)	RIR	MAIR	Money left on the table	Avg. money left on the table
2012	3	5.2%	13.7%	9.7%	€ 1,230,210	€ 410,070
2013	10	17.2%	2.3%	1.6%	€ 2,058,696	€ 205,870
2014	17	29.3%	4.5%	4.4%	€ 5,270,689	€ 310,041
2015	12	20.7%	2.1%	1.6%	€ 988,568	€ 82,381
2016	8	13.8%	5.2%	3.8%	€ 1,564,737	€ 195,592
2017	8	13.8%	10.9%	10.0%	€ 6,435,271	€ 804,409
Total	58	100.0%	5.09%	4.29%	€ 17,548,171	€ 302,555

Fonte: Rozzato (2017). *IPO underpricing: an empirical analysis on AIM Italia*.

Rozzato (2017) effettua un'analisi di regressione multipla al fine di verificare quali sono i fattori che determinano l'Underpricing nel mercato AIM e se esistono caratteristiche peculiari che fanno sì che la spiegazione di tale fenomeno differisca da quella dei grandi mercati internazionali. La regressione mostra che la dimensione dell'emittente, espressa come capitalizzazione al prezzo di offerta, non è correlata all'Underpricing. Gli emittenti che si quotano su questo segmento di mercato fanno parte della categoria delle piccole e medie imprese, pertanto la loro grandezza è simile, contrariamente a quanto accade nei mercati internazionali. Questa variabile, nella letteratura, è considerata un indicatore dell'incertezza ex ante degli investitori riguardo all'IPO. Gli investitori hanno meno informazioni utili per valutare correttamente la società, quindi le offerte sono più speculative e rischiose, indipendentemente dall'entità dell'azienda. Gli emittenti, nei mercati internazionali, tendono a variare ampiamente (dalle piccole e medie imprese a multinazionali), pertanto la loro capitalizzazione riesce a spiegare meglio l'Underpricing. Un altro fattore preso in considerazione dall'autore è l'età dell'emittente, che è risultata essere positivamente correlata allo sconto di quotazione, in contrasto con quanto trovato in precedenza in alcuni mercati emergenti. La letteratura internazionale ha da sempre evidenziato un legame di segno opposto tra queste due variabili, associando le imprese più vecchie a una minore incertezza. Il contesto istituzionale più debole e le dimensioni ridotte del mercato AIM generano maggiori asimmetrie informative, che portano gli investitori a preferire le società più vecchie. Quest'ultime hanno dimostrato nel tempo la loro capacità di operare sul mercato, di conseguenza, sono considerate più affidabili. Le aziende giovani, invece, hanno una storia operativa molto breve da presentare e non hanno ancora mostrato la loro capacità di rimanere sul mercato. Gli investitori privi di competenze e con scarsa propensione al rischio possono essere molto riluttanti ad investire nelle imprese giovani, preferendo quelle che hanno una storia operativa osservabile. La domanda di IPO per le aziende più giovani, pertanto, è più debole e ciò si traduce in livelli più bassi di Underpricing (Rock, 1986). Gli studi esistenti in letteratura in cui si è rilevata una correlazione positiva tra l'età e lo sconto di quotazione basano la loro analisi empirica sui mercati IPO dei paesi emergenti, che differiscono da quelli dei paesi

sviluppati su cui si basano le prove internazionali. Il contesto istituzionale più debole, la scarsa presenza di investitori specializzati in piccole e medie imprese e l'esiguità delle imprese emittenti, fanno sì che AIM Italia si avvicini ad alcune delle condizioni che caratterizzano i mercati dei paesi emergenti, caratterizzati da elevate asimmetrie informative tra emittenti e investitori.

La reputazione del Nomad, che assiste l'impresa durante il processo di quotazione, è un altro fattore che spiega la presenza dell'Underpricing. Questo accade perché tale figura certifica, con la propria reputazione, la qualità dell'emissione, inviando così un segnale positivo agli investitori, la cui incertezza diminuisce. Un altro fattore che in parte determina l'Underpricing che si registra nel mercato AIM è il tipo di attività svolto da un'impresa. Le società che fanno parte dell'industria delle attività professionali e della fornitura di elettricità hanno fatto registrare uno sconto più alto rispetto alle altre. Le aziende operanti nel ramo energetico, infatti, realizzano progetti che riguardano la produzione di energia da fonti rinnovabili, che è un settore promettente ma rischioso. Un aspetto innovativo considerato dall'autore è l'introduzione della normativa PIR nella legislazione italiana e la conseguente proliferazione dei prodotti conformi. Tali beni hanno iniziato ad attrarre una quantità significativa di risorse ed hanno generato un aumento del flusso di investimenti verso le aziende AIM, ma non hanno influito sull'Underpricing. Ciò è dovuto al fatto che gli effetti del PIR sono stati immediatamente predetti dai consulenti che operano nel mercato e, di conseguenza, incorporati nel prezzo di offerta. L'analisi condotta, in sintesi, evidenzia che alcune delle determinanti dello sconto di quotazione considerate nella letteratura internazionale, perdono parte della loro capacità di spiegare i rendimenti iniziali in questo mercato più piccolo. Ciò è dovuto alle caratteristiche peculiari di tale segmento borsistico, quali le piccole dimensioni delle imprese emittenti, la scarsità di investitori specializzati in piccole e medie aziende e il livello inferiore di informazioni in possesso degli investitori.

### 3.3.4 Strumenti che influiscono sull'Underpricing

Gli emittenti hanno a disposizione degli strumenti finanziari che consentono di ridurre il grado di incertezza e quindi l'Underpricing necessario per garantire il buon esito del collocamento. L'asimmetria informativa presente in un processo di quotazione può essere ridotta attraverso tre elementi che consentono di diffondere informazioni sulla società quotanda:

- il prospetto informativo;
- gli studi degli analisti;
- gli underwriters incaricati del collocamento.

Rock (1986) considerava lo sconto di quotazione come una remunerazione richiesta dagli investitori non informati per compensare la perdita che subivano a causa della presenza di operatori in possesso di informazioni supplementari. Il prospetto informativo, che accompagna l'offerta degli strumenti finanziari dell'impresa, rappresenta uno dei canali attraverso i quali la società può ridurre l'incertezza sulla corretta valutazione dei propri titoli e diffondere informazioni sulla sua situazione finanziaria. Un documento di elevata qualità riduce l'incertezza ex ante sul valore dell'impresa e il rischio per gli investitori non informati che sottoscrivono l'offerta. Fabrizio & De Lorenzo (1999) effettuano uno studio sulle IPO italiane avvenute nel decennio 1988-1998, con l'obiettivo di capire come i tre strumenti sopra citati influiscono sull'Underpricing. Gli autori, analizzando i singoli prospetti delle società facenti parte del campione, hanno constatato che non vi è uniformità di contenuto informativo. Essi hanno osservato una costante evoluzione del contenuto informativo, in termini di quantità crescente di dati in essi presenti, che viene presentato in modo sempre più conciso. Tale evoluzione è stata provocata dall'aumento del numero di intermediari finanziari esteri nella gestione del collocamento e dall'aumento delle quote che essi sottoscrivevano durante un'IPO. L'apertura al mercato estero e la concorrenza che ne è derivata, hanno portato all'adozione degli standard informativi in uso nei paesi più evoluti dal punto di vista finanziario, in cui la cultura dell'informazione sul mercato è ben consolidata. Questo cambiamento ha condizionato la qualità dei prospetti, che hanno incrementato la loro capacità di informare gli investitori sul valore reale della società.

Gli autori hanno valutato la qualità dei documenti attraverso delle variabili che tengono conto delle motivazioni che portano l'azienda a quotarsi e della valutazione che gli azionisti pre-IPO hanno sul valore presente e futuro della società. Gli studiosi riscontrano una correlazione negativa tra la variabile qualità e l'Underpricing osservato, a parte per le società finanziarie e per quelle privatizzate durante il processo di quotazione. Questa anomalia è dovuta alla maggiore attenzione verso i mercati finanziari che ha caratterizzato il periodo 1994-1998, che ha indotto gli investitori ad esaminare le IPO delle grandi aziende in modo più critico.

Alcuni modelli esistenti nella letteratura spiegano l'IPO Underpricing sulla base delle relazioni esistenti tra l'emittente e i membri del consorzio che hanno effettuato il collocamento (Baron, 1982). L'underwriter che effettua l'allocazione dei titoli di una società certifica, mediante il suo capitale reputazionale, la qualità dell'azienda offerente, riducendo, quindi, l'incertezza riguardo al suo valore. I lead manager più prestigiosi sono associati a offerte meno rischiose, pertanto, gli investitori hanno più informazioni a disposizione per valutare correttamente l'investimento. Gli intermediari di alta qualità accettano solo i collocamenti delle imprese meno rischiose, in modo tale da essere in grado di determinare un prezzo che riflette il loro reale valore, al fine di non ridurre il proprio capitale reputazionale. L'underwriter di grande valore interessato a mantenere la sua reputazione, chiede all'offerente di produrre un prospetto esaustivo e in grado di ridurre le incertezze relative all'investimento proposto. La qualità di tale documento è quindi correlata positivamente alla qualità degli intermediari, che è a sua volta legata da una relazione di segno opposto con l'Underpricing. Questa relazione è, inoltre, influenzata dal livello di informazioni richieste dalle autorità di regolamentazione e dalla loro capacità di innalzare la qualità dei prospetti. Fabrizio & De Lorenzo (1999) misurano la reputazione dei sottoscrittori in base alla loro quota di mercato, calcolata come il numero di operazioni effettuate rispetto a quello totale di IPO considerate. L'analisi mostra che nei collocamenti sono stati coinvolti 30 intermediari, tra i quali più della metà (16) hanno partecipato a una sola operazione. Il mercato delle banche d'investimento è piuttosto concentrato, infatti i cinque operatori più influenti coprono il 51% del mercato e collocano oltre il 63% del valore complessivo dei titoli collocati in tutte le IPO.

Un altro importante strumento in grado di informare gli investitori e di ridurre l'incertezza sul valore reale dell'impresa sono gli studi effettuati sulla società. Questi comprendono le pubblicazioni realizzate dagli analisti indipendenti e da persone operanti nel campo della consulenza finanziaria, che analizzano la posizione generale e le prospettive di crescita delle società quotande. Le ricerche contengono un'analisi sulle attività e passività dichiarate dall'impresa, le previsioni sulla loro evoluzione futura e le raccomandazioni sull'investimento ("Sell", "Buy", o "mantenere la posizione"). I soggetti che li producono e che intendono offrirli al pubblico sono tenuti ad inviarne una copia alla Consob. Gli autori hanno esaminato tutti gli studi realizzati dal 1996, di cui 253 sono stati identificati come pertinenti alle 39 IPO del periodo 1996-1998. Il 78% delle relazioni è stato prodotto da analisti indipendenti, il 97% dei quali consigliava l'acquisto dei titoli, anche se, ex-post, il 71% delle IPO in questione era underpriced. Questo strumento, tuttavia, è stato criticato, a causa della sua incapacità di prevedere correttamente le future tendenze dei prezzi. Un altro aspetto critico è il potenziale conflitto di interesse che può generarsi tra i produttori delle analisi e coloro ai quali esse sono destinate. Il 91% degli studi prodotti da soggetti legati agli underwriter è stato realizzato prima dell'offerta, a differenza di quelli realizzati da soggetti indipendenti, la cui percentuale scende al 70%. Ciò indica che prevale l'intenzione di garantire il consenso tra gli investitori, in modo da assicurare la sottoscrizione completa dell'offerta. Gli studi realizzati prima dell'offerta sono in grado di influenzare positivamente il suo esito, contribuendone ad aumentare il prezzo di offerta. Le analisi distribuite nel periodo tra l'offerta e l'inizio delle trattative incidono positivamente sul prezzo del titolo il primo giorno di negoziazione. Le ricerche effettuate prima del collocamento, che esprimono pareri positivi sulla società, contribuiscono alla formazione di un offering price più elevato, a differenza di quelli realizzati dopo l'offerta, che consigliano il "Buy", il cui effetto è aumentare il prezzo di mercato e di conseguenza l'Underpricing.

### 3.3.5 Long-Run Underperformance

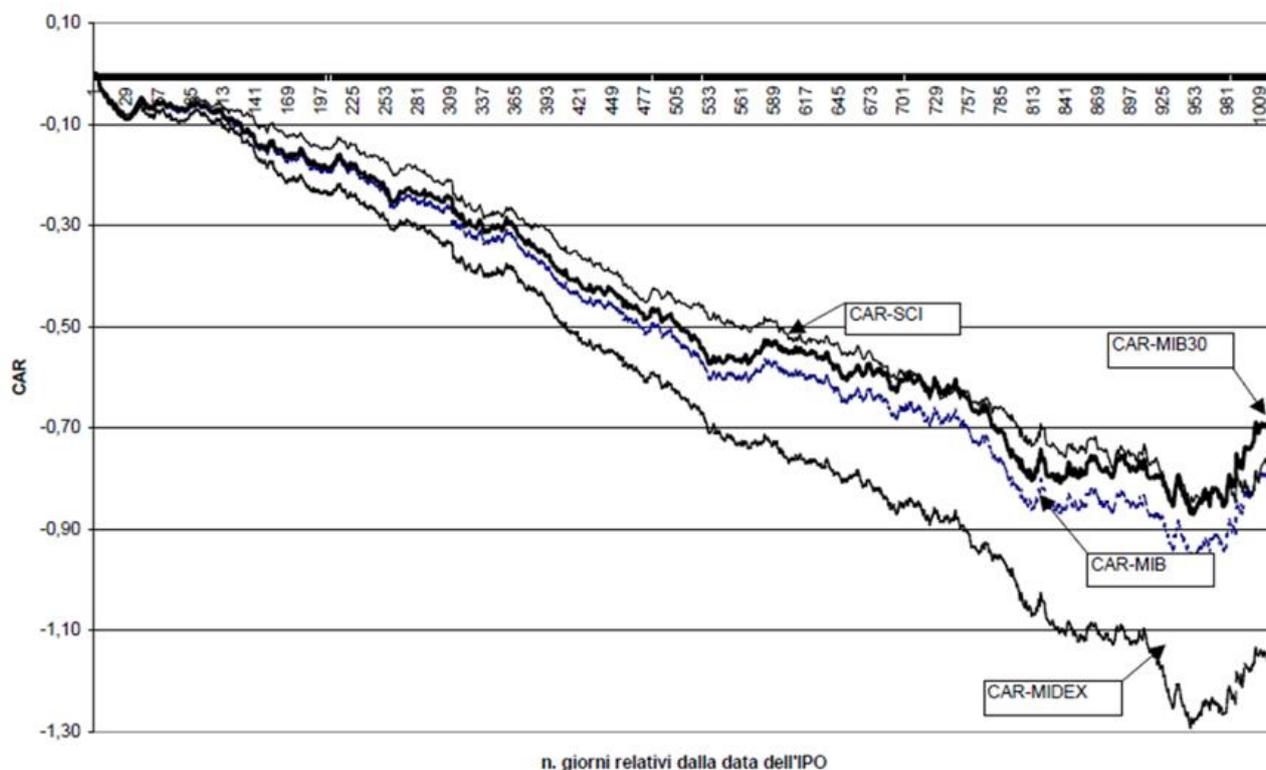
Uno degli aspetti delle IPO che negli ultimi anni ha attirato grande interesse da parte degli accademici è l'andamento del prezzo delle azioni negli anni successivi all'offerta. La teoria dei mercati efficienti sostiene che una volta che una società è quotata in borsa, il prezzo dei suoi titoli nell'aftermarket riflette adeguatamente il loro valore intrinseco. La long-run underperformance è un'anomalia connessa all'andamento delle azioni nel lungo periodo e consiste nel fatto che le imprese neoquotate fanno registrare rendimenti di medio-lungo termine inferiori rispetto a quelli dell'indice di mercato di riferimento. L'investimento in un portafoglio di IPO shares è una strategia dominata dall'investimento in un portafoglio che replica l'indice di mercato. L'ipotesi della divergenza di opinioni di Miller (1977) prevede che nel breve periodo il prezzo di mercato delle IPO sia determinato dagli investitori ottimisti, mentre a lungo termine, dato che l'incertezza viene ridotta e la diversità di opinioni diminuisce, le valutazioni convergono verso la valutazione media, determinando una riduzione del prezzo. L'euforia degli investitori al momento del collocamento determina una sovrastima delle prospettive reddituali dei titoli collocati. Essa può essere generata o dall'eccesso di domanda, o dalla presenza di asimmetrie informative tra i diversi attori del mercato, oppure dalla capacità dell'impresa di sfruttare le windows of opportunity, ovvero quei momenti in cui l'andamento del mercato è favorevole (rialzista). Le previsioni di guadagno distorte da parte degli analisti possono alimentare l'ottimismo e ritardare la correzione dei prezzi a lungo termine. Ritter e Welch (2002) attribuiscono le scarse performance dei titoli alla contabilità ottimista mostrata dall'azienda nelle sue prime fasi di vita. Essa cerca di avere un prospetto informativo di qualità, in modo tale da dare un'ottima immagine di sé durante lo svolgimento dell'offerta.

Ritter (1991) ha introdotto due misure di performance di lungo periodo, che sono state poi riproposte negli studi successivi: i rendimenti medi cumulati corretti, calcolati con un ribilanciamento mensile del portafoglio (Cumulative Average Adjusted Returns - CAR) e i rendimenti derivanti da una strategia di acquisto e detenzione del titolo per tre anni (Buy-and-Hold Returns - BHR). I risultati dell'indagine, condotta su un campione di 1.526 imprese quotate negli Stati Uniti tra il 1975 e il 1984, rivelano che tutti gli aggiustamenti per i diversi indici di riferimento conducono a performance negative nel periodo post-emissione. La procedura di correzione dei rendimenti per l'indice di mercato assume come ipotesi semplificativa che il rischio sistematico delle IPO sia pari a quello dell'indice, pertanto, al beta medio delle offerte è attribuito un valore pari ad uno. L'autore esamina le relazioni esistenti tra il fenomeno della long run-underperformance e alcune delle caratteristiche connesse alle imprese, come ad esempio il settore industriale, l'età della società al momento della quotazione e l'anno in cui avviene l'offerta. L'analisi mostra che sono le imprese più giovani e che si quotano in periodi caratterizzati da numerose IPO a mostrare le peggiori performance nel lungo periodo. I risultati dell'indagine si coniugano con un quadro nel quale non è il prezzo d'offerta ad essere deliberatamente fissato ad un livello inferiore rispetto al suo reale valore, ma è il prezzo che ha origine dalle prime contrattazioni sul mercato secondario ad essere troppo elevato. Recenti studi hanno mostrato che la long-run underperformance nel mercato delle IPO italiane è inferiore rispetto a quella registrata sui mercati anglosassoni. Fabrizio & Samà (2001) analizzano le performance delle 50 IPO realizzate in Italia negli anni 1995-1998. Tale periodo è stato contrassegnato da una ripresa del ricorso al capitale di rischio da parte delle imprese, anche sulla spinta degli incentivi fiscali alla quotazione. Questo intervallo di tempo è inoltre caratterizzato dall'apertura alla concorrenza internazionale del mercato dei collocamenti e da una maggiore attenzione degli investitori istituzionali agli investimenti azionari (sotto la spinta generata dalla diminuzione dei tassi di interesse dei Titoli di Stato).

Gli autori misurano la long-run performance attraverso le metodologie Buy and Hold e CAR, realizzando un confronto tra i rendimenti di alcuni portafogli, che simulano l'investimento fatto da un fondo specializzato in IPO. Questo tipo di strategia implica che, invece di mantenere "passivamente" i titoli in portafoglio nella quantità inizialmente acquistata, vengano vendute le azioni con le performance migliori (ovvero quelli con una dinamica positiva dei rendimenti anomali) e che si continui ad acquistare quelli con performance

peggiori. Queste strategie, replicabili nella realtà senza eccessivi costi, portano a performance di lungo periodo migliori di quelle ottenute attraverso le tradizionali metodologie CAR e BHR, che si prestano alla critica di essere difficilmente replicabili nella realtà. Gli extra-rendimenti medi cumulati sono calcolati tenendo conto sia di indici dimensionali (MIB, MIB 30, MIBEX e SCI), sia di indici settoriali. Tutti gli extra-rendimenti, a prescindere dall'indice dimensionale considerato, sono negativi a partire dal primo mese (Figura 22). L'underperformance peggiore è quella del CAR calcolato rispetto al MIBEX (-114.58%), mentre quella migliore è stata registrata per il MIB 30 (-70.21%). L'analisi condotta rivela un'underperformance delle IPO rispetto all'andamento del mercato (CAR corretto per il MIB), tale da qualificare l'investimento in IPO come meno redditizio rispetto a quello sull'intero listino. Tale studio, tuttavia, risente di alcuni elementi distorsivi introdotti dalla disomogeneità esistente tra i titoli costituenti il campione e il MIB. I titoli appartenenti a tali gruppi, infatti, differiscono per dimensione (capitalizzazione) e per composizione settoriale. La via attraverso la quale è possibile rimuovere tali *bias* è quella della costruzione di un indice sintetico, costituito da titoli di pari dimensione rispetto a quelli compresi nel paniere di offerte e operanti nei medesimi settori merceologici. Tale approccio, però, risulta difficile da realizzare nel caso delle IPO italiane, in quanto la ristrettezza dei listini non permette di poter selezionare insieme di aziende adeguate. I valori dei CAR, a conferma dell'influenza dell'aspetto dimensionale nella determinazione dell'underperformance, sono migliori per i titoli di più elevate dimensioni, che presentano una capitalizzazione superiore a 300 miliardi di lire. Le underpriced IPO del campione, inoltre, presentano rendimenti medi cumulati migliori di quelli delle overpriced IPO. Tali risultati sono in contrasto con quelli di Ritter (2001), secondo il quale le imprese che concedono uno sconto di quotazione maggiore, sono caratterizzate da una performance peggiore nel lungo periodo. Le evidenze sono invece coerenti con le previsioni della teoria segnaletica, secondo la quale le imprese migliori, ovvero quelle che segnalano la propria qualità attraverso un prezzo di emissione scontato, sono successivamente riconosciute come tali dal mercato.

Figura 12: Rendimenti medi cumulati aggiustati per gli indici di mercato delle IPO italiane quotate nel periodo 1995-1998. Confronto tra gli indici SCI, MIB30, MIB e MIDEX



Fonte: Fabrizio & Samà (2001). *Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'Underpricing e della Long-run Underperformance*.

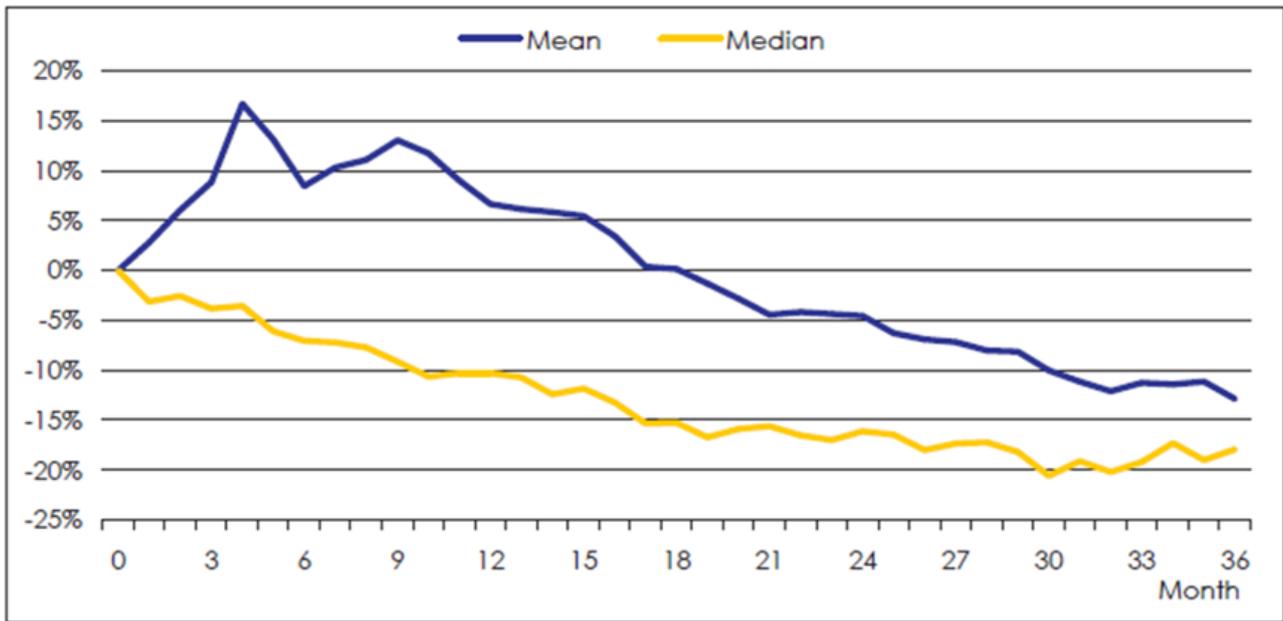
I rendimenti delle IPO aggiustati rispetto agli indici di mercato, calcolati secondo la metodologia Buy-and-Hold (BHR), mostrano anch'essi un andamento negativo. I valori oscillano intorno al -7%, anche se tra il secondo e il quinto mese del 1995 si assiste ad un modesto recupero. Gli studiosi rilevano che al crescere del tempo si registra una diminuzione del numero di titoli costituenti il paniere su cui viene calcolato il BHR, con un progressivo aumento della loro sensibilità alle variazioni dei rendimenti delle singole offerte. La dimensione delle imprese, anche in questo caso, costituisce una variabile in grado di influire in modo determinante sul loro andamento. La metodologia BHR, così come quella CAR, presenta degli elementi tali da renderla difficilmente replicabile in un contesto reale. Questa strategia suppone che tutti gli eventi IPO siano concentrati in un istante iniziale fittizio, a partire dal quale sono calcolati tutti i rendimenti. Un modo per superare questo limite è considerare gli eventi quotazione nel momento effettivo in cui si verificano, costruendo un paniere nel quale i titoli entrano al momento dell'inizio dell'offerta. Tale strategia, definita "Real Date BHR", consente di ottenere risultati più significativi e meno sensibili alle variazioni indotte dall'andamento dei singoli titoli. Fabrizio & Samà (2001) elaborano due metodologie che si basano su un differente tipo di ribilanciamento del portafoglio. La ricchezza disponibile, nella prima, è distribuita in modo uniforme tra le azioni che al momento dell'immissione compongono il portafoglio (strategia Equally Weighted). Nella seconda, ad ogni evento, si calcolano i pesi relativi dei titoli che costituiscono il portafoglio ed in base ad essi si ripartisce la ricchezza (rappresentata dal valore del portafoglio nell'istante immediatamente precedente a quello in cui si è verificato l'evento). I pesi sono dati dal rapporto tra le singole capitalizzazioni dei titoli presenti nel paniere e la capitalizzazione totale dello stesso (strategia Capital Weighted). Il limite di questo approccio è rappresentato dalla mancanza di diversificazione del portafoglio nella fase iniziale della sua costituzione e dall'elevata influenza che i rendimenti delle prime offerte hanno sulla formazione della performance finale. I risultati mettono in luce dei significativi extra-rendimenti positivi, che permangono, nel caso della CW, sino al 29-esimo mese. I rendimenti complessivo sono negativi, ma di

entità inferiore a quelli dei BHR calcolati secondo la metodologia tradizionale. Il BHR rispetto al MIB calcolato secondo la metodologia tradizionale, infatti, mostra un valore pari a  $-50.53\%$ , mentre quello delle tecniche EW e CW è pari rispettivamente a  $-36\%$  e  $-4.67\%$ .

La strategia real date, tuttavia, suppone che un investitore, nella fase iniziale, concentri tutta la propria ricchezza nei titoli di una sola società e che rinunci a diversificare i propri investimenti. Gli studiosi, per definiscono una tecnica nella quale l'intera ricchezza a disposizione sia inizialmente allocata su di un investimento "di diversificazione" e che da questo vengano progressivamente, ogni volta che si verifica un evento "quotazione", attinte risorse da destinare alle IPO. L'investimento di diversificazione" può essere un portafoglio azionario che replica il MIB o un portafoglio monetario di titoli risk-free, costituito da BOT a tre mesi. Tale strategia consente di sterilizzare la componente di rischio firm specific, derivante da un investimento concentrato su poche IPO, rendendo così più realistico lo scenario ipotizzato. Gli extra-rendimenti sono calcolati attraverso la combinazione dei rendimenti delle IPO con quelli dell'investimento di diversificazione. Le IPO del 1995-1996 hanno un rendimento migliore di quello del mercato, ma con il protrarsi del periodo osservato e con il progressivo ampliamento del paniere IPO, subiscono un declino. Tale deterioramento è imputabile all'andamento delle azioni quotate a partire dalla fine del 1996 ed è in linea con la teoria della window of opportunity. Le imprese scelgono di quotarsi in momenti in cui il mercato è al rialzo (1997 e prima parte del 1998), in modo tale da limitare l'Underpricing, approfittando della circostanza che il positivo andamento del mercato produce un'euforia che genera un eccesso di domanda. Questi titoli vengono progressivamente valutati correttamente dal mercato, che produce un deterioramento delle loro performance nel lungo periodo.

Dalle Vedove et al. (2005) misurano le performance a lungo termine delle IPO italiane realizzate nel periodo 1985-2004, attraverso la tecnica buy-and-hold abnormal return (BHAR). I rendimenti delle offerte sono pari alla differenza tra il rendimento che un investitore ottiene acquistando le azioni il primo giorno di negoziazione e vendendole alla fine dell'orizzonte di tempo, e quello del portafoglio di riferimento. La figura 23 riporta le performance di mercato (BHAR) delle IPO italiane rispetto all'indice MSCI Italy. Il BHAR medio è positivo a breve termine, mentre dopo 18 mesi comincia il suo declino, fino a toccare un valore minimo di  $-13\%$ . La mediana, invece, assume sia nel breve che nel lungo periodo un valore negativo, arrivando a quota  $-21\%$  nel 30-esimo mese. Un piccolo numero di IPO ha sovraperformato in modo significativo l'indice di mercato, mentre un gran numero di emittenti presenta una sottoperformance negativa a lungo termine. La long-run underperformance media è pari a  $+6,63\%$  dopo 12 mesi (mediana  $-10,30\%$ ),  $-4,57\%$  dopo 2 anni (mediana  $-16,10\%$ ) e  $-12,87\%$  dopo 3 anni (mediana  $-17,90\%$ ). Ritter e Welch (2002) riportano un BHAR medio a 3 anni per le IPO statunitensi durante lo stesso periodo di campionamento pari a  $-21,7\%$ . Le azioni quotate sul Nuovo Mercato hanno fatto registrare nel 1999 prestazioni positive, ma lo scoppio della bolla dot-com ha provocato i rendimenti negativi che si sono registrati negli anni 2000-2001.

Figura 13: Long run IPO buy-and-hold adjusted returns (BHARs) relativo al campione di IPO raccolto da Dalle Vedove et al (2005), che comprende le 212 emissioni realizzate in Italia dal 1985 al 2001, i cui titoli sono negoziati da almeno tre anni



Fonte: Dalle Vedove et al. (2005). *The Evolution of Initial Public Offerings in Italy*.

## 4. Assetto proprietario e strumenti di separazione tra proprietà e controllo

In questo capitolo vengono analizzate la struttura dei diritti di voto delle società italiane che intraprendono un'IPO e gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo da essi utilizzati. La prima parte contiene le teoriche economiche riguardanti la struttura 1S-1V e la storia legislativa italiana che ha portato all'introduzione delle dual class share. In seguito, sono presentate alcune evidenze empiriche relative all'utilizzo dei control enhancing mechanisms da parte delle società italiane. L'ultima sezione descrive, infine, le peculiarità che contraddistinguono la struttura proprietaria tipica di un'azienda italiana.

### 4.1 Introduzione

La struttura dei diritti di voto è un concetto che fa riferimento a come è allocato il diritto di voto tra i titoli che compongono il capitale sociale di una società. Il meccanismo di attribuzione *one share – one vote* (1S-1V) si è affermato in Europa e negli Stati Uniti a partire dalla seconda metà del XIX secolo, come sistema ottimale, in quanto era in grado di conciliare l'interesse economico e il potere di intervento nella vita societaria. Esso è caratterizzato dalla proporzionalità tra l'azione e il voting right, dato che tutti i titoli hanno lo stesso diritto di voto nell'assemblea generale e ricevono la medesima frazione di dividendo. La corrispondenza tra la forza di voto e il numero di azioni possedute permette di attribuire un maggiore potere di orientare le scelte della società ai soci destinati a risentire maggiormente delle conseguenze delle decisioni assunte. L'altra tipologia di struttura che può adottare un'impresa è la *Dual Class Share*, che è caratterizzata dalla presenza di due categorie di titoli: una classe di azioni ha il diritto di voto o possiede la facoltà di esprimere un voto multiplo o plurimo; l'altra classe non ha diritto di voto o dà la possibilità di esprimere un voto in assemblea. La Commissione Europea, nell'Action Plan sul diritto societario e la corporate governance del maggio 2003, aveva deciso di realizzare uno studio sugli scostamenti rispetto al principio di proporzionalità tra capitale e controllo esistenti all'interno degli ordinamenti dei singoli Stati Membri. Lo studio, effettuato nel 2007, dopo una ricognizione dei meccanismi di rafforzamento del controllo (i cosiddetti "control enhancing mechanisms" o "CEM") e delle deviazioni dal principio di proporzionalità del voto, non aveva evidenziato argomentazioni univoche a sostegno di tale principio. Il Piano d'Azione del 2012 per la modernizzazione del diritto delle società ha proposto una riflessione sul tema, con riferimento all'opportunità di incentivare gli azionisti a investimenti di lungo periodo, anche attraverso l'utilizzo di azioni a voto multiplo (loyalty shares), che attribuivano diritti di voto più che proporzionali a colui che le detiene per un certo periodo di tempo. Il citato studio del 2007 aveva preso le mosse dalla constatazione che, nella prassi, l'allocazione dei diritti di voto non sempre rispecchiava il principio di proporzionalità. In primo luogo, vi erano strumenti di rafforzamento del controllo, come le strutture piramidali o le partecipazioni incrociate, che determinavano il *disproportional ownership*, ovvero una situazione in cui un soggetto è titolare di diritti di voto (voting rights) superiori ai diritti ai flussi di cassa (cash flow rights). In secondo luogo, esistevano i meccanismi di *lock-in*, volti a cristallizzare gli assetti di governo societario, impedendo che i diritti di voto si concentrino al di là di determinate soglie in capo a un unico soggetto. Il risultato, al contrario dei CEM, è che un soggetto può essere titolare di diritti di voto inferiori rispetto ai diritti patrimoniali. Gli strumenti che realizzano questo risultato sono clausole di tipo statutario, quali i limiti ai diritti di voto e al "possesso azionario". Il diritto di voto, nel primo caso, è fissato in una misura massima, indipendentemente dalla partecipazione posseduta; con i tetti al possesso azionario si realizza lo stesso risultato, poiché i voti delle azioni che eccedono la partecipazione detenibile sono normalmente sterilizzati.

### 4.2 Principio "un'azione – un voto" nella letteratura economica

Il valore di un'impresa è massimo se l'allocazione dei diritti residuali di controllo (DRC) è efficiente. Il controllo è ripartito in modo inefficiente quanto il titolare dei DRC è qualcuno che massimizza la propria utilità (benefici privati), a discapito di quella pubblica (benefici pubblici). Il controllo deve essere trasferito ai manager più competenti e meno opportunisti, che hanno pertanto gli incentivi corretti. La condizione necessaria per conseguire l'allocazione ottimale è che i diritti di controllo siano trasferibili, ovvero il controllo deve essere contendibile. Gli strumenti che consentono il trasferimento dei diritti residuali di controllo sono:

- *Scalata ostile o take-over*, le cui condizioni per una buona riuscita sono la presenza di un mercato del controllo delle imprese che consenta agli azionisti scontenti della gestione di vendere le azioni e all'imprenditore capace di acquisire il controllo;
- *Guerra delle Deleghe o Proxy Fight*, tramite la quale lo scalatore si fa assegnare la delega di voto dai piccoli azionisti per installare un nuovo management che è favorevole al take-over;
- *Struttura dei diritti di voto*.

Un sistema di voto proporzionale implica che il controllo sia nelle mani di colui che possiede la partecipazione più elevata, e che pertanto ha maggiori incentivi ad agire nell'interesse collettivo. Questi azionisti hanno l'obiettivo di massimizzare il valore della società, perché hanno investito molte risorse e vogliono quindi ottenere un adeguato ritorno dal loro investimento. Essi, inoltre, hanno minori incentivi a esercitare il diritto di voto per perseguire i benefici privati del controllo, in quanto andrebbero a danneggiare l'interesse sociale (Jensen e Meckling, 1976). Il principio di proporzionalità tra diritti di voto e diritti patrimoniali è uno strumento che può orientare il controllo alla massimizzazione del valore societario. La presenza di azionisti di controllo riduce il rischio di scalate e, per questa via, l'azione disciplinante del mercato. Una forte concentrazione dei diritti di voto in capo a un solo soggetto, tuttavia, può esasperare i problemi di agenzia fra azionista di maggioranza e di minoranza. Lo shareholder di controllo può, infatti, avere incentivi a estrarre benefici privati dall'impresa, nella misura in cui il loro valore è superiore alla riduzione di valore che ciò causa alla propria partecipazione. La letteratura ha evidenziato come l'obbligatorietà della regola di proporzionalità possa:

- a) spingere le imprese a ricorrere ad altri strumenti di rafforzamento del controllo, quali i gruppi piramidali o le partecipazioni incrociate;
- b) scoraggiare la quotazione delle società;
- c) disincentivare l'acquisizione di una posizione di controllo nelle aziende (e quindi ridurre gli incentivi allo scrutinio dell'operato dei managers);
- d) scoraggiare scalate potenzialmente efficienti.

Il dibattito relativo alla desiderabilità del principio 1S-1V è riconducibile al tema dell'allocazione dei diritti di controllo sull'attività d'impresa, che trova i suoi riferimenti teorici nella teoria dell'agenzia e in quella dei contratti incompleti. L'incompletezza dei contratti deriva dall'impossibilità da parte dei contraenti di individuare e descrivere in modo esaustivo ogni possibile circostanza futura che potrebbe verificarsi nel corso della relazione contrattuale. L'allocazione dei diritti proprietari, ossia il diritto di compiere una scelta discrezionale nelle circostanze future che non sono state previste dalle parti, sarebbe irrilevante ai fini dell'efficienza, se non esistessero i problemi di agenzia e se gli interessi del principale e dell'agente fossero allineati. Le deviazioni dal principio di proporzionalità riconducibili al rafforzamento del controllo mediante l'emissione di categorie di azioni prive (in tutto o in parte) del diritto di voto possono essere inquadrare nello schema teorico dei rapporti di agenzia. La concentrazione proprietaria nelle mani di un singolo azionista e il mercato del controllo societario sono i due principali meccanismi attraverso cui è possibile mitigare i problemi di agenzia fra azionisti e management. L'azionista detentore di una partecipazione rilevante ha sia l'incentivo sia il potere di monitorare il comportamento dei managers e assicurarsi che l'impresa venga gestita in maniera efficiente. La presenza di un mercato del controllo efficiente, invece, spinge i managers a gestire al meglio l'azienda per paura di essere sostituiti, incrementando l'efficienza ex ante, e permette che il controllo sia trasferito in capo a chi è in grado di valorizzare al meglio le risorse dell'impresa, aumentando l'efficienza ex post. L'adozione di una struttura di voto che devia dal principio un'azione – un voto può influire sull'efficacia di entrambi i meccanismi. Sistemi non proporzionali di voto possono sia agevolare sia minare l'efficacia della concentrazione proprietaria come meccanismo di governance.

I sistemi dual class, da un lato, incentivano l'attività di monitoring del management da parte del blockholder, poiché riducono i costi associati alla detenzione di una partecipazione significativa in una sola impresa, ossia

i costi legati alla mancata diversificazione del portafoglio e alla detenzione di un asset potenzialmente illiquido. La deviazione permette al large shareholder di controllare una percentuale di voti più che proporzionale rispetto all'investimento effettuato e di ridurre il livello di rischio firm-specific (Gilson & Schwartz, 2012). La separazione tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa, tuttavia, aggrava i problemi di agenzia tra azionista di maggioranza e azionisti di minoranza, poiché aumenta gli incentivi all'estrazione di benefici privati del controllo (Grossman & Hart, One share-one vote and the market for corporate control, 1988). Lo shareholder che controlla una società con un investimento finanziario più contenuto rispetto a quello che sarebbe necessario se valesse la regola one share-one vote, ha una maggiore convenienza ad attuare operazioni dannose per la società. Esso riesce ad estrarre i benefici privati attraverso l'attività di *Tunnelling*, che consente di incanalare i benefici tramite le seguenti modalità:

- I manager si attribuiscono compensi elevati e comprano beni di lusso, riducendo il profitto per gli azionisti;
- Assunzioni non meritocratiche, ma a vantaggio di chi detiene il controllo (familismo);
- Fondere l'impresa con un'altra a prezzi svantaggiosi per gli azionisti di minoranza;
- Diminuire il valore dell'impresa, facendole o acquistare a caro prezzo input prodotti da imprese di loro proprietà, o vendere i suoi prodotti a prezzi ribassati.

I piccoli azionisti hanno un basso incentivo a sorvegliare gli amministratori, dato che il controllo è un bene pubblico. L'interesse dell'investitore individuale, a causa del free riding, non è rimpiazzare un gruppo di amministratori incompetenti, dato che i costi sono sostenuti solo da colui che intraprende l'azione di monitoraggio, mentre i benefici derivanti da un'amministrazione migliorata sono suddivisi tra tutti gli azionisti. Grossman & Hart (1988) ritengono che la struttura dei diritti di voto venga impostata dal proprietario prima della quotazione della società, in modo tale che il mercato del controllo delle imprese riesca a mettere sotto la giusta pressione il futuro Consiglio di Amministrazione. L'imprenditore vuole aumentare il valore dei titoli in circolazione e massimizzare i proventi che incasserà quanto si ritirerà dall'impresa. Il suo obiettivo è facilitare cambiamenti nel management solo nelle giuste direzioni, impedendo così ai manager incapaci di mantenere il controllo, al fine di estrarre i benefici privati. Il valore totale di una società con un particolare CdA è idealmente diviso in due parti: il valore pubblico, che è pari al valore attuale dei flussi di dividendi futuri ricevuti dagli azionisti, e il valore privato, detenuto dagli insider. Un potenziale scalatore può ottenere il controllo di un'azienda dual class acquistando meno del 50% dei flussi di dividendi. Un gruppo di amministratori rivali, che produce un basso valore pubblico ma un elevato valore privato, potrebbe, di conseguenza, sottrarre il controllo ad un incumbent, il cui obiettivo è massimizzare il bene pubblico, acquistando a premio il pacchetto di controllo. Un incumbent con basso valore pubblico per gli azionisti, allo stesso modo, potrebbe essere in grado di mantenere il controllo a discapito di un rivale esterno con elevato valore pubblico. La struttura ottimale, pertanto, è quella 1S-1V, poiché obbliga chiunque voglia ottenere il controllo ad acquistare una quota di proprietà (numero di azioni) proporzionata alla quota di controllo e quindi fornisce al nuovo controllante l'incentivo per prendere decisioni a favore di tutti.

La deviazione dalla regola one share – one vote genera due tipi di errore: nel primo caso facilita il trasferimento del controllo quando non dovrebbe esserci, nel secondo impedisce il trasferimento del controllo quando dovrebbe avvenire. Tale struttura, sebbene sia utile in un'ampia classe di casi, non è sempre ottimale. L'adozione di un sistema dual class, nel caso in cui sia l'incombente che il rivale possiedono significativi benefici privati, può aumentare l'intensità della competizione nel mercato per il controllo delle società e consentire agli azionisti di estrarre parte dei benefici privati di entrambi, aumentando il valore della società. Un altro caso in cui la deviazione è ottimale è quello in cui le preferenze degli amministratori sono rilevanti rispetto a quelle degli investitori e hanno un certo peso nella scelta della struttura del capitale. I diritti di controllo, pertanto, sono allocati ai manager, al fine di concedere agli stessi di godere dei propri benefici privati. Il possessore iniziale della società, in alternativa, potrebbe cedere i benefici privati ad un grosso investitore, cosicché quest'ultimo possa consumarli senza rischio di espropriazione. Se amministratori

ed investitori sono soggetti a vincoli di ricchezza stringenti e non possono permettersi di acquistare un grosso pacchetto azionario, è necessario discostarsi dal principio un'azione-un voto per raggiungere questi obiettivi. Le imprese che rientrano in questa categoria sono quelle che operano nel settore dell'editoria, in cui la capacità di influenzare l'opinione degli individui determina importanti benefici non monetari, e quelle sportive e dello spettacolo, in cui l'essere associati a personaggi famosi ed a squadre vincenti porta elevati benefici privati. Grossman e Hart (1988), dato che il principio un'azione-un voto non è sempre ottimale, ritengono non necessario renderlo obbligatorio per l'ammissione alla quotazione in borsa, perché:

- Restrizioni aumentano il costo della raccolta dei capitali sul mercato azionario;
- Aggiustamenti spontanei del mercato finiscono col penalizzare comunque le imprese che deviano da 1S-1V;
- Esistono mercati alternativi che possono specializzarsi nel trattare titoli con strutture diverse (STAR in Italia);
- Per evitare abusi da cambiamento di struttura è comunque meglio obbligare a offrire informazioni per dimostrare che la nuova struttura non sarà dannosa per gli azionisti outsiders.
- I cambiamenti di struttura da 1S-1V a dual class sono più probabili in imprese mature e con un azionariato molto frammentato. Questo mutamento è sospetto, in quanto segnala al mercato che l'insider che detiene la maggioranza, vuole mantenere il controllo con una quota inferiore al 50% del capitale. Il management, in questo caso, non dispone dei corretti incentivi per scegliere la struttura di voto che massimizzi il valore dell'impresa, perché i benefici sono incamerati dagli azionisti correnti e non dai manager.

La struttura di voto può anche incidere sull'efficacia della disciplina di mercato nell'influenzare il comportamento dei managers. La disciplina imposta dal rischio di scalata e il monitoring dell'azionista di controllo sono meccanismi di corporate governance che consentono di mitigare i problemi di agenzia fra azionisti e managers. I due meccanismi, in presenza di un sistema di voto proporzionale, sono legati da una relazione inversa: al crescere del numero di azioni possedute da un azionista crescono sia i suoi diritti ai cash flows, con effetti positivi sugli incentivi a perseguire gli interessi della società, sia i diritti di voto, con effetti negativi sulla contendibilità del controllo. I diritti di voto, in presenza di sistemi dual class, aumentano in misura più che proporzionale al crescere della partecipazione al capitale: ciò comporta una minore contendibilità, ma anche un maggiore potere di monitoring sul management. Queste strutture, tuttavia, amplificano i problemi di agenzia fra insider e outsider, per via del maggiore incentivo a estrarre benefici privati. La minaccia di scalata, tuttavia, può produrre effetti indesiderati e alterare il comportamento dei managers. Quest'ultimi potrebbero agire in modo da rendere l'impresa meno attraente, ad esempio stipulando con i lavoratori contratti di lungo periodo molto generosi o lanciando aumenti di capitale appena un raider si affaccia all'orizzonte, al fine di ostacolare il take-over. L'ipotesi che in un mercato contendibile l'efficienza sia incrementata sia ex ante (la contendibilità dovrebbe svolgere un'azione di disciplina sui managers, riducendo i problemi di agenzia derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo) sia ex post (la contendibilità permette che i managers vengano sostituiti da dirigenti più competenti) non trova piena conferma nella letteratura di riferimento.

Un secondo filone della letteratura analizza gli effetti della struttura di voto sul funzionamento del mercato del controllo societario, evidenziando come la proporzionalità tra diritti di voto e diritti al capitale favorisca un'allocazione ottimale del controllo solo in alcune circostanze. L'ottimalità della regola di proporzionalità dipende, infatti, dal tipo di impresa oggetto di offerta (a proprietà dispersa o concentrata), dal numero di potenziali acquirenti e dal grado di asimmetria informativa circa la capacità dell'offerente di generare valore. Grossman & Hart (1980) dimostrano, con riguardo alle imprese che presentano una proprietà dispersa, che i sistemi non proporzionali di voto favoriscono la realizzazione di operazioni di acquisizione del controllo efficienti, mitigando il del free riding. Tale problema deriva dall'esistenza di elevati costi di coordinamento, che impediscono agli azionisti di un'impresa widely-held di individuare una strategia comune di risposta

all'offerta di uno scalatore, per cui ognuno di essi assume le proprie decisioni ritenendosi ininfluenze ai fini dell'esito finale dell'offerta stessa. Tale comportamento può determinare l'insuccesso di operazioni di acquisizione efficienti, in grado di accrescere il valore dell'impresa. In una situazione di asimmetria informativa riguardo la capacità dell'offerente di generare valore, diventa possibile mitigare il free riding attraverso una struttura di voto non proporzionale. I sistemi non proporzionali di voto, in assenza di concorrenza tra bidders, riducono il prezzo a cui gli azionisti sono disponibili a cedere le proprie azioni e di conseguenza il costo del takeover. La deviazione dal principio un'azione – un voto migliora l'efficienza del mercato del controllo societario, favorendo il successo di offerte di acquisto vantaggiose. Tale conclusione si riferisce, però, a uno scenario in cui vi è un solo soggetto interessato ad acquisire il controllo di un'impresa ad azionariato disperso. Ciò non vale per le società ad azionariato concentrato, dove non c'è un problema di free riding. Il trasferimento del controllo, dove esiste un azionista con una partecipazione superiore al 50%, avviene attraverso una negoziazione bilaterale fra tale soggetto e il potenziale acquirente della partecipazione. La regola della proporzionalità, in tali circostanze, favorisce la realizzazione di offerte che determinano un incremento del valore dell'impresa e scoraggia quelle value decreasing.

La possibilità di deviare dal principio di proporzionalità tra diritti di voto e patrimoniali può avere effetti anche sulle scelte finanziarie delle imprese, nonché indurle a ricorrere ad altri strumenti di separazione tra proprietà e controllo. L'azionista di controllo di un'impresa quotata che necessita di nuove risorse per finanziare progetti di investimento, in presenza della regola di proporzionalità, potrebbe scegliere di non intraprendere tali progetti, perché per finanziarli dovrebbe diluire la propria posizione di controllo. La possibilità di deviare dal principio un'azione - un voto, invece, gli permetterebbe di ottenere nuove risorse, mantenendo al contempo il controllo della società. Tale struttura, inoltre, incide sulla scelta di un imprenditore di quotare o meno la propria società. La struttura 1S-1V implica che l'imprenditore può mantenere il controllo solo attraverso un investimento di capitale proporzionale, che però riduce l'ammontare di risorse ottenibili in fase di IPO, nonché la liquidità del titolo stesso. La dual class, al contrario, permette di mantenere la governance attraverso un investimento inferiore, che libera quindi risorse finanziarie che possono essere allocate su altri investimenti. L'imprenditore, pertanto, riesce a diversificare meglio la propria ricchezza e a ridurre il rischio firm specific a cui è soggetto.

### 4.3 Evoluzione del principio one share-one vote in Italia

All'interno dell'ordinamento legislativo italiano, il principio di proporzionalità è stato considerato, fin dall'origine, il modello elettivo di correlazione della partecipazione finanziaria al potere sociale, ammettendo al contempo l'esistenza di una serie di deviazioni. Il processo di globalizzazione che ha investito i mercati finanziari e le giurisdizioni dei Paesi europei a partire dagli ultimi decenni del ventesimo secolo, ha permesso di ampliare il grado di libertà con cui è possibile procedere all'attribuzione dei diritti di voto nelle società di capitali. Questa sezione ripercorre la storia legislativa italiana in materia di diritto di voto nelle società di capitali, a partire dalle prime forme di regolazione che hanno accompagnato la nascita e la diffusione del modello di società per azioni negli ultimi decenni del diciottesimo secolo, fino ad arrivare al quadro normativo attuale, la cui configurazione finale è stata dettata dal decreto Competitività.

#### 4.3.1 Sistema vigente ai tempi del Codice di Commercio italiano del 1882

Gli ordinamenti giuridici del Seicento consentivano ai privati di definire in modo autonomo, all'interno del contratto sociale, i caratteri principali e le modalità di funzionamento del sistema di attribuzione del diritto di voto alle persone dei soci, lasciando ampio spazio all'autonomia statutaria. In ragione di ciò, risalgono a quel periodo le prime forme di azioni espressione diretta di meccanismi di assegnazione del voto non perfettamente rispondenti al tradizionale principio "un'azione, un voto". Le imprese cominciano ad emettere strumenti azionari caratterizzati dalla peculiarità di attribuire al possessore il privilegio di poter esprimere in assemblea un numero di preferenze maggiore dell'unità; accanto ad esse, troviamo la previsione normativa di tetti minimi o massimi di partecipazione al capitale azionario per l'intervento ed il voto in assemblea (azioni a voto scalare progressivo o regressivo) ed anche di azioni a voto capitaro, ossia azioni che attribuiscono un

solo diritto di voto per ogni socio identificato nella sua persona fisica, a prescindere dal numero di titoli posseduti; si rilevano, inoltre, categorie di azioni che conferiscono un diritto di voto limitato a particolari argomenti affrontati in assemblea, oppure all'esercizio nelle sole assemblee straordinarie (azioni a voto limitato) e azioni che sono totalmente prive del diritto di voto. L'intervento del Codice Napoleonico del 1808 non ha mutato la situazione, a causa della quasi totale assenza di disposizioni legislative rivolte al principio di proporzionalità.

La situazione di libertà in termini di opportunità di determinazione di un principio ideale in base al quale regolare la corrispondenza tra diritti patrimoniali e diritti di voto nelle società di capitali rimase immutata fino all'emanazione del Codice di Commercio italiano del 1882. L'intervento del Codice di Commercio italiano nel 1865 non aveva prodotto significative modifiche alla normativa vigente, sebbene rappresentasse formalmente un nuovo ordinamento legislativo. Le uniche novità da esso apportate possono essere rintracciate nelle disposizioni inerenti all'organo assembleare. Esso, infatti, stabiliva che i soggetti costituenti sono obbligati a specificare in modo chiaro nello statuto sociale le norme di funzionamento dell'assemblea, come l'elenco delle materie principali che costituiranno oggetto di deliberazione assembleare o le modalità ed i tempi con cui i soci possono esercitare il loro diritto di voto (Ungari, 1974). Il Codice di Commercio del 1882 segnò una svolta nel contesto storico-giuridico dell'epoca, in quanto introduceva una norma di carattere generale per quanto riguarda le modalità di attribuzione del diritto di voto. Esso diede la possibilità di utilizzare degli scaglioni partecipativi, tali da far sì che il peso dei voti esercitabili nell'assemblea da parte degli azionisti, sia decrescente al crescere del numero di azioni detenute, in riferimento ad alcune soglie prestabilite. L'art. 157 dichiara, infatti, che: "*Ogni socio ha un voto ed ogni azionista ha un voto sino a cinque azioni da lui possedute. L'azionista che possiede più di cinque e sino a cento azioni ha un voto ogni cinque azioni, e per quelle che possiede oltre il numero di cento ha un voto ogni venticinque azioni. Le deliberazioni si prendono a maggioranza assoluta. Nell'atto costitutivo o nello statuto può essere derogato a queste disposizioni*". Il legislatore, in questo modo, intendeva garantire al socio il pieno riconoscimento dei diritti sociali derivanti dalla sua partecipazione azionaria, vietando l'emissione di azioni prive del diritto di voto (Alvaro et al., 2014).

#### 4.3.2 Codice civile del 1942

Il contesto culturale italiano di fine Ottocento e inizio Novecento era caratterizzato dalla battaglia per il riconoscimento dei diritti del cittadino, prima fra tutti il diritto di voto. La trasposizione di queste tendenze ideologiche sul piano del diritto societario portò all'affermazione di una serie di principi che indussero a ritenere ormai inadeguata e anacronistica la previsione normativa del Codice di Commercio del 1882, indirizzando la disciplina delle società di capitali su binari diversi rispetto a quelli percorsi fino a quel momento. L'idea di fondo che accomunava le pretese riformatrici era la volontà di introdurre dei meccanismi più efficaci di tutela del socio di minoranza. Il principio che si stava affermando era quello secondo cui l'azione rappresentava l'entità minima di partecipazione al capitale sociale da parte del socio, affinché quest'ultimo possa godere di tutti i diritti sociali che da tale partecipazione scaturiscono. Il pensiero che potessero esistere particolari categorie di azioni del tutto prive del diritto di voto rischiava di minare alla base la struttura del modello italiano, andando a colpire il principio per cui ogni socio, indipendentemente dalla quantità di azioni posseduta, ha interessi che devono essere tutelati e per i quali deve poter intervenire e votare in assemblea in ragione della sua quota di capitale. La revisione del Codice nel dopoguerra stravolse il sistema tradizionale delle azioni, attraverso l'introduzione della possibilità di creare azioni privilegiate (art.176) e azioni a favore dei dipendenti della società. La riforma prevedeva anche il divieto di partecipare alle assemblee ordinarie per i possessori delle azioni al portatore, iniziando così a delineare una tenue dissociazione fra potere e proprietà (Ungari, 1974).

La svalutazione monetaria successiva alla Prima Guerra Mondiale e l'apertura dei mercati che ne derivò, espose le società italiane al serio pericolo della dominazione estera. Gli imprenditori italiani, per questa ragione, iniziarono ad avvertire una forte necessità di protezione e cominciarono a fare ricorso al meccanismo

del voto plurimo (art. 164). Il loro obiettivo era evitare che soggetti operanti in Paesi con valute più forti di quella nazionale, potessero attuare e portare a termine tentativi di scalata sulle società situate nel territorio italiano. L'argomento del voto plurimo divenne così centrale nell'ambito del dibattito legislativo, al punto che si rese necessaria l'istituzione di una commissione per la revisione dei codici. Tale commissione introdusse le azioni a voto limitato, che disgregarono la correlazione tra proprietà e controllo. Il legislatore, per la prima volta, tenne conto dei piccoli risparmiatori nazionali che non avevano interesse ad esercitare il diritto di voto, ma soltanto al diritto di dividendo ed al rendimento dell'investimento. Queste furono le basi economico-sociali che portarono all'affermazione del Codice civile del 1942 e di due principi cardine della partecipazione azionaria: la standardizzazione dei diritti sociali, per cui ogni azione corrisponde ad un eguale complesso di diritti e doveri in capo al titolare e la plutocratizzazione della democrazia azionaria, ossia l'idea secondo cui più azioni il socio possiede, più potere avrebbe avuto all'interno della società (Alvaro et al., 2014). Il sistema delineato dal Codice risultava improntato al rispetto del principio di proporzionalità tra potere sociale e ricchezza finanziaria, in ragione del quale il filo conduttore dell'intera normativa societaria era costituito dall'idea di corrispondenza diretta tra numero di azioni e diritto di voto, seppur con qualche eccezione. L'articolo 2348, primo comma, determinava la standardizzazione e la spersonalizzazione dell'azione, statuendo l'uguaglianza dei diritti connessi al possesso azionario e l'uguaglianza di valore fra tutte le azioni: le azioni sono frazioni minime del capitale sociale di identico ammontare e sono la misura dei diritti sociali. Esso dava la possibilità, a fronte di una previsione statutaria o di una modificazione dello statuto, di creare categorie di azioni fornite di diritti diversi. L'uguaglianza tra i titoli era però relativa, in quanto tutti i titoli appartenenti ad una determinata tipologia dovevano garantire gli stessi diritti. Il fulcro della disciplina era contenuto all'interno dell'articolo 2351, che permetteva di emettere azioni privilegiate con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con l'unico vincolo che la quantità di capitale sociale rappresentato da tali classi di azioni non fosse superiore alla metà del patrimonio complessivo. Il legislatore, con l'introduzione di tali classi di titoli, aveva creato un istituto mediante il quale era possibile ottenere parzialmente gli stessi effetti sortiti dalle azioni a voto plurimo. Il terzo comma, tuttavia, stabiliva il divieto di emettere quest'ultima tipologia di azioni. Il timore era che il voto multiplo avesse potuto cristallizzare il controllo societario, comportando una staticità del nucleo di comando delle società, limitando la contendibilità di un'impresa.

#### 4.3.3 Introduzione delle azioni di risparmio

Il principio cardine delle società di capitali, in base al quale deve esistere una necessaria corrispondenza tra potere sociale e partecipazione finanziaria dei soggetti impegnati nell'attività d'impresa, subisce un'ulteriore attenuazione con la legge n. 216 del 7 giugno 1974, che introdusse le azioni di risparmio, emettibili esclusivamente dalle società quotate in borsa (Bione, 2015). Esse si differenziano da quelle ordinarie perché sono prive del diritto del voto, sia in assemblea ordinaria che straordinaria e perché il possessore ha diritto ad un dividendo privilegiato. Uno dei tratti caratteristici di questo strumento finanziario è rappresentato dal fatto che presentano un valore intrinseco più basso rispetto alle azioni ordinarie, con ripercussioni sul prezzo di borsa che il mercato sarà disposto ad assegnare loro, ad eccezione del caso in cui i benefici patrimoniali siano tali da realizzare una compensazione più che sufficiente della privazione del diritto di voto. Il legislatore riconobbe formalmente la figura del socio investitore, ossia la massa di piccoli risparmiatori interessati alla partecipazione azionaria, poiché attirati esclusivamente dal profilo economico-patrimoniale dello status di socio. La legge affiancava all'insieme degli azionisti imprenditori, che erano interessati agli aspetti gestionali e amministrativi della società, la classe degli azionisti speculatori, che sono disposti a rischiare il loro capitale in ottica soltanto del rendimento atteso dell'investimento, mostrandosi dunque disinteressati alle dinamiche sociali. Le azioni di risparmio si differenziavano dalle azioni a voto limitato sia perché eliminavano ogni possibilità di partecipazione sociale del loro titolare, sia perché conferivano a quest'ultimo alcuni vantaggi di natura patrimoniale, come la priorità di rimborso delle quote azionarie in sede di liquidazione della società e la postergazione della partecipazione alle perdite finanziarie che andavano a erodere il capitale sociale. Esse costituiscono una deroga alla nominatività obbligatoria delle azioni, in quanto possono essere al portatore, tranne quelle appartenenti ad amministratori, direttori generali e sindaci, e sono caratterizzate dalla

previsione di un'organizzazione di gruppo ad hoc (assemblea speciale), come per i titolari di titoli obbligazionari. Tale classe di azione implica anche la nomina di un rappresentante comune, che è una figura istituzionale che provvede all'esecuzione delle delibere dell'assemblea speciale, ed ha il diritto di assistere alle assemblee sociali. Le azioni di risparmio possono essere emesse sia in sede di aumento di capitale sociale, sia in sede di conversione di azioni già emesse. La legge prevede, inoltre, che non più del 50% del capitale azionario può essere costituito da azioni di risparmio o da altre categorie di azioni senza voto o a voto limitato. Questo al fine di limitare il potere degli azionisti ordinari, che, altrimenti, potrebbero controllare la società, pur essendo titolari di una bassa percentuale del capitale. Questo assetto normativo è stato modificato il decreto legislativo n.58 del 24 febbraio 1998, ossia il Testo Unico della Finanza. Quest'ultimo ha previsto che solo le società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea possono emettere azioni prive del diritto di voto, dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale che vengono stabiliti nell'atto costitutivo. L'art. 145 rimette allo statuto la determinazione del contenuto del privilegio patrimoniale, delle modalità, delle condizioni e dei termini per il suo esercizio.

#### 4.3.4 Riforma del diritto societario del 2003

La riforma della disciplina delle società di capitali attuata nel 2003 ha segnato una svolta epocale nell'ambito della legislazione finanziaria e societaria del panorama italiano: il provvedimento in esame si fa portatore di una serie di trasformazioni giuridiche che innovano su più fronti la materia del diritto di voto. L'obiettivo del legislatore fu quello di conformare la realtà italiana agli sviluppi intervenuti nel contesto internazionale sulla scia del processo di globalizzazione che stava investendo i mercati finanziari, fornendo in dotazione ai privati una gamma più ricca di strumenti partecipativi attraverso i quali poter accrescere la base di finanziatori. L'elemento di maggior rilievo introdotto dal provvedimento normativo è rappresentato dalla legittimazione all'emissione di azioni totalmente prive del diritto di voto, estendendo tale facoltà a tutte le società per azioni operanti nel nostro Paese, e dunque non più soltanto a quelle quotate. Il legislatore italiano, in tal modo, realizza la netta separazione del legame esistente tra potere gestorio e proprietà del capitale, fino ad allora espressione principale di quel criterio di attribuzione dei diritti sociali basato su una proporzionalità diretta tra possesso azionario e diritto di voto. L'acquisto di azioni senza diritto di voto rappresenta soltanto una tra le possibili modalità di partecipazione all'attività d'impresa tramite l'immissione di capitale di rischio nella società. L'art. 2351, infatti, concede all'autonomia statutaria la facoltà di creare ulteriori tipi di azioni, come quelle che conferiscono un diritto di voto limitato a particolari argomenti tra quelli elencati all'ordine del giorno in assemblea, quelle che pongono il loro titolare nella posizione di poter esercitare il diritto di voto in dipendenza del verificarsi di condizioni non meramente potestative e quelle che conferiscono la possibilità di usufruire di particolari benefici di natura patrimoniale o amministrativa (Sagliocca, 2014). La riforma concedette, inoltre, la possibilità di emettere azioni a voto condizionato, le quali conferiscono il voto esclusivamente in presenza di una specifica condizione non meramente potestativa. Un'ulteriore categoria di titoli, introdotta in seguito alla riforma del 2003, è l'azione di sviluppo. Quest'ultima non conferisce il diritto di voto al titolare e può essere emessa da tutte le società di capitali, purché sussista la condizione che la maggioranza del capitale sociale sia detenuta da una persona fisica o da un gruppo di persone fisiche tra le quali intercorrano rapporti di natura familiare. Questo tipo di azioni dà diritto al godimento di un beneficio di natura patrimoniale, nella forma della corresponsione di un dividendo maggiorato rispetto a quello delle azioni ordinarie. Uno degli elementi distintivi delle azioni di sviluppo è rappresentato dal rapporto con l'offerta pubblica d'acquisto<sup>9</sup>. Questi titoli, al verificarsi di un'OPA obbligatoria, vengono convertiti automaticamente in azioni di rango ordinario e si prestano a diventare oggetto dell'offerta in questione.

---

<sup>9</sup> L'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) è un'offerta o un invito ad offrire finalizzato all'acquisto in denaro di prodotti finanziari. Il Testo Unico della Finanza stabilisce che chiunque venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30% del capitale di una società quotata in Borsa, deve obbligatoriamente promuovere tale operazione sulla totalità delle azioni ordinarie (entro 30 giorni).

Un altro aspetto innovativo della riforma è l'estensione del diritto di rappresentanza a soggetti titolari di strumenti finanziari che non siano azioni rappresentative di quote del capitale sociale. Le società di capitali acquisiscono la facoltà di procedere all'emissione di strumenti finanziari partecipativi che assegnano il diritto di voto in merito ad argomenti specificatamente indicati e di riservare ai loro titolari la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o di un sindaco. I membri così nominati saranno soggetti alle medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo di cui faranno parte, e le disposizioni particolari inerenti agli argomenti e le modalità attraverso i quali tale diritto può essere espresso devono essere stabilite nello statuto (Bione, 2015). Gli strumenti partecipativi potevano anche essere emessi a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi di opere e servizi. La norma produce il duplice effetto, da un lato, di estendere il raggio d'azione dell'autonomia statutaria concessa ai privati e, dall'altro, di sollevare numerosi problemi riguardo l'aspetto del diritto di voto nelle società di capitali. La dimensione del potere sociale spettante ai soci ne esce ridimensionata, in quanto la possibilità di eleggere un componente di un organo gestionale societario, concessa ai detentori di titoli partecipativi diversi dalle azioni, attribuisce il diritto di rappresentanza anche a soggetti che non immettono nella società risorse finanziarie a titolo di capitale di rischio, e che quindi si pongono nei confronti dell'attività d'impresa nei termini di un mero rapporto di associazione in partecipazione. Un'altra novità concernente il voto apportata dal decreto è il disposto normativo del comma terzo dell'articolo 2351, il quale conferisce alle società di capitali il potere di introdurre clausole che riducono il numero di voti in base alle azioni possedute. Quella di voto massimo ha l'effetto di limitare il voto ad una misura massima, oltre la quale non vengono riconosciuti voti, qualunque sia il numero di azioni possedute. La clausola di scaglionamento, invece, introduce degli scaglioni di voto, in modo che il voto cresca in base a quanto statutariamente programmato.

L'eliminazione del divieto di creare azioni prive di voto e la soppressione dell'obbligo di bilanciare l'attenuazione del voto con il riconoscimento di un trattamento preferenziale sul piano economico, indicano una chiara tendenza della normativa a liberalizzare il rapporto tra potere e rischio. L'ordinamento, in tal modo, si allinea agli orientamenti dei paesi di common law, dove la separazione del potere dal rischio è ritenuta un fenomeno fisiologico, in quanto corrispondente alla naturale dissociazione tra chi dispone di risorse economiche e chi possiede le capacità imprenditoriali per massimizzarne il valore. Il legislatore italiano, tuttavia, non muta la situazione normativa connessa al voto plurimo. L'articolo 2351, infatti, escludeva ogni possibilità di emettere strumenti partecipativi del capitale che attribuissero il diritto all'esercizio di un numero di voti superiori all'unità. Il tradizionale principio un'azione, un voto, con questa riforma, viene ad assumere tratti meno pronunciati e mantiene la sua inderogabilità in una sola direzione, potendo i privati scegliere liberamente di attuare le più svariate deviazioni da tale principio, in modo da assegnare ai soggetti titolari di azioni un numero di voti proporzionalmente inferiore alla relativa quota di partecipazione nel capitale sociale. Il legislatore del 2003 ha ritenuto necessario ribadire il divieto di emissione di azioni a voto plurimo per evitare che la concentrazione e successiva cristallizzazione del controllo societario in mano a minoranze azionarie potesse dar vita a rilevanti distorsioni dei meccanismi di mercato, compromettendo in tal modo lo svolgimento delle dinamiche economiche e finanziarie. Le motivazioni alla base di tale scelta, in sostanza, presentano una matrice di stampo tecnico, potendo rintracciare la funzione primaria della coesistenza delle azioni senza diritto di voto e del divieto di azioni a voto plurimo nell'intento di mantenere stabile alla misura del venticinque per cento più uno del capitale sociale, la quota minima di partecipazione azionaria da detenere al fine di acquisire il controllo della società. La presenza contemporanea delle azioni a voto multiplo e delle deviazioni dal principio di proporzionalità avrebbe permesso di abbassare ulteriormente tale soglia, fino a raggiungere livelli giudicati inappropriati.

#### 4.3.5 Decreto Competitività del 2014

Il legislatore italiano, sulla scia delle raccomandazioni formulate dalla Commissione Europea, circa la necessità di fare ricorso alle azioni a voto multiplo, nell'ottica di promuovere e incoraggiare l'investimento di lungo termine da parte degli azionisti, provvede all'aggiornamento della disciplina italiana delle società di

capitali, attraverso l'emanazione del decreto-legge numero 91 del 24 giugno 2014, convertito con modifiche dalla legge numero 216 dell'11 agosto 2014 (Sagliocca, 2014). Il provvedimento normativo ha modificato l'articolo 2351 del Codice civile e, per la prima volta nella storia del nostro Paese, è stata riconosciuta legittimità giuridica all'istituto del voto multiplo. Tale decreto prevede, infatti, la possibilità che le società per azioni chiuse emettano azioni che conferiscono al loro titolare il diritto all'esercizio in assemblea di un numero di voti maggiore di uno ma pari al massimo a tre, con l'obbligo di regolare in dettaglio i termini e le modalità di emissione dei titoli e di esercizio del voto nello statuto della società. La portata rivoluzionaria delle modifiche si rinviene anche nella possibilità di condizionare l'esercizio del diritto di voto plurimo alle decisioni su un insieme particolare di argomenti, adeguatamente predeterminato dall'autonomia statutaria. Esso può anche essere subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, non soggette, cioè, alla decisione di un socio o di un organo amministrativo, ma dipendenti dal manifestarsi di eventi incerti, le cui modalità di accertamento devono essere indicate nello statuto. La legge ammette l'esistenza anche di un'altra configurazione del voto multiplo, riconducibile alla possibilità di emettere azioni che conferiscono un diritto di voto plurimo e che perdono tale privilegio in sede di deliberazione assembleare in merito a particolari argomenti, o in seguito al verificarsi di particolari condizioni. Essa prevede anche che le società per azioni chiuse, che abbiano emesso azioni a voto plurimo in periodi antecedenti rispetto al momento della quotazione in borsa, possano mantenere in vita tale categoria di azioni anche successivamente.

Il legislatore ribadisce il divieto di emettere questa tipologia di titoli per le public companies, ma introduce nuove modalità attraverso le quali procedere all'attribuzione del diritto di voto in relazione alla partecipazione finanziaria, che mutano anche la materia delle società di capitali. Il comma terzo dell'articolo 2351 c.c., infatti, permette di limitare a una misura massima il diritto di voto conferito da qualsiasi tipologia di azione, in relazione alla quantità posseduta da uno stesso soggetto, e di effettuare degli scaglionamenti. L'articolo 127-quinquies del Testo Unico della Finanza, introdotto tramite il decreto-legge numero 3 del 24 gennaio 2015, istituisce ufficialmente in Italia il voto maggiorato, da sempre punto cardine per numerosi ordinamenti societari europei (Alvaro et al., 2014). Il meccanismo di maggiorazione del voto azionario consiste nell'attribuzione di un diritto all'esercizio del voto in quantità superiori all'unità (il tetto massimo è fissato a due voti), nell'intento di formalizzare un premio di fedeltà per tutti quegli azionisti di lungo corso che mantengono il possesso degli strumenti partecipativi per un periodo continuativo di durata considerevole, specificato nello statuto e per legge non inferiore a ventiquattro mesi dal momento dell'acquisto. Lo statuto ha il compito di prevedere le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato, nel rispetto del regolamento Consob contenente le disposizioni di attuazione dell'articolo 127 del TUF, al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle norme in materia di società di capitali.

L'articolo distingue le azioni a voto maggiorato dall'insieme di deviazioni dal principio di proporzionalità fin qui elencate, e stabilisce che esse non costituiscono una speciale categoria azionaria ai sensi dell'articolo 2348 del Codice civile. L'elemento distintivo del voto plurimo è rappresentato dal fatto che esso conferisce un privilegio di cui ogni socio può beneficiare, a prescindere dalla particolare tipologia azionaria di cui lo stesso è titolare. Il voto maggiorato, pertanto, non può essere considerato una violazione del divieto di voto plurimo. I titoli a voto maggiorato non danno luogo ad alcuna speciale categoria azionaria e non permettono di favorire l'operato di ristretti gruppi azionari intenzionati ad ottenere il controllo societario attraverso partecipazioni minoritarie. Essi non vanno a configurare, allo stesso tempo, una violazione del principio di uguaglianza dei soci, alla luce del fatto che la maggiorazione del voto è legata ad aspetti inerenti la dimensione personale di ogni socio e non al verificarsi di circostanze esterne alla sua sfera giuridica (Leone, 2015). Il TUF dispone, infatti, che il beneficio del voto maggiorato è perduto dal socio titolare qualora si verificasse la cessione a titolo oneroso o gratuito dell'azione conferente tale diritto.

L'obiettivo del decreto era favorire la creazione e la diffusione di una struttura imprenditoriale orientata al perseguimento di obiettivi di lungo termine nella conduzione della società, abbinata alla realizzazione di

indirizzi stabili di gestione. Il legislatore ha cercato di dare vita ad una classe di azionisti caratterizzati da un elevato livello di fedeltà alla causa societaria, con la conseguenza di incrementare l'interesse con cui i soggetti partecipano ad ogni ambito dell'attività d'impresa, sia per quanto riguarda l'amministrazione sia in materia di monitoraggio. Il decreto mira a favorire la quotazione in borsa delle società italiane, che sono in prevalenza piccole e medie imprese, molte delle quali a conduzione familiare. Quest'ultime non ricorrono al mercato in virtù della volontà dei gruppi di controllo di preservare il nucleo familiare. Coloro che detengono la maggior parte del capitale sociale temono che attraverso l'immissione delle azioni nel mercato secondario possa sgretolarsi la propria posizione d'influenza nella società. Le disposizioni introdotte con il decreto rendono esplicita l'intenzione del legislatore di dotare la classe imprenditoriale italiana di strumenti finanziari atti a garantire l'adeguamento del sistema economico e finanziario all'evoluzione intervenuta nel contesto internazionale. L'ammissione del voto plurimo apporta numerosi vantaggi a quella classe di imprenditori che non dispongono di risorse finanziarie consistenti, perché permette loro di mantenere il controllo dell'azienda, ammettendo, al contempo, la possibilità che finanziatori esterni scelgano di partecipare all'attività d'impresa attraverso l'immissione di capitale. La normativa in esame interviene in un periodo di grandi cambiamenti nell'ambito dei mercati finanziari, che vedono la diffusione di organismi istituzionali, come fondi comuni di investimento o fondi pensione, che svolgono l'attività di raccolta del capitale e di investimento in strumenti finanziari. L'utilizzo dello strumento azionario a voto multiplo, pertanto, consente di realizzare una perfetta corrispondenza tra le esigenze di controllo dell'imprenditore e gli obiettivi dei fondi di investimento, interessati solamente al rendimento monetario dell'investimento effettuato. Essi saranno, in tal modo, orientati all'acquisto di titoli partecipativi nella forma di azioni ordinarie o di azioni a voto non pieno, in grado di conferire loro la possibilità di immettere elevate quantità di capitale sociale, senza l'obbligo di prendere parte alla gestione societaria. A beneficiare di questi provvedimenti sono anche e soprattutto le imprese a conduzione familiare, particolarmente radicate nella tradizione societaria italiana. Queste realtà hanno l'esigenza di conservare il potere decisionale in mano ad un numero molto ristretto di soci, di solito coincidenti con i soggetti a cui è affidata la gestione e appartenenti al gruppo familiare. Esse, però, possono riuscire a diluire la propria partecipazione azionaria cedendo dei pacchetti azionari, senza perdere la propria posizione di influenza, creando un effetto di stabilizzazione degli assetti di controllo. Saggiocca (2014) ritiene che l'utilizzo delle azioni a voto multiplo potrebbe rappresentare la soluzione definitiva al problema di agenzia nelle società di capitali, dato che diviene possibile affidare la gestione a soggetti scelti in rappresentanza del gruppo di soci, pur restando in capo a questi ultimi la titolarità della proprietà finanziaria della società.

#### 4.4 Separazione tra proprietà e controllo

Questa sezione del capitolo si focalizza sugli strumenti di separazione tra proprietà e controllo che, in base alle evidenze empiriche raccolte dagli studiosi italiani nel corso del tempo, sono stati maggiormente utilizzati dalle imprese italiane. Essi vengono analizzati, in un primo momento, dal punto di vista teorico, al fine di comprenderne le caratteristiche e le modalità di utilizzo, e in un secondo momento da un punto di vista empirico, con l'obiettivo di analizzarne la diffusione e l'evoluzione all'interno del panorama borsistico italiano.

##### 4.4.1 Benefici privati del controllo

Un corposo filone della ricerca economica, negli ultimi anni, ha evidenziato, con riferimento a paesi appartenenti a tradizioni giuridiche diverse, una relazione significativa tra il contesto legale e istituzionale, da un lato, e lo sviluppo dei mercati dei capitali e del credito e il governo societario, dall'altro (La Porta et al., 1997). Le legislazioni appartenenti ai sistemi di origine anglosassone favoriscono lo sviluppo di mercati ampi e liquidi grazie alla capacità delle relative norme di diritto societario e finanziario di limitare l'appropriazione dei benefici privati del controllo (BPC) da parte degli azionisti di controllo a danno di quelli di minoranza. I BPC fanno riferimento alla capacità di un soggetto che controlla un'impresa di utilizzarne le risorse per perseguire obiettivi personali. Essi comprendono la facoltà di influenzare la gestione aziendale attraverso la

scelta del management o dei membri del consiglio di amministrazione, la possibilità di eseguire operazioni che si prospettano come rispondenti a interessi del gruppo, oppure l'appropriazione di compensi non monetari, quali quelli che si possono godere sul posto di lavoro (arredi degli uffici) o che sono in qualche modo monetizzabili (iscrizione a un circolo privato, disponibilità di un'automobile o di una carta di credito).

Ehrhardt & Nowak (2003), facendo riferimento alla dicotomia monetari/non monetari, suddividono i benefici in quattro tipologie:

- *Self-dealing*: comprendono i benefici pecuniari, che nascono dal trasferimento di risorse economiche dell'azienda;
- *Dilution*: sono i benefici monetari non trasferibili e non facilmente replicabili. Questi si differenziano dai precedenti perché non comprendono un diretto trasferimento di assets;
- *Amenities*: corrispondono ai benefici non monetari e non collegati alla ricchezza degli azionisti di controllo. Essi sono facilmente trasferibili e provengono dall'esercizio del potere personale o dal settore in cui la società opera.
- *Reputation*: sono i classici benefici non monetari non facilmente trasferibili, come il prestigio, la fama e sono specifici dell'azionista di controllo.

Bianchi & Bianco (2006) dividono i benefici tra "buoni" e "cattivi". I primi sono remunerativi e provengono da elementi psicologici, quali la fama, il prestigio e il senso di potere. Gli autori affermano che tali benefici non sono da condannare ma da incentivare, in quanto fungono da stimolo al soggetto possessore, che sarà incentivato a svolgere al meglio il proprio compito. Essi rappresentano, inoltre, uno strumento atto a garantire il corretto raggiungimento dell'efficienza del controllo in maniera statica. (Bebchuk, A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control, 1999) trova che la struttura proprietaria è fortemente influenzata dai benefici privati che l'azionista di maggioranza si attende di conseguire dalla partecipazione societaria. Un imprenditore, se i benefici privati del controllo sono significativi, sceglie quella struttura proprietaria che gli consente il mantenimento di un "lock" sul controllo. Questo gli consente sia di evitare tentativi di impossessarsi del comando da parte di altri investitori, attratti dai consistenti benefici, sia per consentire all'azionista di catturare larga parte del valore generato dall'eventuale trasferimento del controllo. Grossman & Hart (1988) ritengono, invece, che i BPC non sono necessariamente un fattore di inefficienza, in quanto possono essere la maniera più efficiente per la società di catturare parte del valore aggiunto. Gli autori propongono l'esempio di un dirigente aziendale che acquisisce importanti informazioni sulle opportunità di investimento in altre linee di business che la società non avrebbe voluto acquisire. Esso genera, consegnando queste informazioni all'impresa, un effetto socialmente benefico a favore di tutti gli azionisti, che apporta valore alla società.

I BPC possono essere stimati mediante due metodologie: la prima si fonda sul differenziale fra il prezzo pagato dall'acquirente per il pacchetto di controllo e il prezzo di mercato delle azioni il giorno dopo il trasferimento del controllo (*block premium*). Quest'ultimo avviene attraverso una transazione privata, in modo tale che il prezzo pagato dal nuovo proprietario non venga influenzato dalla reazione del mercato al passaggio di proprietà. Il differenziale di prezzo rappresenta il premio di controllo, che è un indicatore della somma dei benefici privati e dei potenziali incrementi di valore dell'impresa (Barclay & Holderness, 1989). La disponibilità a pagare un prezzo superiore rispetto al reale valore dei titoli, infatti, riflette sia le aspettative dell'acquirente sui guadagni di efficienza, realizzabili tramite un ricambio del management, sia la sua capacità di estrarre benefici privati. La seconda misura dei BPC è rappresentata dal differenziale di prezzo fra azioni con e senza diritto di voto (*voting premium*). La tipologia di azione più utilizzata per valutare tale differenza è l'azione di risparmio, a cui le imprese italiane hanno fatto grande ricorso in seguito alla sua introduzione.

Il voting premium emerge se esiste la possibilità che le azioni con diritto di voto possedute dai soci di minoranza (ossia il flottante rappresentato da azioni ordinarie) diventino rilevanti nella formazione di una nuova coalizione di comando. Il loro prezzo, in questa circostanza, incorpora il valore stesso del controllo,

associato al diritto di voto. Il differenziale fra il prezzo di borsa delle azioni ordinarie e quello delle azioni di risparmio, nel caso di una società controllata di diritto e in relazione alla quale non vi sono aspettative di mutamento della struttura proprietaria, è pari a zero, poiché la probabilità che il voto dell'azionista marginale possa contribuire a ridefinire l'assetto di comando della società è nulla; viceversa, quando la proprietà è dispersa, la probabilità di una scalata è maggiore di zero e il voto marginale può avere un certo valore. Il voting premium esprime dunque il valore dei benefici privati, scontato per la probabilità che abbia luogo un ricambio del controllo, probabilità che a sua volta dipende dal grado di concentrazione dell'assetto proprietario dell'impresa. Ciò implica che il differenziale di prezzo tra titoli con e senza diritto di voto non sempre riflette i benefici privati del controllo e non sempre consente di inferire la qualità della legislazione sul governo societario, poiché, nel caso di un'azienda con struttura concentrata, il valore del voting premium è zero.

Linciano (2002) ritiene che lo scostamento di prezzo tra azioni con diritti di voto e patrimoniali differenziati è legato alla contendibilità dell'impresa e al valore dei benefici del controllo. Il voting premium è positivo in quanto la presenza di distinte categorie di titoli permette, in occasione di una scalata, di spuntare un prezzo di offerta più elevato, che incorpora parte del surplus del potenziale acquirente. Il premio del controllo, pertanto, è tanto maggiore quanto più alta è la probabilità di una scalata e quanto minore è la concentrazione proprietaria. Un motivo che in parte spiega il differenziale di prezzo è rappresentato dal fatto che le azioni prive del diritto di voto sono sottovalutate, a causa della corretta anticipazione da parte del mercato delle redistribuzioni di ricchezza attuate a sfavore dei saving shareholders. Tale tesi trae origine dal fatto che nel caso italiano lo sconto delle azioni secondarie appare eccessivo, considerata l'assenza di public companies e il conseguente modesto ruolo dei piccoli investitori nella determinazione degli assetti di controllo. La presenza di una struttura proprietaria stabile, infatti, implica che solo le azioni ordinarie appartenenti al pacchetto di controllo incorporano il valore complessivo dei benefici privati, mentre, a parità di diritti patrimoniali, la valutazione di mercato delle varie categorie di titoli non dovrebbe mostrare alcun divario.

I metodi di misura dei BPC, tuttavia, tendono a sottostimare il valore del controllo, soprattutto in quei paesi dove c'è una maggioranza di benefici privati non pecuniari. Le stime, infatti, possono essere deviate da diversi fattori, come la presenza di pagamenti sistematici in eccesso, oppure ritardi nell'incorporazione delle informazioni. Barclay e Holderness (1989) stimarono che il valore dei benefici privati del controllo negli USA corrispondeva al 4% del valore delle azioni, mentre Dyck & Zingales (2004), in Italia, segnalano un premio di controllo medio del 37%, il più grande tra i paesi industrializzati. La tabella 17 confronta il block premium e il voting premium in Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Stati Uniti. Essa mostra che l'Italia è il paese con il block premium più alto (37%), mentre gli altri paesi presentano valori bassi. Il voting premium è invece più elevato in Italia e Francia, moderato in Germania e Regno Unito, mentre è basso negli Stati Uniti. I risultati suggeriscono che il valore del controllo è più grande in Europa continentale piuttosto che nel Regno Unito e negli Stati Uniti.

Tabella 17: Benefici privati del controllo misurati attraverso il block premium e il voting premium (2005). Confronto tra Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Stati Uniti

	<i>Block premium</i>	<i>Voting premium</i>
France	2%	28%
Germany	10%	10%
Italy	37%	29%
United Kingdom	2%	10%
United States	2%	2%

Fonte: Enriques L. e Volpin P. (2007). *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*. *Journal of Economic Perspectives*, 21 (1).

Lo stesso Zingales L. (1995) rileva che, nel periodo 1984-1992, il differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e azioni di risparmio osservato sul mercato finanziario italiano ammontava mediamente all'80%, contro il 10% degli Stati Uniti e il 13% del Regno Unito. Linciano (2002) analizza il voting premium con riferimento all'universo di imprese italiane quotate in borsa che hanno emesso azioni di risparmio nel periodo 1989-2000. L'autore registra una diminuzione del differenziale di prezzo, che passa dal 32% al 21%. Le modifiche legislative, introdotte nel 1998, alla disciplina delle società quotate hanno contribuito a ridurre i benefici privati del controllo e dunque ad aumentare il grado di protezione degli azionisti di minoranza. L'entrata in vigore del Tuf ha ridotto la quota del voting premium sulla capitalizzazione di borsa delle società da 5,42 a 6,46 punti percentuali. L'introduzione dell'OPA obbligatoria nel 1992, invece, ha avuto un effetto opposto sulla differenza di valore tra azioni ordinarie e di risparmio, che è cresciuta del 3% nel periodo successivo all'entrata in vigore della legge.

#### 4.4.2 Strumenti di separazione tra proprietà e controllo

Gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo determinano un disallineamento tra i diritti di voto e i diritti ai flussi di cassa, permettendo all'azionista di maggioranza di controllare la società con un numero di titoli inferiore rispetto a quelli che sarebbero necessari per acquisire il controllo di diritto. Essi rendono alcuni soggetti detentori del potere decisionale, mentre la restante moltitudine di investitori diviene portatrice di un titolo di voto formale o quantomeno non in grado di incidere sulle decisioni del governo societario. La struttura dei diritti di voto dual class rappresenta uno strumento che consente di separare proprietà e controllo, in quanto permette di ottenere il controllo con una quota di proprietà non proporzionale a quella di controllo. Essa comprende gli istituti giuridici rappresentati dalle azioni a voto plurimo e dalle azioni senza diritto di voto, che consentono di creare categorie particolari di azioni. Un'altra classe di strumenti adottata dai privati in alternativa ai metodi previsti dall'ordinamento comprende le strutture di gruppo piramidali, le partecipazioni incrociate e i patti parasociali. I meccanismi di lock-in, invece, sortiscono l'effetto contrario rispetto ai control enhancing mechanisms, in quanto il loro obiettivo è salvaguardare la stabilità del controllo societario, precludendo a qualsiasi soggetto la possibilità di acquistare un numero di azioni tale da conferirgli un potere decisionale assoluto. Il principio alla base di questa concezione è quello secondo il quale l'efficienza della gestione societaria è rintracciata in un assetto governativo caratterizzato dalla presenza di una pluralità di soggetti, che possano garantire la stabilità degli indirizzi di gestione e la realizzazione dell'interesse collettivo. Claessens et al. (2002) analizzarono il modo in cui i meccanismi di distorsione impattavano sulla struttura proprietaria di una società. Gli autori rilevarono una correlazione negativa tra il valore di un'impresa e queste strutture, che viene intesa come evidenza dell'effetto *entrenchment*, che fa riferimento all'insieme di diverse tipologie di azioni possedute dai manager, che utilizzano per massimizzare il proprio valore personale. Una correlazione positiva tra la concentrazione dei diritti di voto e il valore dell'impresa veniva

invece interpretata come risultato del fatto che la concentrazione della proprietà forniva maggiori incentivi manageriali.

#### 4.4.2.1 *Dual class shares*

La struttura dual class è una struttura dei diritti di voto che permette agli investitori di ottenere una posizione dominante in una società, attraverso un investimento in una quota non proporzionale di capitale. Uno scalatore, ad esempio, per ottenere il controllo di un'impresa il cui 50% del capitale sociale è costituito da azioni senza diritto di voto, dovrà solo acquisire il 25% + 1 dei titoli con diritto di voto. Questa asimmetria tra flussi di cassa e diritti di voto ha un effetto negativo sull'azienda quando i controllanti non hanno i corretti incentivi per utilizzare le risorse aziendali al fine di massimizzare i benefici pubblici del controllo. Le azioni prive del diritto di voto fanno parte dei CEM, dato che permettono agli azionisti di ottenere la stabilizzazione del controllo societario attraverso la realizzazione di un effetto leva sui diritti di voto esercitabili in assemblea. L'immissione di capitale di rischio nella società tramite la sottoscrizione di tale categoria di titoli, infatti, comporta un incremento relativo del potere sociale in mano ai soggetti che sono abilitati all'esercizio del voto in assemblea e favorisce la formazione di gruppi di controllo minoritari. Le azioni di risparmio permettono, inoltre, ai soci detentori della quota di controllo, di ammettere i titoli societari alla negoziazione in un mercato regolamentato, senza perdere il loro potere decisionale a scapito di nuovi soggetti. Esse vengono utilizzate per realizzare aumenti di capitale, qualora si rendesse necessaria l'immissione di nuove risorse finanziarie all'interno della società e si volesse, al contempo, scongiurare il pericolo di scalate societarie da parte di nuovi soci.

Un'altra categoria azionaria che produce gli stessi effetti di quella appena illustrata è rappresentata dalle azioni a voto limitato a particolari argomenti. Queste ultime appartengono all'insieme dei CEM, ma con una particolarità, dovuta al fatto che possono essere utilizzate anche per ottenere il risultato opposto. L'esistenza di azioni a voto limitato, nel caso di un'offerta pubblica d'acquisto ostile, infatti, può produrre l'effetto di aumentare la quantità di strumenti partecipativi da acquistare per conquistare il controllo, e dunque quello di innalzare i costi finanziari di un'eventuale scalata societaria (Leone, 2015). Le azioni di fedeltà a voto maggiorato, che il legislatore ha strutturato sulla base del modello delle loyalty shares francesi, rappresentano un altro mezzo che consente di separare proprietà e controllo. L'obiettivo di questa classe di azioni è traslare l'interesse finanziario dell'azionista dal breve al lungo periodo, con un conseguente incremento del grado di coinvolgimento del soggetto titolare nell'aspetto gestionale e amministrativo dell'attività societaria. Le cause che potrebbero portare a detenere un titolo partecipativo per lungo tempo e che non coincidono con un atteggiamento di interesse del soggetto nei confronti della società, tuttavia, sono diverse, tra le quali l'attitudine dell'investitore a detenere strumenti finanziari per periodi mediamente prolungati, specifiche strategie di investimento o decisioni finanziarie influenzate da eventi esterni. Ciò implica che, nella maggior parte dei casi, il socio destinato a mantenere il possesso azionario per lungo tempo è rappresentato da colui che può ottenere benefici privati dalla partecipazione al governo della società, identificato con l'azionista di controllo o con il gruppo di azionisti che detiene congiuntamente la partecipazione maggioritaria. Le loyalty shares, pertanto, hanno tutte le carte in regola per essere considerate una particolare manifestazione degli strumenti di rafforzamento del controllo, alla luce delle loro capacità di abbassare la soglia di capitale sociale necessaria per l'acquisizione del controllo di fatto, rendendo il governo della società meno contendibile.

La letteratura ha cercato di individuare quella struttura dei diritti di voto che consentisse di massimizzare i benefici pubblici del controllo. Gli studi, nel complesso, non fanno emergere evidenze assolute che rendono il sistema 1S-1V preferibile a quello duale o viceversa. Gli autori, nei loro studi, hanno individuato lati positivi e negativi in tutte e due queste strutture. Grossman e Hart (1988) ritengono che la facoltà di impiegare azioni a voto plurimo, pone l'impresa nelle condizioni di poter reperire risorse finanziarie con un maggior grado di facilità, spingendola ad ammettere i propri titoli alla negoziazione in un mercato regolamentato. Il meccanismo della quotazione in borsa, tuttavia, presenta delle criticità: nell'eventualità che una società con

struttura dual-class decida di rivolgersi al mercato attraverso un'IPO, il prezzo di collocamento delle azioni sarebbe inferiore rispetto alla situazione in cui fossero presenti solo azioni ordinarie o, ancora, fossero immesse sul mercato anche le azioni a voto plurimo. Questo effetto risulterebbe come conseguenza dell'attuazione, da parte degli operatori di mercato, di un meccanismo di sconto nei confronti dei titoli in questione, che tiene conto della totalità dei rischi associati ad una siffatta struttura azionaria, a prescindere dal fatto che si tratti di azioni ordinarie di nuova emissione o di titoli già esistenti. Gli investitori danno peso, nelle loro scelte, alla riduzione del livello di contendibilità della proprietà azionaria prodotto dalle azioni a voto plurimo. Il prezzo delle azioni riflette la percezione di maggior rischiosità, connessa all'exasperazione dei problemi di agenzia concernenti il rapporto tra soci di maggioranza e di minoranza. I soci detentori della quota di controllo sono chiamati, pertanto, a sopportare la totalità dei costi associati all'implementazione di una struttura duale, in quanto il minor grado di desiderabilità dello strumento azionario aumenta le difficoltà per l'impresa di reperire il capitale necessario allo svolgimento della sua attività (Leone, 2015). La scelta di procedere alla quotazione si presenta, di conseguenza, come il risultato di un processo decisionale che tiene conto dei vantaggi e svantaggi derivanti da tale decisione. I soci maggioritari procederanno ad implementare una struttura partecipativa in grado di massimizzare il valore societario, nel rispetto del vincolo rappresentato dalla necessità di mantenere saldo nelle proprie mani il controllo dell'attività, temperando i benefici apportati dall'impiego delle azioni a voto plurimo con gli svantaggi economici legati al minor prezzo dei titoli. Gli amministratori di un'impresa, in assenza delle azioni a voto plurimo, potrebbero orientare le proprie decisioni di finanziamento verso soluzioni non ottimali, con l'effetto di provocare un aumento dei costi finanziari e un decremento nel rendimento economico dell'attività d'impresa. Le scelte societarie potrebbero anche condurre all'implementazione di assetti partecipativi meno trasparenti, come accade con le strutture piramidali e con le partecipazioni incrociate, che producono decrementi ancora più marcati del benessere economico e sociale della società.

L'impiego di azioni a voto plurimo, tuttavia, comporta anche degli effetti benefici, in termini di gestione orientata alla massimizzazione del valore societario. Un'opinione condivisa in letteratura attribuisce a questo strumento il merito di riuscire a limitare gli ostacoli allo svolgimento dell'attività d'impresa, provenienti dall'operato di più soggetti (Bebchuk, 1999). L'effetto leva sui diritti di voto provocato dalle azioni a voto plurimo riduce l'effetto dell'azione di disturbo esercitata dagli azionisti minoritari e aumenta le probabilità che validi progetti imprenditoriali trovino la via del successo. L'impiego di questa tipologia di titoli, inoltre, risulta molto vantaggioso anche nei progetti di venture capitalism, in cui si assiste al finanziamento di idee imprenditoriali ad alto potenziale di sviluppo in settori caratterizzati da forte rischio. La separazione della proprietà dal controllo consente di risolvere i problemi di interferenza del venture capitalist nell'attività d'impresa, il cui scopo consiste nel conseguimento di un mero rendimento economico. L'impiego di azioni a voto plurimo permette di configurare una struttura partecipativa adatta a tal fine e in grado di perseguire gli obiettivi per cui l'impresa è stata costituita, in virtù della maggiore facilità con cui è possibile attrarre risorse finanziarie, conservando al contempo il potere decisionale in mano ai soggetti che presentano maggiori competenze in ambito gestionale.

Harris & Raviv (1988) affermano che la singola classe di voto sia la struttura migliore, poiché permette di raggiungere l'ottimalità, che si divide in quella sociale ed economica. Essi concepiscono la prima come la condizione in cui prevale il management in possesso di spiccate capacità di gestione, mentre la seconda come la massimizzazione del valore di mercato della società. I due autori dimostrano che il modello one share-one vote, partendo dal presupposto che nella contesa del controllo anche il piccolo azionista può risultare pivotale, è in grado di garantire l'ottimalità sociale, ma non quella economica. Il conseguimento di quest'ultima è invece garantito dalla struttura dual class. Bebchuk & Zingales (1996) ritengono che la struttura duale possa risultare ottimale anche per gli azionisti di minoranza, nei casi dove compaiano dei benefici privati di particolare consistenza. Gli azionisti di controllo, infatti, sono in grado di catturare quest'ultimi, cedendo sul mercato unicamente i diritti patrimoniali. Questo comportamento, tuttavia, genera

delle problematiche, in quanto i large shareholders, guidati dal desiderio di massimizzare il loro tornaconto, sono portati a scegliere una conformazione diversa da quella scelta in fase di IPO e che gli permetta di raggiungere tale scopo. Khachaturyan (1987) assume una posizione a favore della struttura a doppia classe di voto, in quanto consente di raggiungere l'ottimalità economica, che è predominante rispetto a quella sociale. Il modello a classe unica non implica la difesa del principio di proporzionalità tra diritto di voto e diritti patrimoniali, dato che gli azionisti potrebbero ricorrere a metodi surrogati, come le piramidi societarie e strumenti derivati, per separare la proprietà dal controllo. La struttura dual class, secondo l'autore, è l'unica in grado di influenzare il free riding e di favorire i trasferimenti volti ad aumentare il valore dell'impresa.

Recentemente si è sviluppato un nuovo filone di letteratura accademica, che nasce in risposta ad un fenomeno che ha avuto una crescente diffusione. Le società che precedentemente avevano deciso di usufruire della struttura dual class, cominciano a tornare ad un sistema ad una singola classe di voto. Tale cambiamento è chiamato "unificazione", dato che queste imprese decidono di unificare le proprie classi di voto. La predizione che sta alla base di questo fenomeno è che esiste una forma di vantaggio dal ritorno alla struttura a classe unica, derivante da un aumento del valore di mercato. L'unificazione, infatti, può essere vista come un potenziale impegno per ridurre la deviazione dei profitti e per aumentare la liquidità, come conseguenza di una corporate governance migliorata. Essa migliora, inoltre, il riconoscimento da parte degli investitori, visto che le azioni diventano disponibili ad una quantità maggiore di potenziali acquirenti. Pajuste (2005) studia questo fenomeno, utilizzando i dati provenienti da sette paesi europei (Danimarca, Finlandia, Germania, Italia, Norvegia e Svizzera) dove le strutture dual class sono ampiamente utilizzate. Il campione analizzato mostra che, su un totale di 493 società pubbliche studiate, 108 di esse hanno unificato le loro classi di voto nel periodo compreso tra il 1996 e il 2002. Quanto emerge dallo studio è che l'unificazione è veicolata dall'obiettivo di aumentare non solo il valore di mercato, ma anche di ridurre il nuovo costo del capitale. I dati mostrano che le società che unificano le loro azioni sono più attive nell'emissione di quote, fanno più acquisizioni, ed hanno maggiori opportunità di crescita. Il rapporto market-to-book medio, inoltre, è costantemente inferiore nelle società a struttura dual class e aumenta per quelle società che effettuano il passaggio al sistema one share-one vote. Le società che unificano le loro classi di azioni hanno una minore separazione tra diritti di voto e diritti di cassa ed una maggiore presenza di finanziatori istituzionali. Le unificazioni sono anche un metodo per prevenire le scalate ostili da parte di un raider con alti livelli di benefici privati. Lo studio supporta la tesi che le strutture dual class siano temporanee, da mantenere fino ad un punto in cui la società si trovi ad avere bisogno di nuovo capitale per nuove espansioni e per crescere. L'autore compara le opportunità di crescita ex-ante delle società e rileva che esiste una differenza nel modo in cui i due gruppi finanziano la crescita. Le aziende che unificano le classi di voto sono più dipendenti dal capitale azionario e trovano ottimale aumentare il valore delle azioni. Le imprese che rimangono con la struttura dual class, invece, finanziano la crescita con utili non distribuiti o con debito e non si preoccupano di un'eventuale diminuzione del prezzo delle proprie azioni.

#### *4.4.2.2 Piramidi societarie*

Le piramidi societarie o gruppi piramidali sono le strutture più utilizzate per separare la proprietà dal controllo. Esse sono dei gruppi societari caratterizzati dal fatto che l'impresa al vertice detiene il controllo di tutte le società che fanno parte della piramide. Queste ultime vengono governate tramite il meccanismo del controllo a cascata, con il quale l'impresa capogruppo, attraverso il possesso della partecipazione di controllo nelle società che fanno parte della catena, è in grado di governarle indirettamente con un investimento ridotto. Tale effetto, definito leva azionaria, consente agli azionisti di comando della capogruppo di attrarre risorse finanziarie in misura amplificata rispetto a quanto essi stessi siano in grado di apportare, senza che ciò pregiudichi la capacità del gruppo di comando di determinare le decisioni di governo economico dell'intero aggregato aziendale. Le holding capogruppo possono essere classificate in base al tipo di attività che svolgono e in base alla relazione esistente con le aziende che fanno parte del gruppo. Le tipologie più utilizzate sono le holding finanziarie, che non svolgono alcuna attività di produzione o scambio di beni o

servizi e il cui unico compito è il controllo e la coordinazione delle attività svolte dalle società subordinate, e quelle di famiglia, che in Italia assumono prevalentemente la forma giuridica di una società a responsabilità limitata. Uno dei vantaggi principali di questo sistema è l'indipendenza giuridica mantenuta da ogni soggetto facente parte del gruppo societario. Ciò riduce al minimo il rischio di impresa, visto che ogni singola società controllata risponde con il proprio capitale di eventuali dissesti, senza coinvolgere direttamente la holding capogruppo. Questo meccanismo di separazione può essere rafforzato mediante l'emissione di azioni a voto multiplo, che creano un'ulteriore diluzione del capitale necessario a esercitare il controllo diretto e indiretto. La tabella 18 riporta l'esempio di un gruppo, al vertice del quale si trova l'impresa A, il cui capitale sociale è costituito da cento azioni. Per l'azionista di maggioranza sarà sufficiente detenere 34 azioni a voto doppio per mantenere il dominio sull'azienda. La società A, investendo il suo capitale (100) nella società B, potrà esercitare il controllo in quest'ultima, senza la necessità di ulteriori emissioni di azioni a voto doppio. L'azionista di riferimento della capogruppo, in tal modo, si assicura il controllo mediante un investimento indiretto del 17% nell'impresa B. La presenza della struttura dual class nella sola capogruppo, pertanto, è sufficiente per governare indirettamente tutta la catena societaria e le consente di esercitare il controllo nell'ultima società della catena con il solo 4,29% del capitale sociale.

*Tabella 18: Numero di azioni necessarie per mantenere il controllo su un insieme di imprese, mediante l'uso congiunto di una piramide societaria e di una struttura Dual Class*

Società	Capitale (numero azioni)	Azioni di controllo	Azioni di minoranza	% controllo
A	100	34	66	34%
B	199	100	99	17%
C	397	199	198	8,56%
D	793	397	396	4,29%

*Fonte: Elaborazione personale*

Il frequente uso delle piramidi è spiegato dalla possibilità, anche per investitori senza ingenti capitali, di controllare aziende di grandi dimensioni e di beneficiare delle elevate risorse finanziarie generate sotto forma di dividendi. Molte piramidi, infatti, vengono costituite allo scopo di ottenere benefici privati derivanti dal controllo di grossi gruppi che si trovano in situazioni di monopolio, generando in tal modo rendite monopolistiche. Le aziende alla base della piramide sono soggette ad un payout molto elevato, poiché le risorse devono risalire fino al vertice della catena di comando, per finire nelle tasche degli azionisti che dominano la catena. La creazione di una holding può anche essere dovuta ad esigenze di diversa natura. L'impresa capogruppo quando deve gestire diverse società, si ritrova a ricevere richieste finanziarie molto differenti, sia in termini di quantità che di tempistiche. Questa difficoltà viene risolta attraverso la costituzione di una holding, che funge da tesoriere con un contratto di cash pooling, tramite il quale tutti i flussi in entrata e in uscita vengono accentrati presso la controllante. Tale soluzione riduce i costi bancari, evita di dover accedere al credito bancario e permette una migliore gestione del capitale. Una holding rappresenta anche uno strumento che consente di far crescere e diversificare il business delle aziende del gruppo. Un imprenditore attento all'evolversi dei mercati e alla ricerca di nuovi settori di investimento, attraverso questo tipo di impresa, può ampliare le proprie attività in comparti affini o complementari.

La moltiplicazione della "capacità di controllo" diventa maggiormente efficace se più società del gruppo sono quotate e se queste utilizzano l'indebitamento per fondare nuove imprese controllate dalla precedente. I gruppi piramidali possono assumere forme diverse, in ragione della natura giuridica della controllante e delle relazioni intercorrenti tra le singole aziende partecipanti all'aggregazione economica. Essi vengono distinti in gruppi privati, il cui dominio viene esercitato da un soggetto privato, persona fisica o persona giuridica, e gruppi pubblici, il cui controllo viene invece esercitato dallo Stato o da un ente pubblico. La letteratura ha

cercato di individuare le cause che possono portare alla formazione di un gruppo piramidale, suddividendole in due fattispecie: una legata al mercato e l'altra legata alle performance aziendali. Il filone di pensiero che vede nella formazione di queste strutture una motivazione legata al mercato, crede che ciò sia dovuto alle inefficienze che lo stesso mercato manifesta, soprattutto nel finanziamento alle imprese, dato che i business group sostituiscono il mercato dei capitali e funzionano proprio come metodo di finanziamento. Le capogruppo riescono a sostituirsi al mercato compensando la mancanza di finanziamenti esterni attraverso delle forme di finanziamento provenienti dall'interno. Esse sono anche in grado di agevolare il reperimento di risorse esterne e svolgono, pertanto, sia una funzione di intermediazione sia una di sostituzione, che sono state riconosciute anche dalla letteratura. Bianco & Nicodano (2006), analizzando la struttura delle catene piramidali e i metodi di finanziamento al loro interno, trovano che il rapporto di leverage è maggiore nelle società controllanti rispetto a quelle controllate. Gli studiosi ritengono che ciò sia dovuto al fatto che le holding hanno la propensione ad accentrare su sé stesse l'approvvigionamento proveniente dai vari livelli. Almeida & Wolfenzon (2006) rilevano che le piramidi societarie sono molto più diffuse della struttura dual class nel panorama mondiale e ritengono che ciò non sia causato da restrizioni all'uso di strutture dual class. Gli autori credono che ci siano altre motivazioni, al di là della mera separazione tra diritti di cassa e di diritti di voto, dietro la creazione dei gruppi societari. Essi propongono una vera e propria teoria delle piramidi, affermando che tali strutture si formano perché ingrandiscono il livello di benessere personale attraverso il controllo sulle società. Il livello di protezione degli investitori gioca un ruolo cruciale nella scelta del gruppo piramidale, in quanto una povera protezione porta ad un'alta deviazione dei flussi di cassa, che rendono la struttura piramidale più attraente. Questa deviazione, infatti, fa accrescere i benefici privati del controllo, anche se a costo di una riduzione dei benefits di sicurezza. Gli investitori esterni, essendo consapevoli di questo comportamento, scontano i termini a cui sono disposti a fornire finanziamenti, rendendo ottimale per gli azionisti di controllo utilizzare fondi interni alle imprese controllate, prima di aumentare qualsiasi finanziamento esterno.

Altri autori, come detto in precedenza, hanno invece concentrato l'attenzione sulle possibili relazioni tra i gruppi e le performance aziendali. Claessens et al. (2002) dimostrano che le società che fanno parte di strutture piramidali hanno valori della Q di Tobin più bassi. Una buona parte della letteratura afferma invece che gli effetti delle strutture piramidali sono positive per le performance aziendali. Khanna & Rivkin (2001) hanno trovato un maggiore ROA nella maggior parte delle società oggetto del loro studio. Gli autori credono che questo tipo di strutture potrebbero rappresentare un vantaggio nelle economie con mercati ed istituzioni poco funzionali. I finanziamenti esterni, nelle economie dove l'asimmetria informativa è notevole ed i segnali istituzionali di fiducia sono inadeguati e privi di effetto, sono costosi e limitati. Le strutture piramidali possono, in questo caso, favorire il monitoring e superare le limitazioni di liquidità, garantendo alle società del gruppo le risorse adeguate. Questi studi mettono in luce che le performance aziendali possono essere collegate positivamente con la presenza di gruppi piramidali, ciononostante bisogna tenere in considerazione gli aspetti negativi associati a questo tipo di strutture. I gruppi piramidali consentono all'azionista di maggioranza di assicurarsi il controllo senza un commisurato diritto di cassa e, di conseguenza, gli permettono di proteggersi dalla possibile perdita di potere. Il disallineamento tra quota di proprietà e quota di controllo, una volta che il dominio è assicurato, genera dei problemi di agenzia, come la scelta di investimenti subottimali. In secondo luogo, nelle piramidi societarie controllate dalle famiglie, le posizioni nel top management vengono assegnate non al più capace, secondo dei principi meritocratici, ma ad un membro della famiglia.

Riyanto & Toolsema (2008) inseriscono nella trattazione delle strutture piramidali i temi del tunneling e del propping. I due accademici affermano che laddove siano presenti tali gruppi si verificano spesso anche questi due fenomeni. Il tunneling avviene attraverso il trasferimento di risorse dalla base al vertice e può avvenire secondo diverse metodologie: tramite prezzi di trasferimento, la fornitura di capitale a prezzi artificiali oppure mediante pagamenti inflazionati per beni intangibili come patenti, brand e assicurazioni. Questo

procedimento, talvolta, è reso necessario per salvare alcune società appartenenti al gruppo che versano in difficoltà finanziarie e che sarebbero destinate al fallimento senza il supporto del gruppo. Tale flusso di risorse dalla controllante verso le controllate, al fine di salvare le imprese del gruppo dalla bancarotta, prende il nome di propping. La capogruppo non può permettersi di non intervenire in favore di una controllata, a causa della perdita di reputazione e dei danni economici che deriverebbero da un eventuale default.

#### 4.4.2.3 Patti parasociali

I patti parasociali sono dei contratti, stipulati tra due o più soci di una società di persone o di capitale, tramite i quali si disciplina il modo in cui gli aderenti gestiranno i loro rapporti interni, quelli con gli amministratori della società e con i terzi. Questi accordi, in quanto contratti di diritto privato, sono vincolanti solo per i soci che li firmano, a differenza delle clausole statutarie che invece hanno valenza per tutti i soggetti che faranno parte dell'impresa. Tale strumento di separazione comporta il vantaggio per i soci che li stipulano di poterli non rendere noti, sia per quanto riguarda la loro esistenza sia per quanto riguarda il loro contenuto, ad altri soggetti esterni ai patti. Il limite di questo tipo di accordi è dovuto al fatto che siccome essi vincolano solo i soci contraenti, la loro violazione da parte di un socio rende quest'ultimo passibile soltanto dell'applicazione di rimedi contrattuali (applicazione di penali, risoluzione per inadempimento, richiesta di risarcimento del danno) ad opera degli altri soci, senza che la società possa sanzionare in alcun modo tale violazione. Le tipologie di accordi che consentono agli azionisti partecipanti di acquisire il controllo della società con quote piccole ma rilevanti sono:

- **Sindacati di voto:** è l'accordo che si attua mediante l'esercizio del diritto di voto in assemblea secondo quanto stabilito dalla maggioranza dei soci che aderiscono al patto o mediante il rilascio di una delega ad un rappresentante comune (c.d. direttore del sindacato) che esprimerà il voto secondo le istruzioni impartite dagli stessi soci pattisti. L'obiettivo primario di tale tipologia di patto, dato che i soci si accordano in maniera preventiva su come votare nell'assemblea, è dotare di stabilità il governo della società.
- **Sindacati di blocco:** è il patto che impone limiti e vincoli al libero trasferimento delle quote azionarie. Lo scopo principale di questo sindacato è dotare di stabilità l'assetto proprietario, impedendo che alcuni azionisti possano uscire dalla società o che estranei vi possano entrare in qualità di soci. Questa categoria di accordi comprende al suo interno:
  - **Patto di non alienazione:** si tratta di un accordo che sancisce il divieto di alienare la partecipazione per un tempo determinato.
  - **Patto di prelazione e patto di gradimento:** con il patto di prelazione si stabilisce che, in caso di vendita della partecipazione sociale, ciascun socio è obbligato ad offrirla agli altri, prima di alienarla a terzi, alle medesime condizioni contrattuali. Il patto di gradimento, invece, stabilisce che ciascun socio è obbligato a chiedere ed ottenere il gradimento, da parte del soggetto investito di tale potere, per la cessione della propria partecipazione a terzi.
  - **Patto tag-along:** tale accordo è finalizzato alla tutela del socio di minoranza, al quale viene attribuito il diritto di vendere le azioni insieme al socio di maggioranza, qualora quest'ultimo decida di cedere le proprie, approfittando delle medesime condizioni contrattuali concordate con il terzo acquirente. Lo scopo di questa clausola è impedire che il socio di minoranza rimanga intrappolato nella società dalla quale il socio di riferimento decide di uscire, garantendosi un prezzo di vendita più vantaggioso di quello che potrebbe spuntare in caso di contrattazione diretta ed individuale con il terzo acquirente.
  - **Patto drag-along:** questo accordo è finalizzato alla tutela del socio di maggioranza che, qualora decida di cedere le proprie azioni, ha il diritto di vendere anche la partecipazione posseduta dal socio di minoranza alle medesime condizioni contrattuali a lui riservate. L'utilità di questa clausola emerge, soprattutto, quando è formulata una proposta di acquisto

della totalità delle partecipazioni societarie e vi è il rischio che il socio di minoranza metta in atto comportamenti ostruzionistici.

- Sindacati di acquisto: gli aderenti al patto si accordano per l'acquisto di un pacchetto di azioni.

I patti parasociali possono essere stipulati a tempo determinato, con una durata massima di tre anni nelle società quotate e di cinque nelle altre S.p.a., o senza limiti di tempo, ma in tal caso ciascun aderente può recedere in qualsiasi momento, con un preavviso di 180 giorni (articolo 2341-bis c.c.). Gli accordi più rilevanti ai fini del controllo sono i sindacati di voto, dato che gli azionisti si assumono l'impegno a votare congiuntamente per un determinato periodo di tempo. Questi contratti, inoltre, sono volti a regolamentare le modalità con le quali gli aderenti devono esercitare il diritto di voto, relativamente a diverse materie, come l'approvazione del bilancio, le delibere su modifiche statuarie e la nomina delle cariche sociali. La forma meno vincolante è quella del comitato di consultazione, il quale, anche se prevede l'obbligo della preventiva consultazione, lascia agli azionisti piena libertà nell'esercizio del voto. I sindacati di blocco, invece, sono molto efficaci se usati ai livelli più alti di una struttura piramidale, dato che permettono agli azionisti di comando della capogruppo di esercitare un'influenza dominante nelle assemblee delle società facenti parte del gruppo (Leone, 2015).

Gli studiosi hanno provato ad individuare le motivazioni che portano alla formazione di questi accordi, cercando di indagare ex-ante il motivo per cui i sindacati possano risultare convenienti per chi li stipula e le conseguenze per la compagine sociale. Una parte della letteratura ritiene che i patti parasociali abbiano delle conseguenze positive, mentre altri teorici affermano che gli accordi abbiano delle ripercussioni negative. Bennedsen & Wolfenzon (2000), studiando le coalizioni di controllo all'interno delle closely held corporation, dimostrano come i patti parasociali siano funzionali ed efficienti alla gestione del controllo. Un accordo che mette insieme i diritti patrimoniali di più azionisti permette da una parte di suddividere tra i membri le conseguenze delle decisioni prese, dall'altra rende più efficaci le azioni intraprese, rispetto al caso in cui fossero attuate da un singolo shareholder. Il modello mostra che per il proprietario dell'impresa potrebbe essere conveniente diluire il suo potere, distribuendo i voti tra un numero piuttosto grande di soci. Questa dissoluzione del potere impegna l'imprenditore a formare una coalizione per riottenere il controllo, che porta alla creazione di un corpo di dominio che possiede più cash flow. I risultati di Bennedsen & Wolfenzon (2000) sono guidati da due effetti opposti, che vengono chiamati "allineamento" ed "effetto della formazione della coalizione". Il primo è l'effetto positivo che esiste tra i flussi di cassa posseduti dal gruppo di controllo ed il valore totale della società, in base al quale più è alto il flusso di cassa posseduto dalla coalizione di controllo, più questo interiorizza i costi delle sue azioni. Il secondo nasce dal comportamento di equilibrio dell'azionista nel momento in cui si forma il sindacato. Quest'ultimo, una volta che i voti e i flussi di cassa sono distribuiti, ha sufficiente potere di voto per controllare la società. Il socio che, al di fuori della coalizione, possiede la più piccola porzione di flussi di cassa è avvantaggiato, perché può espropriare benefici dal gruppo maggiore di azionisti. Ciò implica che l'effetto della formazione della coalizione minimizza i diritti dei flussi di cassa della coalizione vincente. Gli autori fanno l'esempio di un proprietario che deve decidere o di conservare il controllo della propria azienda o di diluirne la proprietà. Se l'imprenditore ha abbastanza ricchezza per finanziare l'impresa e conservare una larga porzione di flussi di cassa, ad esempio l'80%, allora risulta ottimale conservare il controllo assoluto, ma se il suo capitale iniziale gli permette di conservarne una frazione minore, per esempio del 55%, diluire la proprietà diventa più conveniente. Gli studiosi affermano inoltre che non in tutte le strutture in cui il controllo è disperso si genera lo stesso valore per la società, poiché più i flussi di cassa sono diluiti tra gli azionisti, più sarà facile trovare una coalizione con sufficiente potere di voto.

Baglioni (2008), analizzando il mercato italiano, si focalizza sull'effetto generato dai patti parasociali sul potere di votazione e dimostra che c'è un indebolimento di proporzionalità tra diritto e potere di voto. Questa

relazione viene misurata tramite il valore di Shapley<sup>10</sup>, che è calcolato assegnando una ricompensa ad ogni giocatore che fa parte di una coalizione. Tale contributo avrà valore diverso a seconda del contributo marginale che il giocatore apporta all'accordo stesso e varierà anche a seconda dell'ordine secondo cui i giocatori decidono di partecipare. La modifica del potere di voto favorisce il primo azionista quando la proprietà non è concentrata, mentre per alti livelli di concentrazione questa operazione favorisce gli altri investitori rilevanti. Lo studioso afferma che quando il primo azionista possiede una quota relativamente piccola di equity (10%), potrebbe sfruttare un accordo con altri azionisti per rafforzare la propria posizione. Il proprietario che ha una grande quantità di titoli (40%), al contrario, ha una posizione già forte e dunque potrebbe mandare un segnale che è pronto a limitare la sua capacità di estrarre benefici privati del controllo, per ridurre i costi di agenzia. Questo risultato è confermato dall'analisi della "legge di super-maggioranza", che è impiegata per limitare il potere del primo azionista, in quanto una decisione può passare unicamente se è supportata da diversi partecipanti. Le evidenze empiriche mostrano che più è larga la fetta di equity posseduta dal primo azionista, più alta è la probabilità che sia inclusa una legge di super-maggioranza nel contratto dell'accordo, a conferma dell'ipotesi che il controllo condiviso è più facilmente riscontrabile ad alti livelli di concentrazione.

Chemla et al. (2007), soffermandosi sulle conseguenze associate alla stipula dei patti tra gli investitori, trovano che questi accordi hanno un effetto positivo sulla corporate governance di un'impresa. Gli autori sostengono che i sindacati possono essere considerati come un efficiente meccanismo di coordinazione, che produce maggiori incentivi a realizzare investimenti ex-ante e una maggiore protezione verso i trasferimenti di benessere ex-post. Egli sostiene inoltre che un accordo può essere utilizzato come metodo per assicurare il controllo nelle società ed impedire scalate ostili. Laeven & Levine (2008), analizzando una serie di imprese quotate facenti parte di tredici paesi europei, riscontrano un effetto positivo sul valore della società, che essi attribuiscono alla maggiore ripartizione dei diritti di voto e patrimoniali tra più proprietari di grandi dimensioni. Il ruolo dei large shareholders, infatti, è molto importante in questi accordi, dato che maggiore è il loro numero, maggiore risulta l'espropriazione verso gli azionisti di minoranza. La coalizione di controllo, pertanto, è in grado di prevenire o limitare l'ammontare di benefici privati in capo al gruppo di comando. Bennedsen & Wolfenzon (2000) ritengono che gli accordi siano uno strumento che tutela gli interessi dei minority shareholders ed in grado di prevenire le azioni volte a ridurre il loro payoff ad opera dei grandi azionisti. Gli autori trovano delle conseguenze positive tra la presenza di patti parasociali e l'efficienza societaria. Essi analizzano la relazione tra proprietà e controllo e cerca di capire come essa influenzi il management e di conseguenza le performance, scoprendo che la rotazione nel monitoraggio risulta più sensibile quando fa capo ad un sindacato di voto e che gli azionisti di minoranza non svolgono un ruolo determinante nel controlling della società. I risultati suggeriscono che questi ultimi partecipano alla governance solo se i loro voti sono necessari all'azionista di comando per governare la società, come nel caso dei sindacati di voto. Una parte degli azionisti di minoranza, al di fuori del loro ruolo in tale tipologia di patto, non migliora la governance della società, in quanto non aumenta né la sensibilità al turnover né la valutazione della società. Questo processo consente all'azionista principale di controllare la società, soprattutto quando non possiede una partecipazione abbastanza grande per detenere la governance da solo.

#### 4.4.3 Società italiane ed il ricorso effettivo ai principali strumenti di separazione tra proprietà e controllo

Questa sezione del capitolo illustra alcune evidenze empiriche relative all'utilizzo degli strumenti di dissociazione tra diritti di voto e cash flow da parte delle aziende italiane che scelgono la via del Go Public, con l'obiettivo di ripercorrere l'evoluzione di tali strumenti all'interno dei mercati azionari di Borsa italiana e

---

<sup>10</sup> Il valore di Shapley è un concetto di soluzione utilizzato per assegnare una ricompensa ad ogni giocatore presente in una coalizione, in funzione del contributo marginale che apporta ad essa.

di capire l'effetto che ha avuto l'introduzione delle loyalty shares e delle azioni a voto plurimo sul sistema italiano.

#### 4.4.3.1 *Dual class shares*

Le public companies italiane, nel periodo successivo all'introduzione della Riforma del 2003, hanno mostrato uno scarso interesse nei confronti dei meccanismi di assegnazione dei diritti di voto che deviano dal principio di proporzionalità. Esse hanno fatto un uso limitato delle azioni senza diritto di voto e di quelle a voto limitato, mentre non si sono mai mostrate inclini all'adozione degli strumenti partecipativi innovativi introdotti in seguito alla Riforma delle società di capitali del 2003, come le azioni di sviluppo (Sagliocca, 2014). Quest'ultime non danno la facoltà di votare al loro titolare e possono essere emesse da tutte le società di capitali, a prescindere dall'effettivo ricorso al mercato borsistico, purché sussista la condizione che la maggioranza del capitale sociale sia detenuta da una persona fisica o da un gruppo di soggetti tra i quali intercorrano rapporti di natura familiare. Questa tipologia di titoli, inoltre, dà diritto al godimento di un beneficio di natura patrimoniale, nella forma della corresponsione di un dividendo maggiorato, e sono convertite in azioni ordinarie qualora venga meno il presupposto della maggioranza di diritto in capo ai soggetti possessori. Una serie di problemi applicativi, tuttavia, hanno rappresentato un serio ostacolo all'adozione di questa categoria azionaria. Il primo è lo svantaggio arrecato alla società in termini di riduzione del valore di capitalizzazione del suo capitale sociale in seguito al meccanismo di conversione, in quanto rendono più oneroso il passaggio di proprietà che si verifica eventualmente in sede di offerta pubblica di acquisto. Lo scarso utilizzo di questa classe di titoli è dovuto anche alla loro peculiare attitudine a dare vita a dinamiche societarie non desiderabili e a comportamenti opportunistici di alcune categorie di soci nei confronti di altri, al punto da scoraggiarne quasi completamente l'utilizzo nelle società di capitali.

Un'altra tendenza che ha caratterizzato le aziende italiane di questo periodo è stata la conversione dei titoli senza diritto di voto in azioni ordinarie, a causa di fenomeni quali fusioni e scissioni, oppure di situazioni di delisting, dovute a determinate scelte strategiche operate dall'impresa o all'intervento delle autorità di gestione del mercato. Il processo di integrazione economica e monetaria verificatosi tra i Paesi del contesto europeo, inoltre, ha prodotto una serie di effetti sul sistema economico tali per cui il meccanismo della conversione delle azioni a voto non pieno in azioni ordinarie rappresentò la soluzione ai problemi di natura finanziaria che affliggevano le società. Il drastico calo dei tassi di interesse che ha interessato il mercato creditizio europeo, ha portato le imprese operanti sul territorio italiano a ricorrere al finanziamento esterno piuttosto che continuare a concedere benefici patrimoniali, divenuti più onerosi. A ciò bisogna aggiungere l'insieme di regole introdotte con il TUF nel 1998, le quali modificarono la disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto. Esse elevarono al trenta per cento la quota di capitale sociale necessario per promuovere in maniera obbligatoria l'OPA totalitaria<sup>11</sup>, e innalzarono il livello dei quorum richiesti per l'adozione delle deliberazioni nelle assemblee straordinarie alla misura dei due terzi dei soci partecipanti al capitale con diritto di voto. Tali modifiche hanno prodotto l'effetto di rendere meno contendibile il governo societario, che diventava ottenibile mediante quote di capitale più basse rispetto a quanto accadeva in precedenza, inducendo, di conseguenza, il socio di maggioranza ad una maggiore predisposizione all'entrata di nuovi soggetti nella società. Un altro motivo che ha spinto le public companies italiane a preferire la struttura 1S-1V è stato l'avvento degli investitori istituzionali, che hanno manifestato una netta avversione nei confronti dei criteri non proporzionali di attribuzione dei diritti di voto, a causa della percezione di maggior rischiosità e minore trasparenza degli assetti societari. Le pressioni da essi esercitate concorsero a delineare il ritorno verso l'utilizzo del principio di proporzionalità nella sua forma tradizionale e condussero all'abbandono di strumenti partecipativi non in linea con tale sistema. Il ricorso alle strutture duali, di conseguenza, è andato

---

<sup>11</sup> Il TUF ha stabilito cinque casi in cui non scatta l'obbligo di OPA totalitaria: operazioni dirette al salvataggio di società in crisi, trasferimento di azioni ordinarie tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione (operazioni infragruppo), cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente, operazioni di carattere temporaneo e operazioni di fusione o di scissione.

diminuendo nel tempo, a causa del concorrere di una serie di fattori che ne hanno fatto venire meno i vantaggi per i quali erano state concepite.

I primi anni Novanta del secolo scorso hanno fatto registrare un largo uso delle azioni di risparmio da parte delle imprese italiane, al punto da poterne rintracciare la presenza in un numero di società pari a circa la metà del totale di quelle quotate in borsa. Alvaro et. al. (2014) rilevano che 120 società, pari a circa il 43% di quelle quotate, ricorreva a tale tipologia di titoli, che avevano in media un peso pari al 14% del capitale sociale (Tabella 31). L'interesse manifestato dalle imprese nei confronti di tale strumento è andato scemando nel tempo, infatti alla fine del 2012 solo 32 società vi facevano ricorso, a fronte delle 104 del 1992. Questo lento declino ha coinvolto anche le azioni privilegiate, visto che il numero di aziende che le ha adoperate passa da 25 (1992) a 3 (2012).

Tabella 19: Utilizzo delle azioni prive del diritto di voto da parte delle società italiane quotate nell'intervallo 1992-2012. Confronto tra le azioni di risparmio e tra quelle privilegiate

	utilizzo delle azioni di risparmio			utilizzo delle azioni privilegiate			totale		
	numero società	peso sul totale delle società quotate	peso sul capitale sociale	numero società	peso sul totale delle società quotate	peso sul capitale sociale	numero società	peso sul totale delle società quotate	peso sul capitale sociale
1992	104	36,9	10,8	25	8,9	3,2	120	42,6	14,0
1998	69	31,9	8,2	10	4,6	1,1	70	32,4	9,4
2007	34	11,4	5,5	6	2,0	1,1	37	12,5	6,6
2008	34	11,8	5,6	6	2,1	1,5	37	12,8	7,1
2009	36	12,9	5,6	6	2,2	1,5	38	13,6	7,1
2010	36	13,3	5,3	5	1,8	1,7	37	13,7	7,0
2011	36	13,8	5,5	6	2,3	1,5	37	14,2	7,0
2012	31	12,3	4,7	3	1,2	0,2	32	12,6	4,9

Fonte: Report on corporate governance of Italian listed companies. Consob (2019)

Bianchi e Bianco (2006), a conferma dei risultati dello studio precedente, mostrano che nel 1990 le azioni con diritti di voto limitato o senza diritto di voto avevano una larga diffusione in Italia. Il 39% delle società quotate, infatti, emetteva azioni di risparmio o privilegiate, che avevano un peso sulla capitalizzazione di mercato del 14,4%. Gli anni successivi, tuttavia, sono stati testimoni di una sostanziale diminuzione di questo fenomeno, dovuto in parte ad uno scarso apprezzamento da parte degli investitori, causato da una povera tutela degli azionisti di minoranza. La percentuale di imprese che ha emesso azioni senza diritti di voto scende all'14% nel 2005, mentre nel 2007, solo l'11% delle public companies presentava una struttura duale, con un peso sulla capitalizzazione pari al 36%. Rigamonti (2007) rileva che tra le società presenti in borsa nel ventennio 1985-2005, solo il 2% di tutte quelle presenti nel campione ha creato una struttura dual class negli anni successivi all'IPO.

Lo studio di Bigelli et al. (2011), che prende in considerazione il periodo 1974-2008, conferma il declino che la struttura duale ha avuto nel tempo. Le società quotate in Borsa con più di una classe di azioni, a fine 2008, erano solo 30 su 336 società (8,93%), contro le 94 su 266 del 1990 (35,34%). La capitalizzazione di mercato delle azioni senza diritto di voto come frazione del valore complessivo del capitale è diminuita ancora più bruscamente, passando dal 15% nel 1990 a solo il 2,5% del 2008. Una delle cause di questa diminuzione è da ricercare nell'ondata di "unificazioni" che si è verificata in Italia, ovvero nel ritorno delle imprese a una struttura proprietaria caratterizzata da un'unica tipologia di titoli. Parmalat, ad esempio, ha dovuto annullare un'emissione di azioni senza diritto di voto di 500 milioni di dollari destinata agli investitori statunitensi a causa di una reazione avversa degli investitori. La convinzione che il mercato azionario avrebbe reagito negativamente alla creazione di questa tipologia di titoli favorì la conversione di quelli esistenti. Gli autori prendono in considerazione tutti i tentativi di unificazione attuate dalle società italiane quotate, da quando le azioni senza diritto di voto furono introdotte nel 1974. Lo studio fece emergere che 41 società effettuarono 46 differenti tentativi, 32 dei quali avvenuti dopo il 1998, e la metà negli anni compresi tra il 1998 e il 2001. Queste operazioni sono caratterizzate dalla presenza di un azionista di maggioranza che possiede più del 50%

dei voti e che tipicamente è una famiglia. La decisione di unificare le classi di azioni deriva da fattori unici e territoriali, come il forte calo del tasso di interesse ed il corrispondente innalzamento del rendimento minimo delle azioni senza diritto di voto che ha caratterizzato l'Italia in questo periodo. Essa rappresenta, inoltre, un'opportunità per gli insider di appropriarsi dei voti degli azionisti di minoranza. I block shareholders riescono a trarre vantaggio da questa unificazione o comprando pacchetti rilevanti di azioni senza diritto di voto o approvando piani di stock option pochi mesi prima dell'annuncio. Lo studio dell'autore, pertanto, evidenzia che tale fenomeno è un'ulteriore forma utile per espropriare gli azionisti di minoranza.

Intriano (2009) esamina le imprese che hanno adottato due classi di azioni nell'intervallo di tempo che va dal 1999 al 2007 (tabella 32). I dati mostrano che il numero di società passa da 75 con un'incidenza del 21,74% sul totale di mercato a 37 con un'incidenza del 10,76% nel periodo considerato. La capitalizzazione di mercato subisce una diminuzione di tredici punti percentuali, attestandosi al 35,96% nel 2007. L'autore, analizzando anche le tipologie di azioni presenti all'interno di questa struttura, mostra che la flessione ha interessato maggiormente le società che hanno emesso azioni di risparmio, che hanno dimezzato la loro numerosità, passando da 63 a 31. Questo avviene anche per le public companies che presentano azioni di risparmio e privilegiate, la cui incidenza, in termini di capitalizzazione, si attesta al 2,97% nel 2007. Il numero delle imprese che ha adottato titoli privilegiati, invece, rimane pressoché costante durante gli anni, infatti tale valore, tra il 2002 e il 2007, resta fermo a tre. L'autore ritiene che la costante diminuzione che ha colpito il fenomeno delle dual class sia dovuta prevalentemente ad operazioni societarie estranee alla struttura azionaria, come ad esempio i processi di merger and acquisition e di destiling.

Tabella 20: Numero di società e relativa capitalizzazione delle società che hanno adoperato la struttura Dual Class negli anni 1999-2007

Anno	Società dual class		Mercato		Incidenza società dual class	
	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.
1999	75	357.725	345	726.566	21,74%	49,24%
2000	63	353.353	360	818.384	17,50%	43,18%
2001	57	247.533	352	592.319	16,19%	41,79%
2002	56	188.426	295	457.992	18,98%	41,14%
2003	48	204.232	279	487.446	17,20%	41,90%
2004	46	236.107	278	580.880	16,55%	40,65%
2005	44	261.139	282	676.606	15,60%	38,60%
2006	41	292.423	311	778.501	13,18%	37,56%
2007	37	284.239	344	790.500	10,76%	35,96%

Fonte: Intriano (2009). *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali.*

Le società di capitale chiuse, invece, fino al momento dell'introduzione dei provvedimenti normativi dettati dalla Riforma delle società di capitali, non hanno mai manifestato particolare interesse all'adozione di strumenti partecipativi diversi dalle azioni ordinarie. La creazione di azioni totalmente prive del diritto di voto fu una svolta per questo tipo di imprese, che iniziarono a sfruttare la possibilità di utilizzare i meccanismi di deviazione dal principio di proporzionalità nel periodo successivo all'intervento della legge sul diritto societario. Le private firms cominciarono a ricorrere all'emissione di azioni che si differenziano dalle azioni ordinarie per una serie di caratteristiche, rintracciabili nel conferimento di benefici di natura patrimoniale o amministrativa ai loro titolari, oppure nella postergazione della partecipazione alle perdite che intaccano il capitale sociale. Il voto scaglionato fu una delle pratiche più utilizzate, in quanto consentiva di assegnare un numero di voti crescente in maniera non proporzionale all'aumentare del numero di azioni in possesso, e di applicare un limite massimo al possesso azionario, oltrepassato il quale il numero di voti esercitabili in assemblea si stabilizzava al livello determinato nello statuto. Le categorie azionarie speciali che ottennero maggior successo furono quelle a voto limitato e condizionato al verificarsi di condizioni prestabilite dall'autonomia statutaria. Esse permettevano di operare una selezione all'ingresso tra i soggetti destinati ad

esercitare un potere sociale in merito a determinati ambiti di interesse della vita societaria, rendendo più omogenea e compatta la compagine degli individui detentori della maggioranza (Leone, 2015). Molte delle società chiuse che hanno adottato la struttura dual class, tuttavia, hanno anche inserito nei loro statuti una serie di clausole o disposizioni che pregiudicano gli interessi di alcune categorie di soggetti legati all'attività dell'impresa. Tali pratiche attribuivano poteri di veto o subordinavano l'esercizio del diritto di voto di una categoria di azionisti al voto favorevole di un'altra, istituendo così una condizione puramente potestativa.

#### *4.4.3.2 Effetto del decreto Competitività*

L'obiettivo dell'istituto del voto multiplo introdotto dal Decreto Competitività era quello di fornire agli operatori uno strumento di rafforzamento del controllo meno opaco rispetto ad altre forme di consolidamento, quali gruppi piramidali e patti parasociali. L'introduzione di tale provvedimento ha acceso il dibattito relativo alla generazione di valore, nell'ottica del socio, derivante dall'utilizzo dei nuovi strumenti partecipativi. La letteratura teorica presenta orientamenti contrastanti, in quanto alcuni studiosi credono che le dual class shares comportino una diminuzione del valore societario, mentre altri mostrano come il loro utilizzo produca l'effetto di massimizzare il valore societario. L'analisi della struttura capitalistica italiana, composta da un elevato numero di PMI, al cui vertice sono solitamente ubicati gruppi imprenditoriali a carattere familiare, evidenzia la presenza di numerose situazioni in cui, al momento dell'introduzione del decreto Competitività del 2014, si concretizzava l'esercizio di un potere di fatto o di diritto da parte degli azionisti di controllo. Leone (2015) afferma che l'esistenza di questi fattori neutralizza completamente gli effetti benefici apportati alla struttura societaria, in termini di rafforzamento del monitoring esercitato sugli amministratori, e sposta il problema di agenzia dal rapporto tra azionisti e manager a quello tra soci di minoranza e soci di maggioranza. Una delle principali criticità del decreto è, infatti, la tutela degli azionisti di minoranza, i quali sono esposti ad una serie di rischi, associati alle caratteristiche strutturali delle azioni a voto multiplo. Il pericolo maggiore per quest'ultimi è quello di vedere diminuito il valore del loro investimento finanziario, in seguito alla riduzione del prezzo dei titoli della società. I motivi alla base di tale circostanza sono associati alla minore contendibilità del controllo societario, alla percezione di esasperazione dei problemi di agenzia conseguenti alla concentrazione della proprietà azionaria, o al meccanismo di trasferimento dei diritti di opzione non esercitati, in sede di aumento di capitale, in favore del socio controllante.

Il tessuto economico italiano è costituito, come visto in precedenza, da imprese fondate e dominate da gruppi familiari molto radicati, che davano vita a maggioranze stabili particolarmente difficili da scardinare. L'autore riteneva pertanto che il problema da risolvere era completamente opposto a quello dell'eccessivo dinamismo e consisteva nell'immobilismo del sistema societario e nel sottosviluppo del mercato finanziario. Le loyalty shares, avendo come conseguenza quella di consolidare il potere decisionale della maggioranza, producono l'effetto indesiderato di esacerbare la situazione esistente, determinando l'aggravamento delle distorsioni presenti nella struttura capitalistica del nostro Paese, e facendo altresì registrare un rallentamento nel processo di apertura del mercato finanziario ad una dimensione internazionale. Un'altra criticità dei titoli a voto multiplo è dovuta al fatto che nell'eventualità che una società con struttura dual-class decida di effettuare un OPV, il prezzo di collocamento di tali titoli sarebbe inferiore rispetto alla situazione in cui fossero presenti solo azioni ordinarie o, ancora, fossero immesse sul mercato anche quelle a voto plurimo. Questo effetto risulta come diretta conseguenza dell'attuazione, da parte degli operatori di mercato, di un meccanismo di sconto, che va a ricomprendere la totalità dei rischi associati ad una siffatta struttura azionaria, a prescindere dal fatto che si tratti di azioni ordinarie di nuova emissione o di azioni ordinarie già esistenti e immesse sul mercato in occasione della quotazione. In questo modo, viene a delinearsi una situazione in cui i soci detentori della quota di controllo sono chiamati a sopportare la totalità dei costi associati all'implementazione di una struttura dual-class con impiego di azioni a voto plurimo, in quanto il minor grado di desiderabilità e il prezzo più basso sul mercato aumentano le difficoltà per l'impresa di reperire il capitale necessario allo svolgimento della sua attività.

Uno degli accademici che si è schierato contro il Decreto Competitività è Zingales L. (2014), il quale giudica in maniera opaca l'introduzione del voto plurimo. Lo studioso ritiene che questo strumento garantirebbe alla minoranza di soci che detengono il controllo la possibilità di imporre la sua volontà a discapito degli altri azionisti. Il voto multiplo, inoltre, bloccherebbe il ricambio ai vertici delle principali società, favorendo i gruppi di controllo delle società già quotate, e scoraggerebbe gli investimenti all'interno del nostro paese. La riforma consentirebbe allo Stato di vendere parte delle quote delle imprese quotate controllate, introducendo la struttura duale, senza il rischio di perderne il controllo. Il voto multiplo, specie se approvato con maggioranza semplice, indebolisce la protezione degli azionisti e stravolge la riforma Draghi. Mucchetti (2014), in contrapposizione a Zingales, prende le difese del voto multiplo, ricordando che l'Italia, introducendo questa nuova categoria di azioni, si accoda a molti ordinamenti societari occidentali che prevedono il voto maggiorato e il voto plurimo da gran tempo. Egli ritiene che i due grandi vantaggi derivanti dall'adozione delle dual class shares siano rafforzare gli azionisti di peso che decidono di sostenere un progetto a medio-lungo termine e scoraggiare azioni speculative. Plateroti (2014) ritiene che la riforma possa avere un impatto positivo sulle IPO, in quanto essa favorirebbe la quotazione di nuove aziende, in particolare le piccole e medie, che rappresentano il tessuto industriale italiano. Il voto plurimo nelle imprese non quotate garantisce all'imprenditore la possibilità di aumentare il flottante da mettere in Borsa, senza per questo rischiare di farsi scalare l'azienda in modo ostile. Il periodo di 24 mesi di possesso delle azioni per poter godere del diritto al voto multiplo non rappresenta un deterrente alla partecipazione degli investitori, in quanto il voto aggiuntivo spetta a tutti gli azionisti, di maggioranza o di minoranza, e il quadro in cui si muove l'azienda è valutabile dal mercato in modo trasparente. La presenza del voto plurimo è decisa prima dell'IPO, pertanto le carte sono scoperte e l'investitore sceglie liberamente se comprare i titoli al debutto o rinunciare e guardare altrove.

Alvaro et al. (2014) ritengono che l'emissione di tale categoria di azioni non arrechi nessuna violazione ai principi alla base dell'impianto giuridico del diritto finanziario e societario italiano, tra i quali il principio di uguaglianza all'interno delle società di capitali, in virtù del quale viene assicurata parità di trattamento a tutti i titolari di una determinata categoria di titoli. I soci che non concorrono alla deliberazione di emissione a voto plurimo, infatti, godono del diritto di recesso in merito all'intera quota di capitale sociale da loro detenuta. Uno degli aspetti positivi del voto plurimo è rappresentato dal fatto che consente agli imprenditori a capo di imprese di media e piccola dimensione di ridurre il numero di quote partecipative e, di conseguenza, dei costi necessari ad acquisire posizioni di controllo all'interno di una società. Un altro vantaggio è determinato dalla possibilità di realizzare una più intensa attività di monitoraggio dell'operato dei manager incaricati della gestione societaria, unitamente ad una più efficiente diversificazione del proprio portafoglio titoli, con una sostanziale diminuzione del rischio firm-specific sopportato dall'azionista. Le strutture dual class, inoltre, riescono a limitare gli ostacoli allo svolgimento dell'attività d'impresa, provenienti dall'operato di più soggetti. Le azioni a voto multiplo, producendo la concentrazione del controllo azionario in mano a pochi soci, riducono la consistenza dell'azione di disturbo esercitata dagli azionisti minoritari e aumenta le probabilità che validi progetti imprenditoriali trovino la via del successo. Il venture capitalist, ad esempio, ha come obiettivo la massimizzazione del rendimento economico derivante dall'investimento nella società, l'esatto opposto rispetto a quanto voluto dai soci. L'impiego di questa tipologia di titoli permette di configurare una struttura partecipativa in grado di perseguire gli obiettivi per cui l'impresa è stata costituita, in virtù del fatto che la separazione tra proprietà e controllo che determinano, permette di conservare il potere decisionale in mano ai soggetti che presentano maggiori competenze in ambito gestionale. Saggiocca (2014) afferma che il Decreto Competitività possa apportare grandi benefici alle imprese ad alto potenziale e bisognose di risorse finanziarie che vogliono quotarsi, in quanto esse offriranno al mercato soltanto le azioni a voto ordinario, mentre quelle a voto multiplo resteranno in possesso dei soci fondatori. L'impiego delle loyalty shares, di conseguenza, concede loro la possibilità di rivolgersi al mercato degli investitori per reperire il capitale di cui necessitano per alimentare la crescita del loro business e gli permette di conservare il controllo del governo azionario nelle proprie mani.

Le società che dal 2014 all'Agosto del 2020 hanno adottato modifiche statutarie volte all'introduzione del meccanismo del voto maggiorato sono 60, mentre tre imprese hanno emesso azioni a voto plurimo prima della quotazione. La maggior parte delle società che hanno adottato questa nuova categoria di titoli è controllata da una famiglia, mentre solo una (Iren S.p.A.) da autorità regionali. Gli emittenti presenti in borsa, nell'anno successivo all'introduzione del Decreto Competitività, che avevano scelto la maggiorazione del diritto di voto erano 15, mentre una sola società aveva effettuato una dual class IPO. Le imprese che nel triennio 2015-2017 hanno introdotto nel loro statuto le loyalty shares erano 35, l'83% delle quali era controllato da family companies e avevano, in termini di capitalizzazione, un peso del 31% sul segmento Star e del 2% sul Ftse Mib. Il 67% delle società che al termine del 2018 avevano emesse tale tipologia di titoli operava nel comparto industriale, l'11% in quello finanziario e il 26% nel settore dei servizi (Tabella 33). Quasi la metà di esse fa parte dell'indice Star, con un peso sulla capitalizzazione di mercato del 38,2%.

Tabella 21: Loyalty shares e azioni a voto multiplo utilizzate dalle imprese italiane quotate nel 2018; suddivise in base alla tipologia di attività e all'indice di mercato al quale appartengono

		industry			market index			total	
		financial	industrial	services	Ftse Mib	Mid Cap <sup>1</sup>	Star <sup>1</sup>		other
loyalty shares	no. of companies	5	30	12	4	6	23	14	47
	% market cap <sup>2</sup>	0.9	14.6	12.6	5.6	23.6	38.2	3.9	10.0
multiple voting shares	no. of companies	--	3	--	--	--	3	--	3
	% market cap <sup>2</sup>	--	0.6	--	--	--	4.0	--	0.3

Fonte: Report on corporate governance of Italian listed companies. Consob (2019)

Al termine del 2019, le società con voto maggiorato pesavano per il 12% sulla capitalizzazione totale di Piazza Affari, la gran parte delle quali comprendeva imprese di piccole e medie dimensioni (50% le Small Cap, 42% le Mid Cap), mentre nel Ftse Mib erano presenti solo quattro aziende (Amplifon, Campari, Diasorin e Hera). Queste imprese, per il 90%, appartengono al settore merceologico industriale, mentre il restante 10% opera nell'ambito dei servizi finanziari (banche e assicurazioni escluse). Il 2020 ha visto l'importante ingresso nelle società che hanno adottato il voto multiplo da parte di UnipolSai e Unipol, i cui azionisti di controllo, a fronte di una partecipazione pari al 48%, disporranno di una percentuale dei diritti di voto del 64,87%, se fossero gli unici azionisti a chiedere la maggiorazione del voto. La controllante potrà salire, fino all'89,96% delle voting shares di UnipolSai, pur detenendo l'81,7% del capitale. Uno studio condotto da Ubs Gwm<sup>12</sup> nel 2019 ha messo in luce che le performance delle società con strutture dual class sono state superiori rispetto a quelle degli indici di riferimento e anche le imprese che hanno introdotto in Italia voti multipli non hanno subito penalizzazioni da parte del mercato.

Per quanto riguarda le società che emettono azioni prive del diritto di voto, il report annuale della Consob (2019) evidenzia che l'adozione di azioni senza diritto di voto continua a diminuire, infatti alla fine del 2018 le azioni di risparmio erano presenti solo in 14 società, a fronte delle 36 del 2010 e delle 69 del 1998, mentre le azioni privilegiate sono scomparse, a conferma del fenomeno della riduzione delle strutture dual class che è avvenuta a partire dagli anni Novanta. La capitalizzazione di mercato delle non voting shares manifesta lo stesso andamento, passando dal 9.4% del 1998 al 3.2% del 2018 (Tabella 34).

Tabella 22: Imprese italiane quotate che hanno emesso azioni prive del diritto di voto durante il periodo 1992-2018. <sup>1</sup> Percentuale di aziende che utilizzano azioni di risparmio in relazione al numero totale di imprese quotate. <sup>2</sup> Percentuale di azioni risparmio in

<sup>12</sup> UBS Gwm è una banca privata d'investimento che offre servizi nei settori degli investimenti (investment banking) e della gestione dei patrimoni di investitori istituzionali.

relazione al capitale sociale. <sup>3</sup> Percentuale di imprese che utilizzano azioni privilegiate in relazione al numero totale di imprese quotate. <sup>4</sup> Percentuale di azioni privilegiate in relazione al capitale sociale.

	savings shares			preference shares			all non-voting shares		
	no.	weight <sup>1</sup>	% share capital <sup>2</sup>	no.	weight <sup>3</sup>	% share capital <sup>4</sup>	no.	weight <sup>5</sup>	% share capital <sup>6</sup>
1992	104	36.9	10.8	25	8.9	3.2	120	42.6	14.0
1998	69	31.9	8.2	10	4.6	1.1	70	32.4	9.4
2010	36	13.3	5.3	5	1.8	1.7	37	13.7	7.0
2011	36	13.8	5.5	6	2.3	1.5	37	14.2	7.0
2012	31	12.3	4.7	3	1.2	0.2	32	12.6	4.9
2013	27	11.1	4.9	1	0.4	0.2	28	11.5	5.1
2014	22	9.2	3.6	1	0.4	0.1	23	9.7	3.8
2015	19	8.1	3.6	--	--	--	19	8.1	3.6
2016	18	7.8	5.0	--	--	--	18	7.8	5.0
2017	17	7.4	3.8	--	--	--	17	7.4	3.8
2018	14	6.1	3.2	--	--	--	14	6.1	3.2

Fonte: Report on corporate governance of Italian listed companies. Consob (2019)

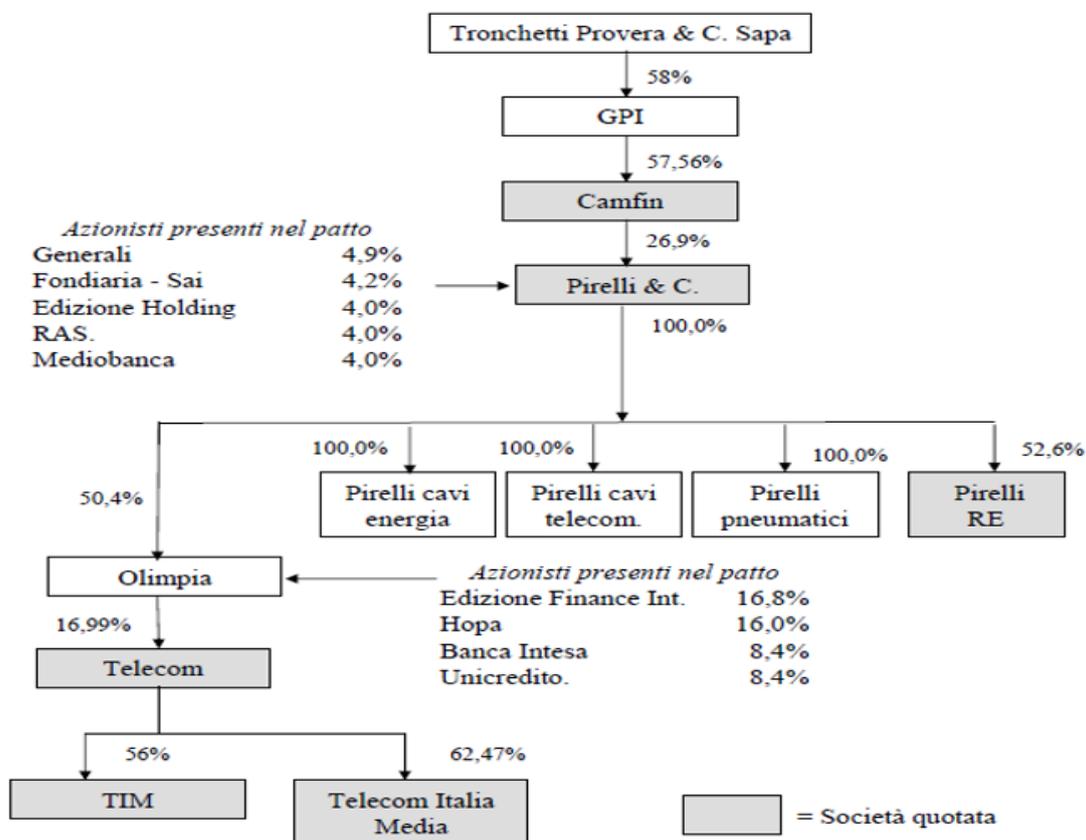
Le evidenze empiriche, in definitiva, mostrano che l'uso delle dual class shares è diminuito gradualmente nel corso del tempo e che le imprese che hanno ricorso al voto multiplo rappresentano una piccola parte di quelle presenti sul mercato. Le ragioni di questo fenomeno sono da ricercare nel fatto che gli investitori ritengono che tali strumenti partecipativi arrechino più rischi che benefici. Il principale svantaggio, come detto in precedenza, consiste nel maggiore incentivo all'estrazione di benefici privati da parte dell'azionista di riferimento. Le ricapitalizzazioni tramite emissioni di azioni speciali a voto multiplo, inoltre, hanno l'effetto di ridurre il prezzo delle azioni ordinarie, poiché il mercato sconta i maggiori costi di agenzia e la minore contendibilità dell'impresa. La regola one share-one vote, invece, si applica meglio alle caratteristiche peculiari del sistema italiano, che è sempre più improntato all'investimento estero e alla contendibilità del controllo. Il legislatore italiano, all'interno del decreto-legge del 13 maggio 2020, ha previsto la possibilità per le società già quotate di emettere azioni a voto multiplo, con l'obiettivo di favorire la diffusione di tale tipologia di titoli e di rendere più competitivo l'ordinamento italiano nei confronti delle giurisdizioni straniere, scoraggiando così la quotazione nei paesi esteri che prevedono meccanismi di rafforzamento dei diritti di voto.

#### 4.4.3.4 Piramidi societarie

I numerosi studi empirici condotti sul sistema finanziario italiano hanno messo in evidenza che le società quotate italiane preferiscono ricorrere a meccanismi alternativi di attribuzione del diritto di voto, aventi l'obiettivo di acquisire il controllo societario con un investimento meno che proporzionale. Questi metodi presentano un elevato grado di opacità rispetto agli istituti previsti dal legislatore e sono rappresentati principalmente dalle strutture piramidali. La ragione principale nella creazione di un gruppo è la possibilità per l'azionista di controllo di utilizzare il meccanismo della leva azionaria, al fine di moltiplicare le risorse sotto la propria influenza, minimizzando allo stesso tempo il proprio investimento. Questa struttura è stata riconosciuta nell'ordinamento italiano fin dagli anni 40', dove non vi era nessuna contromisura volta a limitarne la crescita. Le piramidi societarie, al contrario, sono state favorite da una politica di tassazione neutrale e dall'assenza di disposizioni di legge che prevenissero i conflitti di interesse tra i controllanti e gli azionisti di minoranza delle sussidiarie. La Borsa, inoltre, permetteva la quotazione delle cosiddette "scatole cinesi", società i cui attivi sono costituiti esclusivamente da partecipazioni in altre imprese quotate. Uno dei più grandi gruppi italiani, che presenta tale tipologia di struttura e che ha avuto da sempre un forte peso sulla capitalizzazione di borsa è ad esempio Telecom. L'azienda, controllata dalla società Tronchetti Provera, utilizza tutti gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo visti in precedenza (Figura 25). Essa è costituita da sei società quotate suddivise sui diversi livelli di comando (Camfin, Pirelli & C., Pirelli Real Estate, Telecom, TIM, Telecom Italia Media), con quattro di esse che hanno emesso azioni prive di diritto di voto

(Pirelli & C., Telecom Italia, Telecom Italia Media, TIM) e da due patti di sindacato che consentono ai soci aderenti di governare Pirelli e Telecom. La capogruppo, sfruttando il meccanismo della leva azionaria, è grado di controllare grandi aziende come Pirelli e Telecom, tramite una quota esigua del loro capitale, pari rispettivamente allo 0,74% e allo 0,41%.

Figura 14: Struttura proprietaria del gruppo Telecom e strumenti di separazione tra proprietà e controllo utilizzati (2003)



Fonte: Lassini (2003). Il gruppo Camfin – Pirelli – Telecom.

Lo studio condotto dall' Aidaf (2012) sulle holding dei gruppi italiani a controllo familiare nel periodo 2007-2009, rivela che il 38% delle aziende familiari è controllato da una holding di partecipazioni industriali<sup>13</sup>. Le variabili che incidono maggiormente sulla diffusione delle holding sono la dimensione del gruppo, (le holding sono più diffuse al crescere della dimensione dei gruppi) il settore di attività (le holding sono più diffuse nei gruppi manifatturieri) e la longevità aziendale, che può determinare una naturale deriva generazionale nell'ambito della compagine familiare proprietaria. Le strutture di controllo dei gruppi familiari italiani, analizzate attraverso i livelli e il numero di società che si frappongono tra la famiglia proprietaria e le società a capo dei vari settori di attività, sono relativamente semplici, visto che tre gruppi su quattro si caratterizzano per la presenza di un unico livello societario nella catena e solo il 3,2% ha tre o più strati societari tra la famiglia e la società caposettore. Il 57,1% delle aziende del campione è controllata dalla famiglia attraverso una holding patrimoniale, mentre è meno diffuso l'utilizzo di quella di tipo finanziaria (17,2%). Le società governate da una capogruppo, inoltre, hanno una redditività maggiore e una più alta capacità di rimborso del debito rispetto alle società controllate direttamente da persone fisiche. Tali risultati sembrano indicare che la costituzione di una holding crea valore nella gestione del business rispetto ai casi in cui il controllo è detenuto da singoli individui. I 49 gruppi industriali di maggiori dimensioni sono nel 57% dei casi monobusiness, mentre sono rari i casi in cui essi operano in tre (6%) o quattro (8%) business. I gruppi di

<sup>13</sup> L'holding di partecipazioni industriali è una persona giuridica che controlla una società, in particolare che possiede una percentuale di azioni superiore al 50% in società non quotate o superiore al 25% in società quotate.

maggiori dimensioni sono caratterizzati inoltre, come lecito attendersi, da strutture di controllo più articolate, infatti il 14,3% di essi presentano 3 o più livelli societari. Ciò implica da un lato che la leva azionaria assume maggior rilievo nei gruppi di maggiori dimensioni, dall'altro indica che tra i gruppi familiari italiani il ricorso a strutture piramidali non sia molto diffuso. Le holding sono dunque costituite principalmente per controllare le società del gruppo, e non per favorire l'ingresso in nuovi business. L'analisi dei modelli di governo mostra come la maggior parte delle holding di maggiori dimensioni sia guidata da un unico leader al vertice (73,5%), anche se in un cospicuo numero di casi la leadership è affidata a due (16,3%) o più (10,2%) amministratori delegati aventi compiti e responsabilità di simile ampiezza.

Rigamonti (2007), analizzando le imprese quotate nel periodo 1985-2005, rileva che lo strumento più utilizzato per separare la proprietà dal controllo è la piramide societaria, infatti il 96% delle società che ricorrono a mezzi di dissociazione tra i diritti patrimoniali e di voto, prima della quotazione, fanno parte di tale tipologia di struttura. Al momento dell'IPO, invece, più del 70% delle imprese appartiene a un gruppo di imprese, mentre una sola società ha creato una struttura piramidale. Il 33% delle società del campione, a distanza di dieci anni dal processo di listing, continua ancora ad utilizzare questo meccanismo di dissociazione. Bianchi e Bianco (2006) mostrano che nel 1993 il 56% delle imprese quotate apparteneva a un gruppo piramidale e che tale struttura era poco utilizzata tra le private companies. Gli autori riscontrano che quando un'azienda faceva parte di un gruppo, la concentrazione della proprietà era estremamente elevata, con l'azionista di maggioranza che deteneva in media l'84% del capitale totale. I gruppi quotati, all'inizio degli anni '90, avevano una struttura piramidale caratterizzata da un'ampiezza verticale e orizzontale che mirava, da un lato, a massimizzare la leva del controllo (struttura verticale), e dall'altro a gestire, attraverso entità giuridiche separate, l'ampia diversificazione delle attività (struttura orizzontale). La piramide era formata da azionisti dominanti al vertice, da un gran numero di società al fondo, dove erano concentrate gran parte delle attività economiche, e da una catena di holding e sub-holding al centro.

Gli autori analizzano la struttura delle piramidi societarie nel periodo 1990- 2005 e rilevano che i dieci maggiori gruppi privati non finanziari subiscono una drastica riduzione, sia della "larghezza" che della "profondità", misurate rispettivamente dal numero di public companies appartenenti allo stesso gruppo e dal numero di livelli nella catena di controllo. Il numero di società quotate appartenenti ai primi 10 gruppi è diminuito da 68 nel 1990 a 24 nel 2005 (Tabella 35). La distribuzione delle società in base alla loro posizione nelle catene di controllo si è spostata dai livelli più bassi verso il vertice. La riduzione del numero medio di società quotate per gruppo (da 6,8 a 3,4) è stata più pronunciata per i gruppi più grandi (se i dati sono ponderati per capitalizzazione la riduzione è da 13,9 a 5,7). La privatizzazione di alcune grandi società, negli anni precedenti il 2001, realizzata mediante la dispersione della partecipazione di controllo sul mercato, ha creato l'opportunità di assumere il controllo di tali società da parte di strutture piramidali già quotate, che, in questo modo, hanno allungato la loro compagine. La profondità dei gruppi, tra il 2001 e il 2005, è diminuita più che nel precedente periodo, mentre la loro larghezza ha continuato a ridursi ma con un ritmo rallentato.

Tabella 23: Posizione delle società quotate nelle strutture delle dieci maggiori imprese private non finanziarie. <sup>1</sup> Numero di livelli che separano le società dalla capogruppo. <sup>2</sup> Somma della capitalizzazione delle aziende per ogni livello in percentuale della capitalizzazione totale dei dieci gruppi considerati

Level (1)	1990		2001		2005	
	N. of companies	Capitalization (2)	N. of companies	Capitalization (2)	N. of companies	Capitalization (2)
1 <sup>^</sup>	10	4,4	15	6,9	14	60,6
2 <sup>^</sup>	21	22,6	10	4,1	6	16,9
3 <sup>^</sup>	27	47,7	3	9,4	4	22,4
4 <sup>^</sup>	9	21,7	3	31,4	-	-
5 <sup>^</sup>	1	3,6	3	48,2	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>68</b>	<b>100,0</b>	<b>34</b>	<b>100,0</b>	<b>24</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Bianchi M. e Bianco M. (2006). *Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?*.

L'evoluzione dei dati sopra riportati riflette i diversi fattori economici che hanno spinto la struttura del gruppo elencato verso attività più concentrate e semplificate. I fattori che, secondo gli studiosi, hanno determinato questi cambiamenti sono stati, in un primo periodo, la riduzione della diversificazione delle attività economiche svolte, e in un secondo momento, l'apertura del mercato finanziario italiano agli investitori istituzionali internazionali, che ha causato una pressione competitiva tale da scoraggiare l'utilizzo di questo strumento di separazione tra proprietà e controllo. La graduale diminuzione delle strutture piramidali viene confermata anche da Intrisano (2009), il quale valuta i cambiamenti di questa struttura negli anni 1999-2007. L'analisi mostra un calo del numero gruppi piramidali, che passano da un valore iniziale di 29 a un valore finale di 19 (Tabella 36). Questa contrazione coinvolge anche la quantità di aziende facenti parte del gruppo (da 90 nel 1999 a 49 nel 2007) e, di conseguenza, la loro incidenza sulla capitalizzazione di mercato, che si porta dal 70% al 39%. La flessione maggiore avviene tra il 2002 e il 2004, poiché la capitalizzazione cala di venti punti percentuali (da 68% a 47%). Ciò è dovuto al fatto che, durante questo intervallo di tempo, le società a più alta capitalizzazione hanno semplificato il proprio assetto proprietario, riducendo in maniera sostanziale il grado di separazione fra diritti patrimoniali e di voto. Il numero dei gruppi piramidali, nella fase 2003-2007, si mantiene pressoché costante, a differenza del loro peso in Borsa, che tra il 2006 e il 2007 diminuisce di sei punti percentuali, attestandosi al 39%.

Tabella 24: Andamento storico (1999-2007) dei gruppi piramidali nelle società quotate italiane

Anno	Piramidi Societarie			Borsa		Incidenza Piramidi Societarie	
	N. piramidi	N. società	Capitalizz.	N. società	Capitalizz.	N. società	Capitalizz.
1999	29	90	507.327	345	726.566	26%	70%
2000	26	80	568.654	360	818.384	22%	69%
2001	22	63	403.479	352	592.319	18%	68%
2002	22	65	310.980	295	457.992	22%	68%
2003	19	52	276.727	279	487.446	19%	57%
2004	17	47	274.218	278	580.880	17%	47%
2005	18	49	302.883	282	676.606	17%	45%
2006	19	53	347.879	311	778.501	17%	45%
2007	19	49	307.384	344	790.500	14%	39%

Fonte: Intrisano (2009). *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali*.

Le evidenze empiriche appena analizzate, in definitiva, mettono in luce il fatto che le strutture piramidali si siano ridimensionate nel corso del tempo, in termini di numero di livelli e società coinvolte. La diminuzione di questo fenomeno non sembra essere tuttavia dovuta ad un cambiamento negli aspetti normativi, ma più che altro a un mutamento di natura competitiva del panorama economico italiano secondo l'interpretazione di Bianchi e Bianco.

Alvaro et al. (2014) rilevano questo andamento anche negli anni successivi, anche se la situazione raffigurata in Italia nel 2012 documentava comunque la presenza di gruppi societari all'interno dei quali era possibile trovare le imprese di maggior dimensione del mercato borsistico, per una capitalizzazione complessiva superiore addirittura alla metà del totale di borsa. Il report redatto dalla Consob (2019) conferma il trend decrescente che ha caratterizzato questo tipo di assetto proprietario, infatti continua a ridursi la percentuale di società italiane quotate appartenenti a gruppi piramidali o alla parte verticale di un gruppo misto, che risulta pari, a fine 2018, al 15,5% del listino (Tabella 37). Il calo è comprovato anche dal numero di imprese italiane quotate che non fa parte di nessun gruppo societario, che passa dal 56% nel 1998 all'81% nel 2018, e dalla percentuale di imprese appartenenti a una piramide di imprese, il cui valore si porta dal 36.1% di inizio periodo al 12.1% di fine periodo. La percentuale di imprese appartenenti alla parte verticale di un gruppo misto è del 3,5% (4,3% nel 2017) e solo il 2,2% delle aziende appartiene ad un gruppo orizzontale. L'analisi del grado di separazione tra proprietà e controllo, misurato confrontando i diritti di voto e i flussi di cassa detenuti dal principale azionista, rivela una diminuzione sia della leva finanziaria che della differenza tra diritti di voto e flussi di cassa. Il leverage, alla fine del 2018, si attesta a 1.6 (1.9 nel 2010 e 3.5 nel 1998), mentre il voting premium è pari al 12,7% (16,8% nel 2010 e 24,2% nel 1998). Il numero medio di imprese parte di gruppi verticali, nel periodo 1998-2016, è passato da 3.3 a 2.8, la leva da 3.5 a 1.7 e il wedge dal 24.2% al 13.6%.

Tabella 25: Andamento storico (1998-2018) dei gruppi piramidali e delle imprese indipendenti nelle società quotate italiane

	horizontal group	pyramidal group			mixed group			stand-alone companies	
		of which: parent company	subsidiary		of which: parent company	subsidiary	horizontal structure		
number of companies <sup>1</sup>									
1998	5.1	36.1	13.4	22.7	2.8	0.5	1.9	0.5	56.0
2010	4.4	15.6	6.7	8.9	4.4	1.1	1.9	1.5	75.6
2011	5.4	16.2	6.2	9.2	4.6	1.2	1.9	1.5	73.8
2012	3.2	17.1	6.8	10.4	4.4	1.2	2.0	1.2	75.3
2013	3.3	15.2	6.1	9.0	6.1	2.0	2.5	1.6	75.4
2014	3.4	14.7	6.7	8.0	6.3	1.7	2.5	2.1	75.6
2015	0.9	13.7	6.4	7.3	6.4	1.7	2.6	2.1	79.1
2016	0.9	13.0	6.1	7.0	5.2	1.3	2.2	1.7	80.9
2017	--	12.1	5.6	6.5	6.5	1.7	2.6	2.2	81.4
2018	2.2	12.1	5.6	6.5	4.8	1.3	2.2	1.3	81.0

Fonte: Report on corporate governance of Italian listed companies. Consob (2019)

Il fenomeno delle strutture piramidali, in definitiva, ha subito un declino costante, dalle prime misurazioni degli anni 90' fino ai giorni nostri. La diminuzione dei benefici privati del controllo a cui si è assistito e gli interventi legislativi hanno contribuito a rendere meno conveniente l'utilizzo di tali strutture. Le holding a capo dei gruppi di maggiori dimensioni, infatti, hanno gradualmente ridotto le attività svolte. Questi assetti proprietari hanno più che dimezzato i ricavi e i dipendenti e hanno accorciato la catena di controllo, con l'obiettivo di ridurre i costi.

#### 4.4.3.5 Tramonto dei patti parasociali

Uno degli strumenti più utilizzati in Italia che può garantire il controllo senza una maggioranza diretta delle azioni è la coalizione tra azionisti. Lo sviluppo ed il cambiamento di questa struttura, come detto in precedenza, è in parte legato al calo delle strutture piramidali che si è verificato nel corso del tempo. I patti parasociali possono essere formalizzati attraverso accordi tra azionisti o possono essere informali e basati sulla fiducia e reputazione degli aderenti. Bianchi e Bianco (2006) affermano che già negli anni Novanta il ruolo delle coalizioni era già rilevante, infatti nel 1990, il 20% della capitalizzazione totale di mercato era controllata da società in cui erano presenti accordi tra azionisti, ma riguardava solo il 10,9% delle grandi imprese. Il tipo più frequente di coalizione era quello costituito da individui, mentre gli aderenti ai patti che controllavano le più grandi imprese erano altre società quotate. L'intervallo di tempo che va dal 1990 al 2005 fa registrare un aumento dei patti di sindacato, delle coalizioni informali e delle aziende controllate da coalizioni. Il 34,5% delle società, nel 2005, è controllato da coalizioni, con un'incidenza sulla capitalizzazione del 46.8% (Tabella 38). I patti di sindacato subiscono, in termini di valore di mercato, una contrazione nel periodo 1990-1998, passando dal 18.1% al 7.4%, a differenza degli accordi informali che crescono in maniera esponenziale, che passano dall'1% al 38.8%. Nel 2005, il 62,5% delle banche quotate era controllato da coalizioni, che gestivano l'88,5% della loro capitalizzazione totale. I patti di sindacato governavano anche il 32.3% delle società private non finanziarie, che rappresentavano il 35.4% del valore di mercato. Questo strumento di separazione era più comune tra le società che sono diventate pubbliche dopo il 1992, infatti il 40% di esse erano controllate da coalizioni, rispetto al 15% di quelle che si erano quotate in precedenza.

Gli autori mettono in evidenza che le coalizioni, per quanto riguarda i modelli di controllo basati su un unico azionista, sono associate a una riduzione della concentrazione della proprietà. Ciò, tuttavia, non si traduce in una maggiore contestabilità del controllo, poiché mediamente è sempre presente un azionista nella che detiene più del 40% dei voti all'interno della coalizione stessa. L'indagine mostra inoltre che, nel periodo considerato, le società non finanziarie tendono ad utilizzare di meno i gruppi piramidali per separare la proprietà dal controllo e a adoperare maggiormente le coalizioni tra imprese o famiglie, dove spesso sono coinvolte anche le banche. Queste ultime tendono a diventare pubbliche più spesso ed hanno rafforzato il loro ruolo all'interno dei patti. L'analisi, in sostanza, mostra che le coalizioni sono più disperse, ovvero le azioni sono più equamente distribuite tra gli azionisti aderenti, quando sono formali e quando sono composte da investitori individuali.

Tabella 26: Numero e relativa capitalizzazione di mercato delle società italiane quotate controllate da coalizioni (1990-2005)

	N. companies					Capitalization				
	1990	1998	2001	2003	2005	1990	1998	2001	2003	2005
Shareholders' agreement	5.0	11.0	10.9	12.3	10.9	18.1	7.4	11.5	15.1	16.9
Informal coalition	5.9	16.1	18.4	20.0	23.5	1.0	38.8	16.1	19.4	29.9
All companies controlled by coalitions	10.9	27.1	29.3	32.3	34.5	19.1	46.2	27.6	34.5	46.8
Of which: cooperatives	–	4.6	4.0	3.5	3.1	–	3.1	2.3	3.6	3.8

Fonte: Bianchi M. e Bianco M. (2006). *Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?*

Bossi & Giudici (2006) analizzano tutti i patti in vigore al 30 maggio 2004 e rilevano che la percentuale di capitale ordinario sindacato al patto è mediamente pari al 39,90%, mentre il valore mediano si pone al 29,95%. Queste percentuali evidenziano che il sindacato coinvolge una quota considerevole della società e che ha un peso fondamentale negli equilibri dell'azionariato. L'esistenza di una figura dominante è molto probabile, poiché l'aderente più rilevante rappresenta mediamente più del 53% dell'intero capitale azionario

sindacato. La percentuale detenuta dal primo azionista, ovvero dall'aderente che vincola al patto la più elevata quota societaria, arriva a sfiorare il 60%, pertanto egli può esercitare sul patto un'influenza che supera quella della maggioranza assoluta. L'analisi relativa alla tipologia delle clausole mostra che l'accordo più utilizzato è quello che impone restrizioni alla vendita delle azioni sindacate, infatti esso è presente nel 74% dei casi, mentre il diritto di voto è oggetto dei patti nel 23% del campione. Una clausola frequente è quella che prevede la nomina concordata degli amministratori, che si ha nel 48,70% dei casi (Tabella 39). Il 10,39% degli accordi prevede, inoltre, l'esistenza di una maggioranza qualificata e solo un quinto di essi introduce il consenso unanime degli aderenti. Nella maggior parte dei sindacati emerge il desiderio di definire un equilibrio stabile che si rifletta all'interno della società e la propensione a influenzare la gestione societaria.

Tabella 27: Tipologia di patti parasociali e di clausole utilizzate dalle imprese italiane quotate fino al 2004 (percentuali)

	Patti ex novo
Clausole di voto (Voting)	22,73%
Clausole di blocco (Restriction)	74,03%
Clausole di consultazione (Consulting)	20,13%
Il sindacato delibera attraverso consenso unanime degli aderenti (Unanimous Consent)	4,55%
Il sindacato delibera attraverso maggioranza qualificata degli aderenti (Supermajority)	10,39%
Designazione di aderenti al sindacato negli organi sociali (Designation)	9,09%
Spartizione delle cariche sociali (Directors appointment)	48,70%
Aderenti liberi da vincoli parasociali preesistenti (Termination of prior agreement)	2,60%
Disposizioni relative all'eventualità del decesso di un aderente (Survivorship arrangements)	3,90%
Accordo su una procedura valutativa delle azioni sindacate nel caso di trasferimento (Valuation)	22,08%
Diritto di prelazione garantito ai membri del sindacato (Pre-emption rights)	29,22%
Put options	13,64%
Call options	12,99%
Obbligo di covendita (Drag-along rights)	7,14%
Diritto di covendita (Tag-along rights)	19,48%
Impegno a non competere con la società oggetto del patto (No competition)	3,90%
Rinnovo tacito dell'accordo (Tacit renewal)	31,82%
Previsione di una procedura da seguire nel caso di dispute relative al sindacato (Dispute resolution and arbitration)	25,97%
Penale a carico della parte inadempiente (Penalty)	27,27%
Costituzione di organi per la gestione del sindacato (Organs of the agreement)	27,27%
Osservazioni	154

Fonte: Bossi e Giudici (2006). *Le reazioni del mercato borsistico italiano ad annunci relativi a patti parasociali.*

Gli aderenti ai patti sono spesso riconducibili a singoli individui o famiglie, ma è rilevante anche il dato relativo alle banche italiane, che compaiono nel 10% delle osservazioni, e alle istituzioni pubbliche, che ricoprono la terza posizione fra gli aderenti più coinvolti. Lo studio, in sostanza, evidenzia che gli aderenti ai patti sono spesso riconducibili a singoli individui o famiglie, hanno una quota rilevante della società e mirano a stabilizzare gli assetti proprietari con opportune clausole. Intrisano (2009) effettua una panoramica dei patti parasociali stipulati nelle società quotate italiane negli anni tra il 1999 e il 2007. L'analisi evidenzia un aumento sia del numero degli accordi (da 75 a 150) sia del numero delle società coinvolte, che passano da 73 a 96 (Tabella 40). La capitalizzazione di mercato rappresentata dalle imprese aderenti, tuttavia, diminuisce dal 30,14% al 26,69% e coinvolge il 26% delle imprese presenti a Piazza Affari. Un terzo dei patti, inoltre, risulta essere di tipo indiretto, cioè un accordo di società non quotate controllate invece da public companies, mentre la restante percentuale è composta da patti diretti.

Tabella 28: Andamento storico (1999-2007) dei patti parasociali nelle società quotate italiane

Anno	Patti					di cui: Patti diretti			di cui: Patti indiretti		
	Numero patti	Numero società		Capital.		Numero patti	Numero società	Capital.	Numero patti	Numero società	Capital.
		Valore	% mercato	Valore	% mercato						
1999	75	73	21,16%	218.986	30,14%	63	61	183.144	12	12	35.842
2000	90	81	22,50%	210.734	25,75%	71	63	174.745	19	18	35.989
2001	103	86	24,43%	153.371	25,89%	82	67	123.600	21	19	29.771
2002	91	75	25,42%	123.867	27,05%	71	59	98.339	20	16	25.528
2003	93	78	27,96%	186.285	38,22%	67	57	124.223	26	21	62.062
2004	99	81	29,14%	208.408	35,88%	68	57	137.007	31	24	71.401
2005	107	69	24,47%	265.747	39,28%	77	62	187.418	30	7	78.329
2006	118	98	31,51%	300.000	38,54%	75	65	211.672	43	33	88.328
2007	130	96	27,91%	210.972	26,69%	74	62	121.087	56	34	89.885
<i>Media</i>	<i>101</i>	<i>82</i>	<i>26%</i>	<i>208.708</i>	<i>32%</i>	<i>72</i>	<i>61</i>	<i>151.248</i>	<i>29</i>	<i>21</i>	<i>57.459</i>

Fonte: Intrinsic (2009). Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali.

Il numero di società ha raggiunto il suo valore massimo nel 2006 (98), ma l'anno successivo tale dato è sceso a 96, mentre il numero di patti ha manifestato una crescita graduale nel tempo. L'autore ritiene che una delle cause dell'esplosione degli accordi tra azionisti negli anni compresi dal 1999 al 2001 sia stata la privatizzazione delle società pubbliche. L'analisi relativa alle tipologie dei patti di sindacato, invece, mostra che la maggior parte di essi risulta essere di tipo globale, cioè quelle categorie che comprendono sia clausole di voto che di blocco, mentre sono meno utilizzati i patti di blocco e in misura ancora inferiore, quelli di voto. I patti controllo, ovvero quei sindacati che permettono di mantenere il controllo all'interno delle società, risultano essere 63 alla fine del 2007, a differenza dei 38 del 1999. I dati raccolti fanno registrare inoltre una crescita della percentuale di società in cui figuravano tali accordi, che nel 1999 erano presenti nell'11% delle società presenti sul mercato. La capitalizzazione di mercato è rimasta stabile, mostrando però un andamento diverso, in quanto è cresciuta costantemente fino al 2006, per poi subire un crollo di dodici punti percentuali. Questa flessione è dovuta allo scioglimento di alcuni patti importanti, che ha avuto come effetto quello di controbilanciare la nascita di nuovi accordi, come ad esempio quello tra San Paolo, Banca Intesa e Capitalia, che ha avuto un peso importante sulla capitalizzazione di mercato. Le prove analizzate, nel complesso, evidenziano una crescita costante del fenomeno dei patti parasociali tra la fine degli anni Novanta e il primo decennio degli anni Duemila. Questo meccanismo è diventato preferenziale rispetto alla struttura piramidale a causa dell'internazionalizzazione del mercato dei capitali italiani e a causa dell'antipatia degli investitori internazionali per le piramidi societarie. Il processo di privatizzazione delle società pubbliche, inoltre, ha portato alla formazione di gruppi di comando piuttosto instabili e la diretta conseguenza era la formazione di coalizioni, la maggior parte delle quali erano informali.

Il report redatto dalla Consob (2019), che prende in considerazione l'intervallo di tempo 2010-2018, mette in evidenza un andamento opposto rispetto a quello che aveva caratterizzato i patti parasociali negli anni precedenti. Lo studio mostra, infatti, un calo sostanziale dell'utilizzo delle coalizioni come strumento per garantire il controllo. Essi, in linea con gli studi precedenti, aumentano da 28 a 51 tra il 1998 e il 2010, ma invertono tale tendenza a partire da quest'ultimo anno, portandosi a 23 alla fine del 2018 (Tabella 41). La capitalizzazione di mercato delle società in cui sono presenti i patti di sindacato segue questo andamento, portandosi dal 12,4% nel 2010 al 5,3% del 2018, attestandosi pertanto a un livello inferiore addirittura a quello del 1998. Il lavoro si focalizza anche sulle varie tipologie di controllo ed evidenzia il costante declino delle società che sono controllate tramite un patto e la diminuzione delle imprese a proprietà dispersa (13), che sono caratterizzate da una capitalizzazione complessiva pari a poco più di un quinto di quella di mercato.

Tabella 29: Andamento storico (1998-2018) dei modelli di controllo utilizzati dalle società quotate italiane

	controlled companies						non-controlled companies						total	
	majority controlled <sup>1</sup>		weakly controlled <sup>2</sup>		controlled by a shareholders' agreement <sup>3</sup>		cooperative companies		widely held <sup>4</sup>		non-widely held <sup>5</sup>		no.	% market cap <sup>6</sup>
	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>		
1998	122	31.2	33	21.8	28	8.3	10	3.1	10	24.1	13	11.5	216	100.0
2010	128	20.6	53	43.0	51	12.4	8	3.4	11	20.3	19	0.3	270	100.0
2011	123	22.3	55	45.8	48	12.0	8	3.2	8	16.4	18	0.3	260	100.0
2012	125	22.8	49	44.0	42	10.1	8	3.2	10	19.2	17	0.7	251	100.0
2013	122	24.1	48	40.1	38	10.4	8	3.3	10	21.6	18	0.5	244	100.0
2014	116	25.0	51	36.8	32	9.6	8	4.0	13	24.0	18	0.5	238	100.0
2015	115	28.1	52	34.8	30	6.0	7	3.2	15	27.3	15	0.6	234	100.0
2016	116	27.2	53	43.6	29	6.5	4	1.3	14	20.6	14	0.7	230	100.0
2017	120	29.8	57	39.8	22	5.3	2	0.5	16	23.5	14	1.1	231	100.0
2018	123	29.7	57	42.3	23	5.3	2	0.5	13	20.5	13	1.6	231	100.0

Fonte: Report on corporate governance of Italian listed companies. Consob (2019)

Il fenomeno della crescita delle coalizioni tra azionisti in realtà aveva frenato la propria crescita già negli anni immediatamente precedenti al 2010. Le cause che hanno determinato questo fenomeno sono da ricercare nel processo di liquidazione delle partecipazioni di alcune importanti banche e nella fine di alcuni patti importanti, come quello di Pirelli, Rcs e Benetton. Rondi & Abrardi (2020), a conferma dello studio precedente, riscontrano una costante diminuzione del numero di patti parasociali che coinvolgono il diritto di voto durante il periodo 2010-2017. La riduzione degli accordi è particolarmente marcata nelle aziende familiari, dove la percentuale di imprese che ricorre a tale strumento cala di circa quattro punti percentuali nell'intervallo di tempo considerato, anche se tra il 2010 e il 2012 si è verificato un aumento nel loro utilizzo. Le family companies sono più propense a quotarsi sul segmento di mercato Star, che richiede maggiore trasparenza, e si affidano di meno ai sindacati di voto rispetto alle imprese non familiari.

Lugli & Marchini (2019) esaminano i patti parasociali durante lo stesso periodo del lavoro appena descritto, rilevando una diminuzione del peso degli accordi aventi come obiettivo il controllo di società quotate, sia in termine di numerosità sia in termine di capitalizzazione di mercato. Uno dei principali motivi alla base di questa tendenza è da attribuire al crescente peso che gli investitori istituzionali hanno nel capitale di molte società quotate, poiché i patti di sindacato vengono considerati come una limitazione ad una corretta gestione della società. L'attrattività di nuovi capitali, di conseguenza, potrebbe essere messa a rischio dall'esistenza di accordi finalizzati al controllo della società. Questo si è dimostrato un valido deterrente alla attuazione di tale strumento, determinandone così nel corso degli anni un lento declino. L'utilizzo dei patti para sociali avente scopi diversi da quello del controllo della società rimane, tuttavia, alquanto diffusa, infatti la tabella 42 mette in luce che il numero di nuovi patti supera quasi tutti gli anni, ad esclusione del 2011, quelli sciolti. Gli autori riscontrano che a fine aprile 2019 erano 83 le società quotate alla Borsa di Milano che avevano in essere un qualche tipo di patto parasociale. Gli autori, in sostanza, affermano che gli accordi tra soci sono uno strumento ancora presente e utilizzato da un grande numero di società quotate e ciò che sembra essersi modificato nel corso di questi ultimi anni è il loro contenuto, meno propenso a raggiungere il controllo del voto assembleare e più incline a normare i comportamenti dei soci.

Tabella 30: Variazione, stipule e scioglimento dei patti parasociali dal 2011 al 2017

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Variazione di patti esistenti	66	72	95	85	76	95	129
Nuovi patti	44	46	50	40	46	39	32
Scioglimento patti	24	22	25	35	34	21	53

Fonte: Lugli e Marchini (2019). *I patti parasociali e la loro diffusione nelle società quotate italiane.*

L'analisi sulla struttura proprietaria delle imprese italiane effettuata in questa ultima parte ha messo in luce che la struttura di controllo italiana è ancora caratterizzata da un'elevata concentrazione della proprietà e che da un uso relativamente ampio delle piramidi come strumenti di separazione, si è evoluta fino ad assegnare alle coalizioni un ruolo sempre più importante, anche se il loro utilizzo è calato nel corso dell'ultimo decennio. Questa potrebbe essere una risposta alla necessità di individuare un modello alternativo di separazione tra proprietà e controllo, in un contesto in cui, da un lato, il costo degli strumenti tradizionali (ossia i gruppi piramidali e l'emissione di azioni senza diritto di voto) è diventato troppo elevato, e d'altro canto, le pressioni concorrenziali hanno richiesto una crescita accelerata. Un fattore determinante nel cambiamento della corporate governance italiana è stato il processo di privatizzazione, che ha portato a minore concentrazione di proprietà, a un uso meno esteso delle piramidi e una maggiore percentuale di società controllate attraverso coalizioni.

#### 4.5 Assetto proprietario delle imprese italiane: familismo e concentrazione della proprietà

Il modello capitalistico italiano fa parte di quel gruppo di Paesi che compone il "modello latino", che è caratterizzato dalla presenza di un azionista di controllo, riconducibile ad una persona fisica o ad una famiglia. L'impresa che più rappresenta la governance italiana è la piccola-media azienda familiare, caratterizzata da forme societarie semplici e da una diffusa sovrapposizione tra il ruolo di imprenditore, conferente il capitale di rischio, e quello di manager. La corporate governance delle aziende, alla fine degli anni Ottanta, era negativamente influenzata dalle difficoltà competitive e di sviluppo che il sistema imprenditoriale italiano stava affrontando. I primi anni Novanta fecero registrare dissesti finanziari di rilevanti gruppi industriali, come ad esempio quello del gruppo EFIM e Ferruzzi. Il sistema italiano era quindi caratterizzato da alcune inefficienze, dovute principalmente alla scarsa tutela degli investitori, che rendeva il mercato poco appetibile e creava una situazione di arretratezza rispetto agli altri paesi. I benefici privati del controllo erano talmente alti che da una parte non rendevano conveniente aprire la compagine societaria e dall'altra rendeva poco vantaggioso investire risorse nelle listed companies. Il mercato italiano si differenziava per lo scarso intervento delle banche e delle istituzioni finanziarie e per l'eccessiva stabilità del controllo, che permetteva a soggetti inadeguati di rimanere al vertice delle società per un lungo periodo di tempo. Il legislatore italiano, attraverso il processo di riforme attuato negli ultimi venti anni, ha cercato di adeguare il quadro normativo italiano a quello europeo, elevando la Borsa italiana ad un ruolo più competitivo, e di disperdere la proprietà delle imprese.

Le ragioni di queste difficoltà potevano essere rintracciate nelle modalità di allocazione della proprietà e del controllo, che comprendevano la limitata mobilità della governance delle grandi imprese, la scarsa presenza di investitori esteri nel capitale e le ridotte dimensioni del mercato borsistico. La Banca d'Italia, nel biennio 1992-1994, aveva realizzato una ricerca che si proponeva di documentare le caratteristiche degli assetti proprietari delle imprese italiane e di analizzare le istituzioni che li governavano. Lo studio fece emergere le seguenti peculiarità: una proprietà estremamente concentrata e non anonima, la prevalenza del modello di controllo familiare, la crescente diffusione della forma organizzativa del gruppo e il ruolo marginale nel mercato delle imprese di intermediari specializzati. Giacomelli & Trento (2005) utilizzarono i risultati di due indagini svolte dalla Banca d'Italia nel 2003, rispettivamente su 1900 e 500 aziende, e li confrontarono con analoghe ricerche compiute dallo stesso istituto sulle imprese non quotate nel 1993. I dati raccolti mostrano

che la distribuzione della proprietà delle imprese italiane risulta estremamente concentrata, infatti il primo azionista detiene dal 52% al 64,7% del capitale e possiede in media una quota che gli consente di avere il controllo di diritto della società. Lo studio rileva, inoltre, che i primi tre shareholders detengono tra il 95% ed il 100% del capitale, mentre nessuno di essi detiene una quota inferiore al 5% del capitale, a dimostrazione della scarsa (o nulla) presenza di imprese a proprietà diffusa. Un'ulteriore caratteristica messa in luce dalla ricerca è la correlazione positiva tra il grado di concentrazione proprietaria e le dimensioni aziendali. Ciò implica che al crescere di quest'ultime, aumenta anche la quota di proprietà dell'azionista principale e si riduce l'ampiezza della compagine sociale.

L'evidenza empirica mette in evidenza anche che la percentuale di imprese facenti parte di gruppi societari aumenta con il crescere della grandezza, infatti il 91% delle imprese con oltre 1.000 addetti nel 2003 faceva parte di un gruppo. La quota media detenuta dall'azionista principale di una società facente parte di un gruppo era pari all'81% nel 2003, denotando di conseguenza un'accentuata concentrazione proprietaria. Gli studiosi rilevano che, per quanto riguarda la tipologia dei soggetti proprietari, vi è una netta predominanza da parte delle persone fisiche (65%), seguite dalle holding dei gruppi societari (13%), dalle imprese non finanziarie (8%) e da quelle estere (5%). Il ruolo svolto dai soggetti di nazionalità estera, che è cresciuto gradualmente nel tempo, implica da un lato una maggiore apertura internazionale del mercato borsistico italiano, dall'altro un più frequente ricorso al controllo di gruppo esercitato per mezzo di società localizzate all'estero, al fine di sfruttare arbitraggi fiscali e regolamentari. La distribuzione della proprietà in base alla categoria dei large shareholders, anche in relazione alle evidenze delle indagini del biennio 1992-1994, mostrano un livello di possesso da parte delle persone fisiche pressoché inalterato, mentre è in crescita la quota detenuta dalle holding di gruppo. Questi dati evidenziano il carattere non anonimo della proprietà delle imprese italiane, in quanto da un lato emerge la netta predominanza degli investitori individuali, dall'altro lato viene confermata una presenza fortemente limitata di intermediari bancari e finanziari a proprietà diffusa nel capitale delle imprese.

I risultati dell'indagine indicano che il modello di controllo predominante in Italia tra le piccole-medie imprese è quello familiare, riscontrabile nel 46% delle imprese del campione analizzato. Le altre principali modalità di esercizio del controllo che emergono dall'evidenza empirica sono la proprietà assoluta (22%), esercitata da un'unica persona fisica che detiene la maggioranza del capitale ed il controllo di gruppo (17%), che nasconde nei due terzi dei casi un modello familiare. Il 66% delle società facenti parte del campione, inoltre, utilizza clausole di prelazione e di gradimento, al fine di limitare la trasferibilità delle partecipazioni sociali. I risultati dell'indagine empirica, in definitiva, mostrano l'assoluta prevalenza del carattere personalistico e familiare degli assetti di controllo delle piccole imprese, accentuato dal crescente utilizzo di clausole statutarie e patti parasociali che limitano la trasferibilità delle partecipazioni sociali. Se la società ha dimensioni limitate prevalgono modalità di controllo familiare o assoluto, mentre al crescere delle dimensioni aziendali le famiglie modificano gli strumenti di separazione, passando da forme dirette a forme mediate da strutture di gruppo. Gli assetti proprietari delle imprese italiane, pertanto, hanno subito un modesto cambiamento, sia sotto il profilo della distribuzione della società sia per quanto riguarda la tipologia dei soggetti. Le variazioni maggiormente significative sono rappresentate dalla riduzione del peso del settore pubblico, frutto del processo di privatizzazione, e dall'incremento della rilevanza degli investitori esteri.

Bianchi & Bianco (2009), analizzando la struttura proprietaria delle società quotate durante il periodo 1993-2007, mostrano che non si sono verificati evidenti mutamenti nel contesto italiano, mettendo però in evidenza che ha avuto inizio un processo che ha portato i gruppi piramidali a diminuire in numero e in grandezza, con un conseguente aumento delle coalizioni. La struttura proprietaria delle imprese non quotate è rimasta stabile nel tempo, dato che la percentuale media di azioni possedute dall'azionista principale è passata dal 66,3% del 1993 al 67,7% del 2007. Questo periodo, inoltre, è stato caratterizzato da cambiamenti riguardo ai soggetti che detengono il controllo. La tabella 19 mostra che la percentuale detenuta dalle persone fisiche è diminuita di tre punti (dal 40,6% al 37,4%), mentre la quota delle imprese estere è

aumentata dall'8.1% al 13.2%. La seconda e la quarta colonna (ponderata), che prendono in considerazione la dimensione dell'impresa, mettono in evidenza che la quota detenuta dai singoli soggetti, per quanto riguarda le piccole imprese, è rimasta stabile, a differenza di quella delle società estere, la cui presenza nel capitale si è attestata al 9.6% nel 2007. La crescita del capitale detenuto dalle holding e la contemporanea diminuzione di quello posseduto dalle capogruppo non finanziarie, indica una riduzione del fenomeno delle strutture piramidali. Le società finanziarie hanno aumentato il loro peso, visto che tale valore è passato dallo 0.1% al 2.3%, a differenza dello stato, che ha diminuito le proprie partecipazioni sia nelle piccole che nelle grandi imprese. Le società familiari rappresentano circa il 70% del totale delle imprese non quotate e sono tanto più diffuse quanto più sono piccole le imprese.

Tabella 31: Tipologia di ultimate shareholder che detiene il controllo nelle imprese non quotate nel periodo 1993-2007

Proprietario	1993		2007	
	Non ponderata	Ponderata(1)	Non ponderata	Ponderata (1)
Persona fisica	40.6	21.7	37.4	22.8
Impresa estera	8.1	15.3	13.2	19.6
Stato	6.6	13.1	3.7	5.1
Holding o sub-holding	17.2	26.9	21.9	28.6
Non finanziaria privata	18.5	15.5	9.6	7.5
Banca	0.0	0.0	0.2	0.3
Altra finanziaria	0.1	0.3	2.3	2.3

Fonte: Bianchi e Bianco (2009). *Gli effetti della corporate governance in Italia negli ultimi 15 anni: quali effetti?* Bologna, Il Mulino, 187-211.

Gli studiosi rilevano che il controllo delle società non quotate è salvaguardato da un'elevata concentrazione della proprietà, il cui valore medio è pari al 65%. I control enhancing mechanisms più utilizzati durante tale periodo risultano essere i gruppi piramidali, gli accordi tra azionisti e le clausole che limitano il trasferimento delle azioni. I dati della tabella 20 evidenziano una diminuzione di circa dieci punti percentuali delle piramidi societarie, a favore invece di un aumento sia dei patti di sindacato sia delle clausole che limitano il passaggio dei titoli. Il 65% delle imprese familiari, nel 2007, risulta ancora controllata dal fondatore, pertanto si può affermare che le riforme effettuate non hanno avuto un grosso impatto sulla concentrazione della proprietà delle private companies.

Tabella 32: Strumenti di separazione tra proprietà e controllo utilizzate dalle società non quotate durante l'intervallo di tempo 1993-2007

	1993	2003	2007
Gruppi piramidali	56.5	43.3	46.8
Patti di sindacato		9.1	12.1
Clausole che limitano il trasferimento delle quote		42.0	48.6

Fonte: Bianchi e Bianco (2009). *Gli effetti della corporate governance in Italia negli ultimi 15 anni: quali effetti?* Bologna, Il Mulino, pp 187-211 p.17.

Tali riforme hanno invece prodotto una diminuzione della concentrazione dell'assetto proprietario delle imprese quotate, il cui numero di piramidi si è ridotto, a favore di un aumento del numero degli accordi tra gli azionisti. Bianchi & Bianco (2009) rilevano che, nel 1990, il maggiore azionista di una società possedeva in media la maggioranza assoluta del capitale (54,7%) e che la concentrazione era più marcata nelle banche, dove la presenza dello stato era alta. Il processo di privatizzazione, iniziato negli anni Novanta, ha portato ad una maggiore dispersione della governance, infatti la quota azionaria posseduta dal control shareholder è passata dal 54% degli anni 90' al 12% del 2007. La tabella 21 mostra le quote di controllo dei large shareholders delle società che si sono quotate in borsa durante questo intervallo di tempo.

Tabella 33: Tipologia di large shareholders nelle imprese quotate durante l'intervallo di tempo 1990-2007. Confronto tra banche quotate e società private non finanziarie quotate

Proprietari	Tutte le società quotate					Banche quotate					Società private non finanziarie quotate				
	1990	1998	2001	2003	2007	1990	1998	2001	2003	2007	1990	1998	2001	2003	2007
Esteri	8.3	10.2	12.9	10.5	11.7	3.9	3.4	4.4	5.9	3.8	9.8	11.9	15.2	11.8	13.1
Intermediari Finanziari	5.8	8.0	6.1	5.7	4.6	14.0	22.9	22.0	23.0	27.0	5.1	4.7	3.2	3.2	2.1
Assicurazione	0.8	1.6	0.9	0.5	0.8	1.3	3.2	1.4	1.0	3.4	0.5	0.5	0.3	0.2	0.3
Banca	3.9	5.5	4.5	4.9	3.0	11.9	19.4	20.5	21.8	23.4	3.4	3.1	1.9	2.4	0.9
Investitori Istituzionali	1.1	0.5	0.7	0.3	0.8	0.8	0.3	0.1	0.2	0.2	1.2	1.1	0.9	0.6	0.9
Società non finanziaria	30.2	17.8	13.7	13.4	19.0	6.9	4.3	5.1	5.9	6.0	37.3	22.5	16.6	15.6	21.2
Stato	12.0	4.5	3.9	4.9	3.3	28.7	1.1	0.3	0.4	0.4	1.7	0.2	0.3	0.7	0.9
Fondazioni	2.0	2.5	2.3	1.2	1.1	17.1	12.9	14.5	8.7	9.8	0.4	0.5	0.5	0.1	0.2
Individuali	13.3	18.1	23.2	26.3	22.8	5.3	1.4	2.4	5.5	6.6	16.3	24.3	29.2	32.6	26.6
Azionisti rilevanti	71.6	61.1	62.2	62.0	62.6	76.1	46.0	48.7	49.5	53.6	70.6	64.1	65.0	64.0	64.1

Fonte: Bianchi e Bianco (2009). *Gli effetti della corporate governance in Italia negli ultimi 15 anni: quali effetti?* Bologna, Il Mulino, pp 187-211 p.17.

I dati mettono in evidenza che, all'inizio del periodo preso in considerazione, le altre aziende ricoprivano spesso il ruolo di principale azionista, a conferma dell'importante peso che avevano le strutture piramidali. Il capitale detenuto da queste imprese, tuttavia, risulta quasi dimezzato nel 2007 (19%), il che testimonia l'indebolimento delle piramidi societarie. Il ruolo delle persone fisiche e delle società straniere è aumentato gradualmente nel tempo, a differenza di quello dello stato, il cui capitale medio si è attestato al 3.3%. Gli autori, in definitiva, mettono in luce che le società quotate, a differenza di quelle chiuse, hanno trasformato in parte la propria governance, anche se rimane ancora caratterizzata da un'elevata concentrazione di proprietà. Linciano (2002) ritiene che ciò sia dovuto ad un maggior grado di tutela degli investitori, che ha portato ad una diminuzione dei benefici privati del controllo e che è stato raggiunto attraverso due eventi particolari del processo di riforme italiano: l'introduzione della disciplina dell'OPA con la legge 149/1992, e la Legge Draghi del 1998. Tale riduzione è stata anche dovuta all'espansione del credito al mercato estero, che ha imposto un'azione più decisa di monitoraggio da parte della comunità finanziaria.

#### 4.5.1 Struttura proprietaria pre e post IPO

La decisione di un'impresa di effettuare un'IPO ha degli effetti sulla separazione tra proprietà e controllo, che è strettamente correlata alla teoria del principale-agente. I proprietari e i manager, durante la quotazione, vendono le loro azioni al pubblico e agli investitori esterni, al fine di monetizzare il loro investimento. Questo porta ad una diluizione della proprietà e all'ingresso di azionisti esterni di piccole dimensioni nel capitale sociale. L'azienda, prima della quotazione, è posseduta da pochi azionisti, che hanno grandi incentivi nel monitorare i manager e gestire correttamente la società. L'ingresso di nuovi soci, a seguito dell'offerta, riduce gli incentivi degli shareholders esistenti a vigilare sul comportamento dei dirigenti. Tale disallineamento di

interessi spinge i manager ad appropriarsi dei benefici privati del controllo, che provoca una diminuzione del valore dell'impresa (Jensen e Meckling, 1976). I proprietari originali della società, quando scelgono la via del Go Public, considerano le conseguenze che tale scelta ha sulla struttura proprietaria post-IPO e sulle sue strategie di crescita. Bebchuk (1999) afferma che in Italia, dove la protezione degli azionisti di minoranza è debole e i benefici privati del controllo sono elevati: i) i proprietari originari, dopo che rendono pubblica la propria società, mantengono la maggioranza dei voti; ii) l'assetto proprietario non si evolve verso uno disperso; iii) gli azionisti di controllo sono incentivati a separare il flusso di cassa dai diritti di voto durante l'IPO o negli anni successivi.

Rigamonti S. (2007) analizza l'evoluzione della struttura proprietaria delle imprese che si sono quotate in Italia dal 1985 al 2005. Lo studio condotto mostra che pre-IPO, l'azionista principale detiene oltre il 70% dei diritti di voto e solo nel 24% dei casi, esso non possiede la maggioranza delle voting shares (Tabella 22). Le società high-tech sono caratterizzate dal fatto che i large shareholders non hanno la maggioranza dei voti anche prima dell'IPO, mentre nelle altre società l'azionista di controllo si è assicurato l'80% del capitale votante. Il controllo è inoltre meno concentrato nelle aziende affiliate a gruppi piramidali e in quelle indipendenti. L'analisi sulla tipologia dei proprietari finali rivela invece che le famiglie controllano il 70% delle imprese e che lo stato è l'azionista di maggioranza nel 25% di esse. Quest'ultimo esercita un'influenza dominante nel 36% delle imprese finanziarie ed ha aumentato, durante il periodo in questione, le sue partecipazioni nelle banche e nelle compagnie di assicurazione. I venture capitalist, invece, sono presenti in un quinto delle società high-tech, dove possiedono meno del 40% dei diritti di voto. Le imprese appartenenti ai business group sono governate da una famiglia o dallo stato, e la differenza tra i diritti di voto detenuti dagli insider e dagli outsider dipende dalla struttura piramidale a cui appartiene la controllata. Le aziende scisse che sono controllate da una family company, si trovano alla base della catena di controllo e la famiglia ha già diluito la sua quota ai livelli più alti. La struttura di comando, quando l'impresa è di proprietà dello Stato, è più corta e, di conseguenza, la capogruppo non ha ridotto in modo significativo la propria partecipazione.

Tabella 34: Tipologia di ultimate shareholder e diritti di voto detenuti ante-IPO delle imprese che si sono quotate nel periodo 1985-2005

Type of ultimate shareholder	Frequency distribution			Voting rights held - Mean			Voting rights held - Median		
	Total sample	Financial	Non financial	Total sample	Financial	Non financial	Total sample	Financial	Non financial
Family	70.1%	33.3%	75.7%	69.3%	48.1%	70.7%	70.8%	50.0%	77.0%
Financial intermediary	3.2%	24.2%	-	66.3%	66.3%	-	67.8%	67.8%	-
Widely-held company	2.0%	3.0%	1.8%	77.3%	77.1%	77.4%	77.1%	77.1%	87.4%
Foreign company	1.6%	-	1.8%	82.2%	-	82.2%	82.5%	-	82.5%
State	15.1%	36.4%	11.9%	87.4%	93.6%	84.5%	100.0%	100.0%	100.0%
VC	8.0%	3.0%	8.7%	57.3%	67.8%	56.7%	58.8%	67.8%	58.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%						

Fonte: Rigamonti S. (2007). *Evolution of ownership and control in Italian IPO firms.*

L'autrice si focalizza anche sul comportamento delle aziende durante l'IPO e mette in evidenza che il 76% di esse utilizza la quotazione per raccogliere nuova liquidità. Il 31% emette solo nuove azioni, mentre nel 45% delle società, gli azionisti esistenti vendono anche le proprie partecipazioni. Le imprese appartenenti a strutture piramidali sono quelle che più fanno ricorso all'OPV, infatti le azioni cedute rappresentano l'87% del totale delle azioni offerte da questa tipologia di aziende. Le imprese high-tech, invece, presentano un comportamento diametralmente opposto, dato che il 93% di esse emette nuove azioni o un mix tra nuove ed esistenti. Le aziende a conduzione familiare, invece, non hanno una strategia unica quando diventano pubbliche. La decisione di quotare una carve-out è guidata dal desiderio di ridurre la quota detenuta, visto

che le azioni esistenti rappresentano l'89% di tutte quelle offerte e nell'87% dei casi è la famiglia al vertice della piramide che le vende. Nelle aziende familiari indipendenti, al contrario, il motivo alla base della quotazione non è il desiderio della famiglia controllante di diversificare la propria attività, ma la necessità di nuovi finanziamenti. Le OPV, infatti, rappresentano solo l'8% di tutte le IPO, rispetto al 55% delle imprese scisse controllate dalle famiglie.

L'analisi sulla struttura proprietaria post-IPO mette in luce che il blockholder, nel 27% delle aziende, controlla almeno 2/3 dei diritti di voto, mentre le società il cui ultimo azionista detiene meno del 50% dei diritti di voto rappresentano il 36% dell'intero campione (rispetto al 24% pre-IPO). Lo shareholder finale di un'impresa tecnologica è disposto a rinunciare al controllo quando quota la propria società, al fine di raccogliere capitali per finanziare le opportunità di crescita, infatti la quota posseduta dalla famiglia scende da una media del 57% ante-IPO al 42% subito dopo la quotazione. L'indagine sugli strumenti di estrazione dei benefici privati del controllo rivela che 55 aziende, prima di diventare pubbliche, dispongono di un meccanismo che dissocia i flussi di cassa dai diritti di voto e che 53 su 55 hanno creato strutture piramidali (Tabella 23). I dati mostrano che otto aziende, durante il processo di listing, separano la proprietà dal controllo attraverso l'emissione di azioni prive del diritto di voto (6) e ricorrendo a strutture piramidali. Le prove indicano che, al momento della quotazione, pochissime aziende utilizzano dispositivi per separare la proprietà dal controllo. Ciò è incompatibile con quanto trovato da Bebchuk (1999), il quale sostiene che i proprietari iniziali che desiderano mantenere un blocco sul controllo, cercano di separare il flusso di cassa dai diritti di voto al fine di ridurre i costi di diversificazione e liquidità non ottimali. L'analisi post-IPO sull'utilizzo degli strumenti di separazione rivela che vi è un aumento del numero di società che creano una struttura dual-class e una diminuzione di quelle che fanno uso delle piramidi. L'11% delle società il cui ultimo azionista mantiene ancora il controllo 10 anni dopo l'offerta pubblica ha creato una struttura duale durante l'IPO.

Tabella 35: Strumenti di separazione tra proprietà e controllo all'IPO. La prima colonna, per quanto riguarda il panel A, mostra il numero di società che separano la proprietà dal controllo prima dell'IPO negli anni 1985-2005; nella seconda e nella terza colonna le imprese del campione sono suddivise tra quelle che si sono quotate prima del 1993 e tra quelle che lo hanno fatto dopo. Il panel B comprende le aziende che usano l'IPO per dissociare i flussi di cassa dai diritti di controllo

	N. of firms	% of firms listed in 1985-1992	% of firms listed in 1993-2005
<b>Panel A - Ante-IPO</b>			
Firms with separation	55	60.0%	40.0%
Of which family firms	50	60.0%	40.0%
Of which State controlled	5	60.0%	40.0%
Of which carve-outs	41	78.0%	22.0%
Firms that use			
Only pyramids	53		
Only DCS	2		
Both	0		
<b>Panel B - At the IPO</b>			
Firms that separate	8	75.0%	25.0%
Of which family firms	2	50.0%	50.0%
Of which State controlled	5	80.0%	20.0%
Of which financial intermediaries controlled	1	100.0%	-
Firms that use			
Only pyramids	2		
Only DCS	6		
Both	0		

Fonte: Rigamonti S. (2007). *Evolution of ownership and control in Italian IPO firms.*

Rigamonti S. (2007) analizza, inoltre, le dinamiche di controllo delle società del campione fino a dieci anni dopo l'IPO e rileva che nel 75% del campione l'assetto proprietario non cambia, ovvero l'azionista principale mantiene la maggioranza delle voting shares. Un cambiamento della struttura si verifica invece nel 23% delle imprese, il 30% delle quali cambia proprietario entro tre anni dall'IPO. Le tipologie di aziende che presentano un turnover più alto nel controllo sono quelle il cui azionista di riferimento è un venture capitalist, visto che

l'obiettivo primario di questa classe di soggetti è massimizzare il rendimento dell'investimento. Le aziende a controllo familiare, al contrario, rinunciano al controllo solo nel 18% dei casi e la maggior parte delle partecipazioni di controllo vengono vendute a un altro blockholder su base amichevole o a causa di difficoltà finanziarie. Gli elementi di prova raccolti dalla studiosa dimostrano che le partecipazioni azionarie sono piuttosto stabili dopo l'IPO e che l'azionista finale mantiene la maggioranza dei diritti di voto, anche dieci anni dopo la quotazione, pertanto la struttura proprietaria delle aziende italiane non si disperde nel tempo. Le famiglie e gli intermediari finanziari mantengono la maggioranza dei diritti di voto, a differenza degli investitori di private equity, che diluiscono gradualmente la propria partecipazione nella società. Lo studio, in definitiva, mette in evidenza il fatto che i blockholders scelgono la via del Go Public con l'obiettivo di reperire nuovo capitale, mantenendo al contempo la maggioranza dei diritti di voto.

Celia (2008) esamina la composizione pre-IPO dell'azionariato delle società quotate nel periodo 2005-2007 sui mercati STAR, Standard ed Expandi. Lo studio evidenzia un'importante concentrazione proprietaria, infatti mediamente sono solo 4 i soci rilevanti e questi posseggono il 96% circa del capitale (Tabella 24). Il confronto tra i tre segmenti mostra che le società di medie dimensioni che hanno scelto Standard quale mercato di quotazione hanno mediamente un azionariato pre-IPO più aperto rispetto a quelle presenti che si sono quotate sugli altri due. Le public companies quotate sul segmento STAR presentavano prima della quotazione una forte componente familiare dell'azionariato, dato che il 69% del capitale era detenuto dalla famiglia, il 16% da fondi di private equity e il 15% da altri soggetti come manager e individui vicini alla famiglia. Le società che hanno preferito il mercato Expandi hanno la componente familiare maggiore (71%), coerentemente con la minore apertura del capitale delle piccole imprese italiane a carattere familiare. Le società quotate sul segmento Standard presentano in media un azionariato più aperto, con partecipazioni possedute nel 58% dei casi da istituzioni pubbliche e manager, mentre l'incidenza dei fondi è pari al 13%.

Tabella 36: Concentrazione azionaria pre-IPO nel periodo 2005-2007. Disaggregazione per i segmenti di quotazione STAR, Standard e Expandi

	Azionisti rilevanti pre-IPO	
	Numero	Totale partecipazioni
<b>PMI</b>	<b>4.1</b>	<b>95.8%</b>
	3.0	99.0%
<b>STAR</b>	<b>4.0</b>	<b>96.8%</b>
	3.0	98.7%
<b>Standard</b>	<b>4.1</b>	<b>95.9%</b>
	3.0	98.7%
<b>Expandi</b>	<b>4.4</b>	<b>94.2%</b>
	4.0	99.1%

Fonte: Celia P. (2008). *Underpricing, oversubscription, ownership dispersion e liquidità nel mercato secondario: evidenze dalle ultime operazioni italiane.*

Scribano (2015) analizza invece l'assetto proprietario, precedente e successivo al processo di listing, delle imprese che si sono quotate in borsa nel periodo 2003-2009. Essa rileva che il principale azionista detiene una quota media del 67% del capitale prima dell'IPO, che scende al 46% in seguito all'offerta e che i primi tre shareholders riducono le loro quote dall'88% al 58%. L'autrice si focalizza anche sul calo delle performance operative che le aziende italiane manifestano dopo un'offerta pubblica iniziale, con l'obiettivo di verificare se tale diminuzione è correlata alla diluizione della proprietà post-IPO. Le prove raccolte dimostrano che le imprese che diventano pubbliche segnalano un deterioramento dei risultati operativi. Tale fenomeno ha origine dal problema di agenzia e fa riferimento alla dispersione della proprietà. Le imprese che effettuano

un'offerta pubblica frammentano la proprietà, in quanto nuovi azionisti esterni entrano a far parte del capitale sociale. Questa separazione della proprietà e dal controllo riduce gli incentivi dei dirigenti e dei fondatori ad agire nell'interesse dell'impresa e porta a una riduzione della redditività. Lo studio condotto mostra che la concentrazione della governance, negli anni precedenti l'IPO, influenza positivamente il rendimento operativo, che non è però correlato alla proprietà negli anni seguenti alla quotazione. La studiosa ha individuato due motivazioni che possono spiegare tale relazione: la prima fa riferimento al fatto che il rendimento di un'impresa, una volta che diventa pubblica, è condizionata dal giudizio degli analisti delle banche di investimento; la seconda è che le IPO non portano a un disallineamento di interessi tra azionisti e manager, perché i primi mantengono un investimento elevato nella società nei primi anni di trading.

#### 4.5.2 Struttura proprietaria negli anni recenti

Le evidenze empiriche sulla struttura proprietaria presentate nei paragrafi precedenti hanno messo in luce che le imprese italiane sono caratterizzate da un'elevata concentrazione della proprietà e da una limitata contendibilità del controllo, e che le riforme attuate dal legislatore hanno avuto una scarsa efficacia su di essa. L'evoluzione degli assetti governativi delle public companies italiane è proseguita anche negli anni recenti, che sono stati caratterizzati dall'attuazione del decreto Competitività. Il report sulla corporate governance realizzato dalla Consob (2019) mostra che, in linea con le evidenze storiche, la proprietà concentrata resta prevalente tra le società italiane quotate. La tabella 25 evidenzia che la quota media detenuta dal maggiore azionista è del 48,3% nel 2018, leggermente superiore al livello del 2010 (46,2%) e in linea con il valore registrato nel 1998 (48,7%). L'assetto proprietario delle società, pertanto, è rimasto costante nel corso dell'ultimo ventennio, visto che la partecipazione detenuta dal principale shareholder è diminuita solamente dello 0,4%. La partecipazione media posseduta dal mercato subisce un aumento di tre punti percentuali, passando dal 36,5% del 1998 al 39,5% del 2018. L'analisi rivela che, al termine del 2018, le imprese sono controllate da un azionista che detiene una partecipazione superiore alla metà del capitale in 123 casi, attraverso una partecipazione inferiore al 50% in 57 casi e da una coalizione di azionisti in 23 casi.

Tabella 37: Concentrazione proprietaria nelle imprese quotate italiane dal 1998 al 2008. <sup>1</sup> Media delle azioni ordinarie detenute dal largest shareholder. <sup>2</sup> Media delle azioni detenute dai maggiori azionisti esclusi i largest. <sup>3</sup> Media delle azioni ordinarie detenute dagli azionisti che posseggono una quota inferiore al 2% del capitale sociale. <sup>4</sup> Media delle azioni ordinarie detenute dal largest shareholder per le imprese non controllate tramite patti di sindacato e controllate da coalizioni

	largest shareholder <sup>1</sup>		other major shareholders <sup>2</sup>		market <sup>3</sup>		controlling share <sup>4</sup>	
	simple mean	weighted mean <sup>5</sup>	simple mean	weighted mean <sup>5</sup>	simple mean	weighted mean <sup>5</sup>	simple mean	weighted mean <sup>5</sup>
1998	48.7	34.7	14.7	10.0	36.5	55.3	51.7	35.0
2010	46.2	34.0	17.7	13.5	36.1	52.5	49.6	34.6
2011	46.1	35.7	17.6	11.4	36.3	52.9	49.7	35.7
2012	46.8	34.8	16.9	9.4	36.4	55.8	49.6	34.4
2013	46.8	34.8	16.5	10.2	36.7	55.0	48.9	34.2
2014	46.0	34.5	16.5	9.2	37.5	56.3	48.0	33.3
2015	46.7	33.9	15.0	9.6	38.3	56.5	48.5	32.2
2016	46.9	34.0	12.8	7.2	40.3	58.9	48.8	33.2
2017	47.7	34.7	12.0	7.4	40.4	57.9	48.8	33.8
2018	48.3	36.5	12.2	6.4	39.5	57.1	49.2	35.7

Fonte: Report on corporate governance of Italian listed companies. Consob (2019)

Le società con azionariato diffuso tra il pubblico rappresentano solo il 5,6% del totale delle società quotate, infatti, tra le 231 imprese presenti in borsa nel 2018, solo 13 hanno più del 70% del capitale presente sul mercato. La quota del primo azionista nelle società che fanno parte del Ftse Mib, tuttavia, si è ridotta di sei punti percentuali rispetto al 2010, portandosi al 30% a fine 2018. Le società che hanno effettuato un'IPO nel triennio 2015-2017, a differenza di quelle già presenti sul mercato, sono controllate con maggior frequenza

da istituzioni finanziarie (32% vs. 4%) e sono caratterizzate anche da una minore presenza del modello di controllo solitario (60% vs. 73%) e familiare (28% vs. 64%).

Le aziende familiari, in linea con l'indagine dell'osservatorio AUB, sono la tipologia di control shareholder più diffusa, infatti rappresentano quasi il 66% del mercato (tabella 26). La loro presenza nel capitale delle listed companies è aumentata gradualmente nel tempo, dal momento che la quota media posseduta passa dal 60.6% del 2012 al 65.8% del 2018. La maggior parte delle 152 aziende controllate dalle family firms sono piccole imprese appartenenti all'indice Star o non incluse in alcun indice. Gli investitori istituzionali sono presenti nell'azionariato rilevante di 62 società, che rappresentano il 27% del mercato, con una quota media di capitale pari al 7,6%. Il numero di imprese possedute, tuttavia, ha subito una netta diminuzione dal 2010, dove le società erano 78, attribuibile da un lato al continuo declino di quelli italiani, e dall'altro alla stabilizzazione delle quote detenute dagli investitori esteri, dopo la crescita che hanno avuto negli anni precedenti. La tendenza di crescita delle partecipazioni delle imprese estere, che si era registrata in precedenza, continua anche negli anni successivi al 2010, a dimostrazione di una maggiore apertura del mercato italiano all'investimento estero. Lo stato e le altre autorità locali sono azionisti rilevanti in 13 imprese, specialmente di piccole dimensioni, mentre quelli esteri detengono partecipazioni rilevanti in 51 emittenti, che comprendono società a medio-alta capitalizzazione. L'evoluzione temporale delle quote detenute da questa classe di soggetti, complessivamente pari a 79, conferma, da un lato, la contrazione della presenza di banche e assicurazioni che registrano nel 2018 il valore minimo di otto partecipazioni e, dall'altro, l'aumento delle quote di capitale riferibili agli investitori cosiddetti attivi, quali private equity, venture capital e fondi sovrani, per i quali si registrano complessivamente 27 partecipazioni rilevanti.

Tabella 38: Identità dell'ultimate controlling agent (UCA) nelle imprese quotate in Italia negli anni 2012-2018

	families			State and local authorities			financial institutions			mixed <sup>1</sup>			no UCA <sup>2</sup>		
	no.	weight <sup>2</sup>	% market cap <sup>1</sup>	no.	weight <sup>2</sup>	% market cap <sup>1</sup>	no.	weight <sup>2</sup>	% market cap <sup>1</sup>	no.	weight <sup>2</sup>	% market cap <sup>1</sup>	no.	weight <sup>2</sup>	% market cap <sup>1</sup>
2012	152	60.6	26.4	22	8.8	41.7	9	3.6	0.6	20	8.0	6.8	48	19.1	24.5
2013	149	61.1	29.7	21	8.6	34.7	9	3.7	0.7	16	6.6	7.2	49	20.0	27.8
2014	145	60.9	27.7	19	8.0	32.2	11	4.6	0.9	16	6.7	7.5	47	19.7	31.7
2015	143	61.1	29.2	19	8.1	30.4	10	4.3	0.9	14	6.0	3.6	48	20.5	35.9
2016	146	63.5	33.3	21	9.1	35.9	10	4.3	0.8	12	5.2	3.6	41	17.8	26.5
2017	145	62.8	33.5	23	10.0	34.0	14	6.1	0.9	7	3.0	2.6	42	18.2	29.0
2018	152	65.8	33.0	23	10.0	37.8	11	4.8	0.4	7	3.0	1.9	38	16.4	27.0

Fonte: Report on corporate governance of Italian listed companies. Consob (2019)

Rondi & Abrardi (2020), esaminando l'evoluzione degli assetti proprietari e di controllo delle imprese italiane quotate dal 2000 al 2017, rilevano caratteristiche simili per il sistema italiano. Gli autori riscontrano che le aziende familiari sono il modello di proprietà prevalente e che il loro assetto proprietario è altamente concentrato. I dati raccolti mettono in evidenza che la presenza dello Stato come azionista, sia a livello nazionale che a livello locale, è ancora forte e che gli investitori privati mantengono il controllo delle loro imprese. Gli investitori istituzionali, al contrario, hanno ridotto la loro presenza in tutti i tipi di imprese e hanno manifestato la tendenza ad investire in un numero inferiore di imprese. La quota di controllo media delle imprese familiari non è mai inferiore al 60%, mentre quella delle private companies aumenta nel tempo. Le family companies sono quelle in cui si verifica con maggior frequenza che la stessa persona ricopre sia il ruolo di CEO che di presidente del CdA, suggerendo una forte volontà di tenere tutto sotto controllo e di avere più spazio per le manovre.

Ciavarella & Linciano (2018) confrontano invece i profili di governance delle PMI italiane quotate sul Mercato telematico azionario di Borsa Italiana e sull'Alternative Investment Market Italia. L'analisi evidenzia che le

Small Cap di questi due segmenti di mercato sono in prevalenza caratterizzate da assetti proprietari fortemente concentrati: il 63% delle Small Cap è controllato da un azionista che detiene una quota superiore al 50% del capitale; per le società Star la percentuale si riduce al 50%. I dati complessivi del mercato AIM sono influenzati dalla elevata presenza di SPAC, che fa scendere la percentuale di imprese nelle quali il primo azionista detiene una quota maggiore del 50% al 55%, in linea con le Small Cap MTA. Le società Star si caratterizzano per un flottante più elevato delle altre, presentando un valore medio del 42% a fronte del 33% per le Small Cap e del 34% per le società AIM. La percentuale di società in cui gli investitori istituzionali detengono partecipazioni rilevanti oscilla tra il 21% per gli emittenti MTA e il 25% per l'AIM, dove 31 finanziatori rilevanti detengono partecipazioni in 26 società. Essi sono azionisti di maggioranza in 34 società quotate sull'MTA, di cui 22 appartenenti al segmento Star (che rappresentano il 30,6% del totale delle società nell'indice) e 12 Small Cap. Le società dell'AIM Italia dove è presente almeno un investitore istituzionale rilevante sono 26 e rappresentano il 25,2% del totale. La quota media detenuta è pari al 7,8% su MTA e all'8,3% su AIM (tabella 27).

Tabella 39: Partecipazioni rilevanti degli investitori istituzionali (dati di fine 2017; luglio 2018 per AIM Italia). Confronto tra i mercati MTA (Star e Small Cap) e AIM Italia

		almeno un investitore istituzionale			almeno un investitore istituzionale italiano			almeno un investitore istituzionale straniero		
		n. società	peso <sup>1</sup>	quota <sup>2</sup>	n. società	peso <sup>1</sup>	quota <sup>2</sup>	n. società	peso <sup>1</sup>	quota <sup>2</sup>
MTA	Star	22	30,6	7,8	3	4,2	8,6	20	27,8	7,3
	Small Cap	12	13,6	7,7	5	5,7	5,7	8	9,1	8,0
	<i>totale</i>	34	21,3	7,8	8	5,0	6,8	28	17,5	7,5
AIM Italia		26	25,2	8,3	17	16,5	9,0	13	12,6	7,4

Fonte: Governance e trasparenza nelle società Small Cap: Un confronto tra MTA e AIM Italia. Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting (2018)

Questa classe di soggetti evidenzia, per quanto riguarda il mercato MTA, una netta prevalenza di quelli stranieri, che sono presenti nel 17,5% del totale delle Small Cap/Star, mentre le imprese in cui figura almeno un investitore italiano rilevante sono 8, pari al 5% del totale delle società del campione. Le aziende dell'AIM, invece, vedono la prevalenza della controparte italiana, infatti tra le 26 società con almeno un investitore rilevante, 13 presentano almeno un individuo istituzionale estero e 17 hanno almeno uno soggetto italiano. Banche e compagnie assicurative rappresentano il 26% dei soggetti istituzionali presenti sull'AIM, il 7,7% di quelli che investono sulle società Star e il 20% di quelli delle Small Cap. La composizione dei consigli di amministrazione, a fronte delle somiglianze rilevate negli assetti proprietari, mostra maggiori divergenze tra i due mercati, riconducibili ai più stringenti vincoli legislativi e regolamentari a cui sono assoggettate le imprese quotate sull'MTA. I boards di quest'ultimo segmento sono più numerosi (in media 9 membri versus i 6 delle società AIM), presentano una maggiore incidenza di amministratori indipendenti (45% versus 26%) e una presenza femminile più elevata (36% versus 22%). Gli studi empirici condotti sul sistema finanziario italiano, in definitiva, mostrano che gli assetti proprietari delle società italiane sono rimasti cristallizzati e che la maggior parte di esse rimane prevalentemente in mano alle famiglie e allo stato. L'unica novità rispetto agli anni Novanta e ai primi anni Duemila è l'aumento delle quote possedute dagli investitori esteri, che ha portato un numero sempre maggiore di finanziatori stranieri ad interessarsi alle imprese italiane. Un ulteriore effetto positivo registrato nell'ultimo decennio è rappresentato da un lieve aumento delle società a proprietà dispersa, nonostante la concentrazione della proprietà rimanga piuttosto alta e la contendibilità del controllo sia ancora limitata.

#### 4.5.3 Controllo Familiare

Il controllo familiare, caratteristica tipica delle imprese italiane, è riconducibile a tutti quei casi in cui il controllo è saldamente nelle mani di una singola persona o dei membri di una famiglia. L'unità dell'indirizzo di governo familiare è garantita o dalla presenza nel capitale di altri membri della famiglia, oppure

dall'esistenza di particolari vincoli o accordi sociali che assicurano la governance dell'impresa. La sovrapposizione famiglia-impresa che si crea può essere totale, nel caso in cui tutte le risorse umane e finanziarie vengono fornite dalla famiglia proprietaria, oppure parziale, nel caso vi siano risorse esterne o azionisti di minoranza non legati da vincoli di parentela con il gruppo di controllo. La simbiosi tra impresa e famiglia, negli anni, è risultata spesso vincente, generando delle realtà imprenditoriali che oggi sono leader mondiali in diversi settori economici. Il bilanciamento tra queste due componenti, data la loro natura ambivalente, può quindi dare origine a dei risultati positivi ma anche negativi, che scaturiscono dalla prevalenza di un sistema sull'altro (Reid et al., 1999). Le family firms sono caratterizzate dal fatto che il processo decisionale e di formulazione delle strategie è fortemente accentrato nelle mani dell'imprenditore, e gli obiettivi aziendali sono indirizzati dalle sue aspirazioni individuali. Gli organi di governo sono meramente formali, essendo composti esclusivamente o per maggioranza dai familiari del proprietario. La famiglia intende trasferire l'azienda di generazione in generazione e, in relazione a tale finalità, mantiene il controllo dell'impresa in maniera tale da non renderla contendibile. Le imprese familiari emergono come risposta razionale al contesto istituzionale e di mercato, pertanto sono più redditizie di quelle non familiari nei paesi con strutture giuridiche deboli, dove un membro della famiglia può sostituire la governance mancante e l'enforcement contrattuale. Un'altra fonte di vantaggio comparativo per le imprese familiari è il fatto che la trasmissione di conoscenze specifiche per le imprese è più facile tra un fondatore e i suoi eredi. La concentrazione della proprietà fornisce agli azionisti individuali e familiari gli incentivi per monitorare i manager, perché è in gioco la loro ricchezza, e di conseguenza il problema di agenzia è mitigato.

Le aziende familiari italiane comprendono non solo aziende di piccole dimensioni in cui i parenti appartenenti alla stessa famiglia collaborano tra di loro, ma anche multinazionali quotate sui mercati internazionali, come ad esempio Amplifon, Barilla, Brembo e Ima. Le società appena citate, oltre a rappresentare le realtà italiane più performanti in Europa (Credit Suisse Research, 2018), sono degli esempi di imprese familiari di medie dimensioni che, insieme a quelle aggregate in costellazioni e a quelle di piccole dimensioni (Tabella 28), rappresentano il modello di corporate governance più diffuso in Italia.

Tabella 40: Numero di imprese per classe di addetti nel 2016 (Valori assoluti e percentuali)

Dimensione d'impresa (n. addetti)	Totale	
	Imprese	%
1-9 (microimprese)	4.180.870	95,22%
10-49 (imprese di piccole dimensioni)	184.098	4,19%
50-249 (imprese di medie dimensioni)	22.156	0,50%
250 e oltre (grandi imprese)	3.787	0,09%
<b>Totale</b>	<b>4.390.911</b>	<b>100%</b>

Fonte: Credit Suisse Research (2018)

La tabella sopra riportata permette di delineare l'aspetto strutturale dell'economia italiana: un tessuto imprenditoriale caratterizzato dalla presenza di imprese di piccola e piccolissima dimensione con una governance di tipo familiare. Il modello di governance aziendale tipico delle imprese italiane è quello *padronale*, in cui la struttura proprietaria è concentrata nelle mani della famiglia e in cui si assiste all'accentramento tra proprietà e controllo. La concentrazione dell'azionariato permette all'imprenditore che presiede l'assemblea dei soci di definire "le regole del gioco", influenzando la nomina e la composizione dei membri del consiglio di amministrazione. L'impostazione del modello padronale prevede che il proprietario persegua i propri obiettivi imponendo azioni o decisioni al management, senza correre il rischio che i manager abbiano l'intenzione di appropriarsi dei benefici privati a danno degli azionisti. L'azionista di maggioranza potrebbe essere poco disposto al cambiamento e privo di competenze tali da poter intraprendere un qualsiasi processo di trasformazione dell'impresa (Zattoni, 2015). L'allineamento di proprietà e gestione nelle

mani dei familiari potrebbe infatti rappresentare un limite alla crescita dimensionale dell'impresa per le seguenti ragioni:

- La scarsità di capitali: le imprese familiari fanno un elevato ricorso all'auto-finanziamento, preferendolo a modalità di entrata a elevato livello di commitment (quotazione in borsa e/o ricorso a soggetti estranei alla famiglia);
- L'insufficienza delle competenze: le imprese, talvolta, necessitano di assumere manager esterni, che le permettano di poter vantare nuove conoscenze e competenze. Alcuni membri della famiglia potrebbero non avere le opportune capacità imprenditoriali e gestionali, ed è indispensabile riconoscere l'esigenza di nuove professionalità che affianchino i membri della famiglia nelle posizioni manageriali chiave;
- L'incapacità di gestire situazioni complesse: l'evidenza empirica dimostra che nelle piccole imprese a proprietà concentrata il leader familiare realizza ottime performance (+1,4% ROI rispetto alle aziende controllate da non familiari), ma che nelle grandi società a proprietà allargata sono i professionisti esterni a garantire i risultati migliori (Corbetta, 2010).

Le family firms che rinunciano al controllo totalitario o di maggioranza sono proprio quelle che intendono perseguire l'obiettivo di sviluppo delle proprie realtà imprenditoriali. La volontà di mantenere la governance dell'impresa fa sì che la proprietà delle aziende familiari italiane tenda a rimanere chiusa, che la crescita dimensionale venga bloccata e che diventi sempre più difficile aprire il capitale di rischio a soggetti esterni. Il report dell'Associazione italiana delle aziende familiari<sup>14</sup> conferma il forte interesse delle famiglie italiane al controllo delle proprie società (Tabella 29). I dati mostrano che, su un campione di 16.000 imprese, i 2/3 presentano un assetto proprietario familiare, la cui incidenza diventa sempre più marcata al diminuire della dimensione del fatturato prodotto. Tali imprese rappresentano numericamente quasi il 60% del mercato azionario italiano, pesando per oltre il 25% della sua capitalizzazione, mentre quelle con un fatturato superiore a 20 milioni di euro costituiscono il 65% del totale delle imprese italiane, consolidando un fatturato complessivo di oltre 730 miliardi. Esse hanno una crescita superiore rispetto alle altre tipologie di aziende (+47,2% negli ultimi dieci anni, contro il 37,8% delle altre imprese), registrano una redditività più alta (ROI del 2016 al 9,1% contro il 7,9% di altre forme societarie) e hanno un rapporto di indebitamento più basso. Le family companies italiane si distinguono anche per la longevità: 15 tra le prime 100 aziende più antiche al mondo sono italiane, e tra queste, cinque sono tra le dieci società più vecchie tuttora in esercizio.

---

<sup>14</sup> L'Aidaf è un'associazione che raggruppa le principali aziende familiari italiane quotate in borsa e che monitora e analizza le performance economiche e finanziarie delle imprese familiari che hanno un fatturato superiore ai venti milioni di euro.

Tabella 41: Assetto proprietario delle imprese italiane, suddivise per tipologia di azionista di maggioranza (2014)

ASSETTO PROPRIETARIO	PICCOLE *		MEDIO-GRANDI **		TOTALE	
	N	%	N	%	N	%
Familiari	6.149	70,5%	4.242	59,2%	10.391	65,4%
Filiali di Imprese Estere	1.181	13,5%	1.494	20,9%	2.675	16,8%
Coalizioni	450	5,2%	476	6,6%	926	5,8%
Cooperative e Consorzi	533	6,1%	382	5,3%	915	5,8%
Statali/Enti locali	255	2,9%	347	4,8%	602	3,8%
Controllate da Fondi di Inv./PE	91	1,0%	158	2,2%	249	1,6%
Controllate da Banche/Assicurazioni	47	0,5%	61	0,9%	108	0,7%
Controllate da Fondazioni	11	0,1%	1	0,0%	12	0,1%
Public companies	0	0,0%	2	0,0%	2	0,0%
Totale	8.717	100,0%	7.163	100,0%	15.880	100,0%

\* Piccole: aziende con fatturato compreso tra 20 e 50 milioni di euro alla fine del 2014 (fonte: Aida).

\*\* Medio-grandi: aziende con fatturato superiore a 50 milioni di euro alla fine del 2014 (fonte: Aida).

Fonte: Rapporto finale Osservatorio AUB, 2017

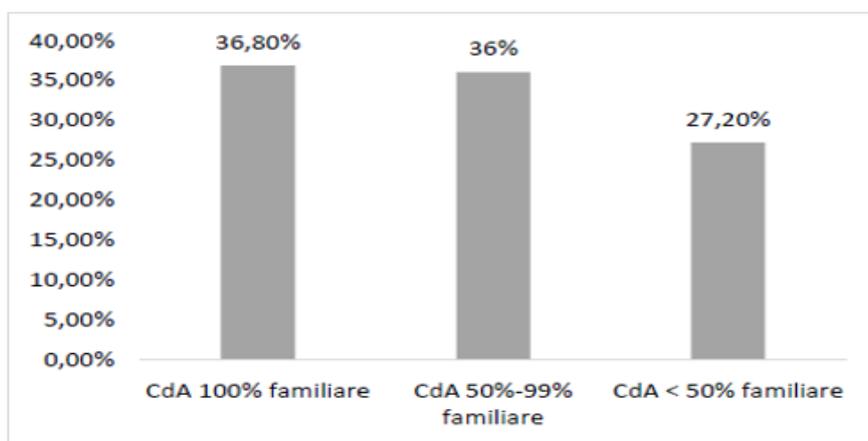
Rondi & Abrardi (2020) esaminano l'evoluzione dell'assetto proprietario e del governo societario delle aziende a conduzione familiare quotate nel periodo 2000-2017, focalizzandosi, in particolare, sul rapporto tra proprietà familiare e performance aziendale. L'analisi mostra che le quote di proprietà nelle family companies sono elevate e stabili per tutto l'arco di tempo considerato, con gli azionisti che riescono a trarre elevati benefici monetari sotto forma di dividendi. Il 50% delle imprese facenti parte del campione opera in settori ad alta intensità di R&S, mentre la proprietà familiare è più probabile in quelle attività caratterizzate da alti tassi di importazioni e nelle industrie meno concentrate. Il numero di imprese private, durante tale decennio, è aumentato più rapidamente rispetto a quello delle aziende familiari, che nel 52,7% dei casi hanno un amministratore delegato appartenente alla famiglia. Il numero di aziende con un CEO di famiglia ha manifestato una tendenza al ribasso, in quanto tale valore, che nel 2000 era pari al 70%, ha subito un calo marcato dopo la crisi del 2008. Il confronto tra queste due tipologie di imprese, in termini di performance, ha messo in luce che le aziende a conduzione familiare hanno prestazioni migliori (ROA) rispetto a quelle non familiari prima del 2008, mentre il contrario è vero dopo la crisi deflagrata in quell'anno. La quota di controllo, all'interno delle aziende familiari, è inferiore quando l'amministratore delegato è un membro della famiglia. Ciò indica un compromesso tra proprietà e controllo, in base al quale il proprietario della famiglia detiene una quota azionaria maggiore quando l'impresa è gestita da un estraneo. Gli autori si focalizzano anche sui risultati delle aziende per tipologia di CEO, al fine di capire se il diverso comportamento delle due classi di aziende studiate sia dovuto al diverso livello di concentrazione della proprietà o sia piuttosto una conseguenza della differente tipologia di controllo. Le aziende familiari con un CEO di famiglia presentano un ROA costantemente inferiore a quello delle imprese con un CEO esterno, anche se non ci sono marcate differenze in termini di volatilità. Questo suggerisce che i risultati volatili delle imprese non familiari potrebbero essere causati dalla loro struttura proprietaria diversa, piuttosto che dalla loro gestione professionale esterna. Gli studiosi trovano che il rapporto tra proprietà familiare e redditività dell'azienda è positivo, però le imprese familiari evidenziano un market to book inferiore. Ciò implica che il mercato azionario valuta la proprietà familiare con uno "sconto", che è più alto quando l'amministratore delegato della famiglia è anche presidente del consiglio. Il CEO di questa tipologia di società, infatti, riesce a estrarre maggiori benefici privati quando è in grado di dominare il CdA.

La governance delle family companies italiane, in generale, tende a presentarsi semplice ed informale e la gestione dell'impresa si traduce in una traslazione della gerarchia familiare, in quanto l'attività aziendale viene vista come un affare di famiglia (Zattoni, 2015). Gli organi di governo sono costituiti solo per gli adempimenti burocratici, infatti i Consigli di Amministrazione si riuniscono una o due volte l'anno al solo fine di approvare i bilanci e deliberare la distribuzione di dividendi. Essi risultano composti esclusivamente da

familiari, che assumono simultaneamente i ruoli di manager, presidenti e soci. Una parte della letteratura percepisce in modo positivo la composizione degli organi di governo con i soli membri della famiglia, in quanto la sovrapposizione delle funzioni dirigenziali e manageriali garantisce l'allineamento degli interessi della famiglia con quelli dell'impresa (Gersick et al., 1997). Ciò è valido per la prima generazione, ossia fin quando l'impresa risulta ancora piccola e la struttura organizzativa è poco complessa, poiché la famiglia, in questa fase, è spinta a non costituire o non formalizzare i sistemi di governance, in quanto ritenuti ininfluenti alla gestione degli assetti organizzativi.

Tali conclusioni non possono essere tratte per il medio-lungo periodo, dato che la sovrapposizione tra i sottosistemi famiglia-impresa rende indispensabile un allargamento degli assetti direzionali, in particolar modo se si pensa che prima o poi l'impresa sarà costretta a dover crescere per restare competitiva e a dover gestire il passaggio generazionale. Le stesse considerazioni valgono per tutte quelle situazioni in cui si verifica la commistione di ruoli in capo ad uno o pochi familiari. Tale sovrapposizione di cariche, infatti, può essere fonte di conflitti, inefficienze nella supervisione della società e nell'identificazione delle azioni strategiche. L'Aidaf rileva che in Italia il 66% delle imprese familiari possiede un management composto interamente da componenti della famiglia. Questa situazione in Spagna si riscontra nel 33% delle family firms, in Francia nel 26% ed in UK solo nel 10%. Il dato trova conferma anche nell'analisi condotta nel 2018 dall'Osservatorio AUB, che analizza la presenza dei familiari nel Consiglio di Amministrazione (Figura 24). I dati mettono in luce che il 72,8% delle aziende italiane presenta un CdA formato quasi esclusivamente da membri della famiglia. L'indagine condotta dall'Aidaf mostra, inoltre, che le family firms con almeno un consigliere esterno crescono di più e registrano una redditività superiore rispetto alle imprese con un consiglio composto da soli membri della famiglia.

Figura 15: Percentuali relative alla presenza dei membri della famiglia nel CdA delle società quotate a controllo familiare (2018)



Fonte: Rapporto finale Osservatorio AUB, 2018

Il Report dell'AUB mette in evidenza che le imprese quotate, nel decennio 2007-2017, hanno mostrato una maggiore apertura verso una leadership non familiare, la cui incidenza sul totale delle aziende è passata dal 52,7% di inizio periodo al 40,2% di fine periodo (tabella 30). Esse hanno anche fatto registrare un aumento della presenza delle donne nel CdA (26,2%) e un progressivo invecchiamento dei proprietari. Il sistema economico italiano, in definitiva, è caratterizzato da un gap culturale legato alla combinazione di proprietà, gestione e dimensione dell'impresa. La concentrazione totalitaria della proprietà e della gestione nelle mani dei familiari fa sì che lo sviluppo delle imprese venga limitato e che quest'ultime, per inerzia dei familiari, vengano condannate a rimanere piccole. Il processo di sviluppo di questa tipologia di aziende richiede la costituzione degli organi di governo e l'allargamento del team direzionale agli outsider o ai non-family manager. La crescita dimensionale è fonte di discontinuità nel ciclo di vita di queste organizzazioni e incide sulla modalità di gestione delle stesse. Il processo di sviluppo dimensionale, infatti, è accompagnato dalla

*sfamiliarizzazione*, ossia dal trasferimento, anche se parziale, della leadership a professionisti esterni che apportano competenze e risorse finanziarie decisive per il successo. Tale crescita, tuttavia, è limitata dalla marcata riluttanza all'apertura della compagine societaria da parte delle società italiane, che sono guidate da un eccessivo conservatorismo e dall'avversione al rischio<sup>15</sup>. L'autofinanziamento, che da sempre caratterizza le piccole imprese familiari italiane, non può continuare a rappresentare un porto sicuro per evitare l'ingresso di nuovi soggetti negli assetti governativi. Ciò perché le risorse possedute dalla famiglia potrebbero essere insufficienti a sostenere adeguati processi di sviluppo e inoltre perché le nuove sfide competitive richiedono ingenti investimenti in R&S, un grado di globalizzazione non indifferente ed imprese capaci di effettuare il salto dimensionale quotandosi in borsa.

Tabella 42: Leadership familiare e tipologia di consiglieri presenti nel CdA delle family companies quotate negli anni 2007 e 2017

	Società Quotate	
	2007	2017
Leadership familiare	52,7%	40,2%
% CdA maggioranza non familiare	89,1%	93,5%
% consiglieri outsider	n.d.	60,9%
% consiglieri donna	8,0%	26,2%
% leader ultra-settantenni	10,3%	20,6%

Fonte: Rapporto finale Osservatorio AUB, 2017

<sup>15</sup> Il rifiuto di aprire a soci terzi investitori il capitale sociale aziendale può limitare fortemente il tasso di crescita dell'impresa familiare. È un problema di mentalità frequente nel proprietario fondatore ed inoltre possono essere presenti limiti oggettivi e di non facile superamento nel breve periodo: stili di governo personalizzati, mancanza di adeguati strumenti di controllo e carenti sistemi direzionali nel governare a distanza l'azienda.

## 5. Analisi empirica dei dati

L'obiettivo dell'elaborato, come detto in precedenza, è quello di analizzare le peculiarità delle imprese italiane che si quotano in borsa tramite un'offerta pubblica iniziale, ed esaminare la loro struttura proprietaria. In questo capitolo verrà illustrato lo studio condotto sul sistema borsistico italiano, per capire se le caratteristiche che da sempre hanno contraddistinto il panorama nazionale vengono mantenute, e sull'evoluzione della struttura proprietaria negli anni successivi all'IPO. In seguito, vengono condotti dei test statistici per verificare la significatività dell'ipotesi che le imprese che non ricorrono al control enhancing mechanism ottengono performance simili rispetto a quelle che li adoperano. L'ultima parte, infine, illustra l'indagine relativa ai meccanismi di allocazione usati dalle imprese facenti parte del campione e all'Underpricing.

### 5.1 Presentazione dei dati

L'analisi condotta in questo elaborato si focalizza sulle caratteristiche delle società italiane che intraprendono la via del Go-Public, ma soprattutto sull'evoluzione della loro struttura proprietaria. Lo studio esamina sia la situazione pre-IPO, dove si va ad individuare l'azionista di controllo (ultimate shareholder) e la relativa quota posseduta, sia quella post-IPO, verificando se si è verificato un cambiamento nel soggetto che controllava l'impresa, o se il proprietario originale continua ad esercitare un'influenza dominante nella stessa. L'evoluzione dell'azionariato post-IPO, in particolare, è osservata a distanza di uno, tre e cinque anni dal momento della quotazione. Il campione selezionato include tutte le imprese che hanno intrapreso un'offerta pubblica iniziale nei mercati gestiti da Borsa Italiana dal 1° gennaio 2006 al 31 dicembre 2017. L'arco temporale è stato determinato a partire dal 2006 in quanto questa analisi ha l'obiettivo di creare una continuità con quella condotta dalla studiosa Rigamonti (2007), la quale esamina la struttura sociale, antecedente e successiva all'IPO, delle società quotate nel periodo 1985-2005. L'analisi prende in considerazione il 2019 come ultimo anno nel quale osservare i cambiamenti nella struttura azionaria per avere a disposizione le informazioni a distanza di tre anni dall'IPO per le società diventate pubbliche nel 2016 e anche perché non è ovviamente possibile conoscere gli azionari al 31 dicembre 2020.

I dati raccolti comprendono anche alcune informazioni anagrafiche e descrittive delle società, come ad esempio l'età o il settore di appartenenza. Le imprese finanziarie non sono comprese nel dataset delle imprese da analizzare, in quanto, sia dal punto di vista statutario che economico, hanno una struttura differente rispetto alle altre, essendo aziende costituite con lo scopo di investire in altri enti o di portare a termine acquisizioni strategiche. La maggior parte di esse, infatti, pur essendo società di capitali, sono SPAC o SICAV. Le prime sono appositamente costituite con l'obiettivo di reperire, attraverso il collocamento dei relativi strumenti finanziari, le risorse finanziarie necessarie e funzionali per attuare, attraverso un'attività di ricerca e di selezione, un'operazione di acquisizione e/o aggregazione con una società target. Tali veicoli di investimento, una volta individuata l'azienda obiettivo, si quotano in borsa tramite una business combination e non tramite un'IPO, stravolgendo la propria struttura proprietaria. Le seconde, invece, operano come dei fondi comuni di investimento, pertanto la loro mission è quella di partecipare in aziende redditizie per poter ottenere profitti. Oltre alle imprese finanziarie, sono state escluse dal campione altre due imprese, Te Wind Spa, che è stata incorporata da Agatos, e Sei Spa, che invece ha optato per il delisting, poiché nelle varie fonti utilizzate non erano presenti informazioni riguardanti le rispettive IPO. Il campione analizzato, in definitiva, è costituito da 152 osservazioni.

Le informazioni riguardanti la struttura proprietaria pre-IPO sono state raccolte dai prospetti informativi pubblicati dalle società, presenti sul sito internet di Borsa Italiana e su quello delle imprese stesse. Tale documento, nella sezione principali azionisti, riporta i soci principali e le relative quote possedute. L'analisi dell'evoluzione dell'azionariato post-IPO è stata invece effettuata utilizzando i dati raccolti dalla Consob, che riporta, anno per anno, i soggetti che detengono una parte rilevante nel capitale sociale delle società quotate in borsa. Questo studio è stato svolto utilizzando anche il database Aida, che è una banca dati che contiene

le informazioni storiche sulle imprese quotate italiane, e la piattaforma Thomson Reuters Corporation, la quale raggruppa un insieme di strumenti che consentono di monitorare ed elaborare complessi dati finanziari in tempo reale. La scelta di utilizzare questi due ulteriori strumenti è stata dettata dal fatto che la Consob, per quanto riguarda le società che operano un delisting dai mercati, elimina le informazioni storiche riguardanti gli azionisti principali, mentre i due software riportano tali indicazioni.

## 5.2 Ultimate Shareholder e quota di controllo

L'analisi sulla struttura proprietaria è incentrata sull'individuazione dell'ultimate shareholder, che è quel soggetto che possiede la quota più alta dei diritti di voto che compongono il capitale sociale di un'impresa, e sui meccanismi di separazione tra proprietà e controllo utilizzati dalle società facenti parte del campione. I meccanismi considerati sono quelli illustrati nel capitolo precedente, ovvero le piramidi societarie, le Dual Class shares e i patti parasociali. Lo studio prende in considerazione sia gli strumenti già utilizzati nella fase pre-IPO, sia quelli che vengono adottati successivamente alla quotazione, tra i quali le loyalty shares e le azioni a voto plurimo introdotte con il decreto Competitività. L'ultimate shareholder, nel caso di una piramide societaria, è quel soggetto che detiene il controllo dell'impresa che si trova al vertice della catena aziendale. L'individuazione di tale figura è stata realizzata attraverso le informazioni contenute nel documento di ammissione, che nella sezione struttura organizzativa, descrive le imprese che fanno parte del gruppo a cui appartiene l'emittente e quelle controllate da quest'ultima, nel caso in cui fosse lei stessa la società capogruppo della propria piramide.

Gli ultimate owners sono stati classificati nelle seguenti categorie:

- *Famiglia*: comprende le imprese controllate dal fondatore o dai membri della sua famiglia, e quelle possedute da più individui che non sono legati tra loro da rapporti di parentela;
- *Venture Capitalist*: comprende sia i fondi di venture capital che le banche d'affari che operano come investitori di private equity;
- *Stato*: include le società controllate dal governo nazionale, da autorità locali e da enti governativi;
- *Intermediari finanziari*: istituzioni finanziarie ad azionariato diffuso, cooperative e fondazioni;
- *Società straniera*: include le aziende il cui ultimate shareholder è una società straniera che non rientra nelle categorie precedenti.

La quota di controllo del largest shareholder viene misurata sommando i diritti di voto posseduti direttamente e indirettamente, tramite ad esempio altre imprese di sua proprietà, da un determinato azionista<sup>16</sup>. La percentuale di azioni detenute da una famiglia, invece, è calcolata sommando i voting rights dei diversi individui appartenenti a un determinato nucleo familiare e considerando la famiglia come ultimate shareholder. Per quanto riguarda l'analisi dell'evoluzione della struttura proprietaria nella fase successiva alla quotazione, un cambiamento del controllo si verifica quando varia l'ultimate shareholder che detiene la quota più alta dei diritti di voto, tranne nei casi in cui il nuovo azionista di controllo è una società appartenente allo stesso gruppo della precedente e quindi facente capo allo stesso ultimate owners.

### 5.2.1 Caratteristiche delle IPO

L'analisi effettuata rivela che, nel periodo 2006-2017, 206 società si sono quotate in borsa tramite un'offerta pubblica iniziale, 54 delle quali operano nel settore finanziario. Lo studio però ha escluso questa categoria di aziende e si è focalizzato su quelle di natura non finanziaria, che ha portato il numero di IPO esaminate

---

<sup>16</sup> La società Neodecortech, ad esempio è controllata pre-IPO da Luigi Valentini, che detiene una quota diretta del 3.85% e una indiretta, tramite l'azienda Finanziaria Valentini, del 95.25%, pertanto l'azionista possiede il 99.1% dei diritti di voto dell'emittente.

nell'intervallo di tempo considerato a 152. La tabella 44 mostra quante offerte sono state realizzate nei vari anni e la loro tipologia.

Tabella 43: Evoluzione temporale del numero e della tipologia di IPO nel periodo 2006-2017. L'ultima riga riporta il rapporto tra le azioni messe in vendita dagli azionisti nelle OPV e OPVS in relazione al capitale sociale pre-IPO

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
IPO	20	23	5	5	9	3	4	12	22	21	8	20
-OPS	5 (25%)	3 (13%)	3 (60%)	4 (80%)	7 (78%)	3 (100%)	2 (50%)	5 (41.67%)	15 (68.2%)	9 (42.9%)	5 (62.5%)	12 (60%)
-OPV	4 (20%)	4 (17%)	-	-	1 (11%)	-	-	2 (16.66%)	1 (4.5%)	2 (9.5%)	1 (12.5%)	4 (20%)
-OPVS	11 (55%)	16 (70%)	2 (40%)	1 (20%)	1 (11%)	-	2 (50%)	5 (41.67%)	6 (27.3%)	10 (47.6%)	2 (25%)	4 (20%)
Azioni in Vendita/Capitale sociale (media)	28.11%	24.83%	8.71%	42.74%	36.53%	-	11.93%	16.59%	13.2%	19.06%	23.75%	27.21%

Fonte: Prospetti informativi Borsa italiana, elaborazione personale.

I dati mettono in evidenza che il 28% delle offerte pubbliche iniziali si è concentrato nei primi due anni, mentre dal 2008 al 2012 si è registrato un netto calo, a causa della crisi finanziaria generatasi negli Stati Uniti. Questa tendenza negativa si inverte a partire dal 2013, in cui il numero di nuove quotazioni sale a 12, per poi attestarsi a 20 nel 2017. L'esame delle tipologie di offerte, invece, mostra una prevalenza, nel 2006 e nel 2007, di offerte in cui vengono sia emesse nuove azioni sia offerti titoli già esistenti, infatti la percentuale di OPVS realizzate, rispetto al numero totale di IPO, è pari nei due anni rispettivamente al 55% e al 70%. A partire dal 2008, invece, diventano prevalenti le OPS, la cui percentuale oscilla attorno al 60%, rappresentando il 48% del totale delle IPO del campione. Il numero di offerte in cui vengono vendute solo azioni esistenti rimane sempre basso, raggiungendo un valore massimo di quattro nel corso di un anno. Questa categoria di offerte comprende cinque privatizzazioni realizzate da società controllate dal ministero dell'economia e della finanza<sup>17</sup>. L'ultima riga della colonna fa vedere la percentuale di azioni messe in vendita dagli azionisti esistenti, in relazione al capitale sociale pre-IPO. Tale valore passa dal 28.11% del 2006 al 27.21% del 2017, raggiungendo i valori più elevati nel 2009 e nel 2010, dove esso si attesta rispettivamente al 42.74% e al 36.53%, per poi diminuire all'11.93% nel 2012.

La tabella 44 suddivide le imprese in base al settore merceologico in cui operano, evidenziando una certa diversificazione delle attività, a testimonianza della varietà del contesto produttivo nazionale. Il comparto più rappresentativo è quello industriale, nel quale ha avuto luogo il 43% delle IPO del campione, mentre nel reparto energetico si sono realizzate solo 17 nuove quotazioni nel periodo considerato. Quest'ultime sono molto differenziate, infatti sono presenti sia società che operano con fonti di energia rinnovabile, ma anche imprese che producono elettricità e che gestiscono impianti elettrici. Le imprese high-tech, che si caratterizzano per l'alta intensità di ricerca e sviluppo e per l'elevato tasso di tecnologia incorporata<sup>18</sup>, rappresentano un fenomeno che ha avuto una grande crescita nel corso degli ultimi anni dell'analisi, infatti il 65% delle IPO di questo settore ha avuto luogo tra il 2014 e il 2017.

<sup>17</sup> Le cinque PIPO effettuate dallo Stato nell'intervallo di tempo analizzato sono Ansaldo Sts (2006), Enel Green Power (2010), Rai Way (2014), Poste Italiane (2014) e Enav (2016).

<sup>18</sup> L'OCSE classifica come high-tech le aziende operanti nei comparti farmaceutico, aerospaziale, medicale, strumentazione ottica e di precisione, tecnologie per l'informazione e la comunicazione, informatica, biotecnologie e nanotecnologie.

Tabella 44: Età e mercato di appartenenza delle IPO realizzate nell'intervallo 2006-2017

	Energia	High-tech	Industria	Servizi
<b>IPO</b>	17	34	66	35
<b>Età</b>				
-Media	9.43	11.19	21.14	16.71
-Mediana	6	12	14.5	14
<b>Mercato</b>				
-MTA	5	8	35	12
- AIM-MAC	11	24	22	23
-Expandi	1	2	9	-

Fonte: Prospetti informativi Borsa italiana, elaborazione personale.

Le 35 aziende del settore Servizi tendono ad essere molto incentrate soprattutto su prodotti di tipo turistico, ma sono presenti anche imprese operanti nel campo della formazione e della consulenza in campo imprenditoriale. Il segmento di mercato in cui si è verificato il più alto numero di nuove quotazioni (80) è l'AIM Italia-MAC, che è il listino dedicato alle imprese di piccola e media dimensione, a conferma del fatto che le PMI rappresentano l'asse portante del tessuto economico e produttivo italiano. L'82% delle offerte pubbliche iniziali realizzate nel segmento Expandi, attivo da dicembre 2003 a dicembre 2008, ha riguardato le imprese industriali. Quest'ultime rappresentano la maggioranza anche nel mercato MTA, rivolto alle aziende di grandi dimensioni, nel quale il 58% delle IPO verificatesi su questo segmento è stato realizzato da questa categoria di società. Nel mercato AIM-MAC, al contrario, ha avuto luogo il 71% delle IPO delle società high-tech, il 65% di quelle del comparto energetico e il 66% di quelle del settore servizi. Una caratteristica peculiare delle offerte pubbliche iniziali facenti parte del campione è, in linea con le evidenze empiriche descritte nel primo capitolo, la quotazione in una fase matura della loro esistenza. Il numero medio di anni che separa la costituzione della società dalla quotazione, infatti, è pari a 16.59, mentre la mediana è pari a 12. Le imprese del comparto energetico sono quelle con l'età media più bassa (9.43), mentre le aziende industriali manifestano la tendenza a quotarsi in una fase più matura della loro esistenza (21.14). Il valor medio per le società high-tech e per quelle dei servizi, infine, è pari rispettivamente a 11.19 e a 16.71.

La tabella 45 contiene l'analisi relativa alle variabili che rappresentano le dimensioni dell'impresa, ovvero i ricavi, il numero di dipendenti e il totale dell'attivo, al fine di verificare l'evidenza empirica che il mercato borsistico italiano è formato in prevalenza da PMI. Le IPO del campione sono state classificate seguendo la definizione del DM del 14/4/2005, che recepisce le norme europee, raccogliendo i dati che fanno riferimento all'anno precedente la quotazione:

- microimprese: presentano un numero di dipendenti inferiore a 10, insieme o ad un fatturato o a un totale dell'attivo inferiore a 2 milioni di euro;
- piccole imprese: sono caratterizzate da un numero di dipendenti inferiore a 50, insieme o ad un fatturato o a un totale dell'attivo inferiore ai 10 milioni di euro;
- medie imprese: hanno un numero di dipendenti inferiore a 250, insieme o ad un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro o a un totale dell'attivo inferiore ai 43 milioni di euro.

I risultati mostrano la prevalenza delle piccole e medie imprese, infatti il 67.11% delle società del campione è formato da PMI, mentre il numero delle grandi imprese è pari a cinquanta. Quest'ultime hanno superato le altre due categorie solamente nel biennio 2006-2007, nel quale si è concentrato più del 50% delle IPO di questa categoria di aziende, ma a partire dal 2008 le PMI sono aumentate gradualmente. Questo risultato conferma che il tessuto borsistico italiano è costituito in prevalenza da piccole e medie imprese.

Tabella 45: Andamento storico della dimensione delle imprese facenti parte del campione, classificate in base al DM 14/4/2005

Anno	Piccole imprese	Medie imprese	Grandi imprese
2006	1	9	10
2007	1	6	16
2008	2	3	-
2009	2	3	-
2010	4	1	4
2011	2	-	1
2012	1	2	1
2013	5	6	1
2014	13	6	3
2015	7	8	6
2016	2	4	2
2017	7	7	6
<b>Totale</b>	<b>47</b>	<b>55</b>	<b>50</b>

Fonte: Thomson Eikon, elaborazione personale

### 5.2.2 Struttura Proprietaria pre-IPO

L'indagine della struttura proprietaria delle imprese mostra un'elevata concentrazione della proprietà, con l'ultimate shareholder che detiene in media, pre-IPO, il 74.56% dei diritti di voto della società (Tabella 45), mentre solo nel 20% dei casi esso non possiede la maggioranza del capitale votante. Tale valore è in linea con l'analisi realizzata dalla studiosa Rigamonti (2007), la quale rileva, per le imprese non finanziarie, un valore medio del 71.5%. La concentrazione azionaria, pertanto, aumenta rispetto al passato, infatti l'azionista principale, nel 25% delle aziende, detiene l'intero capitale sociale, anche se bisogna considerare il fatto che il campione oggetto di questo elaborato e quello precedente non sono perfettamente confrontabili, in quanto l'autrice esclude le imprese straniere, quelle già quotate su altri mercati e infine gli spin-off. La quota più bassa del capitale detenuta dal principale azionista è del 13.27%, mentre nessuno di essi detiene una percentuale inferiore al 5%, a dimostrazione della scarsa presenza di imprese a proprietà diffusa. Le imprese high-tech sono quelle che hanno la concentrazione azionaria più bassa (61.08%), seguite da quelle del settore servizi (69.5%), mentre le società operanti nei comparti energetico e industriale sono caratterizzate da un azionariato molto concentrato, il cui valor medio è pari rispettivamente all'80.41% e all'82.68%. Ciò viene confermato anche dalla mediana, che si attesta al 91.85% per le aziende manifatturiere, a differenza di quella delle imprese high-tech, pari al 58.55%, evidenziando una differenza ancora più marcata tra questi due settori. I dati raccolti mostrano, inoltre, che il primo azionista detiene dal 61% all'82% del capitale e che nell'80% dei casi possiede una quota che gli consente di avere il controllo di diritto della società.

Tabella 46: Diritti di voto detenuti dall'ultimate shareholder pre-IPO

	Media	Mediana	Deviazione Standard
Campione	74.56%	82.72%	25.77%
Energia	80.41%	84.85%	20.93%
High-tech	61.08%	58.55%	27.18%
Industria	82.68%	91.85%	20.81%
Servizi	69.5%	67.32%	29.06%

Fonte: Prospetti informativi Borsa italiana, elaborazione personale.

Per quanto riguarda la tipologia di ultimate shareholder, i risultati dell'indagine indicano che il modello di controllo predominante in Italia tra le società non finanziarie è quello familiare, riscontrabile nel 79.6% delle società del campione analizzato (Tabella 46). La seconda categoria più rappresentata è lo Stato, presente nel

7.89% dei casi, a conferma del suo peso non trascurabile nell'economia italiana. Le società straniere e gli intermediari finanziari presentano una presenza molto limitata (3.95%) nell'azionariato italiano, a conferma del ruolo marginale degli intermediari bancari e finanziari a proprietà diffusa nel capitale delle società italiane. La distribuzione della proprietà in base alla categoria dei large shareholders mostra che le società appartenenti al settore dei servizi sono quelle in cui la presenza della famiglia è più bassa (68.57%), a differenza delle aziende industriali, che nell'86.35% dei casi sono controllate da tale tipologia di ultimate owner. Lo Stato, invece, è più presente nei comparti energetico e dei servizi, nei quali fa registrare una frequenza rispettivamente del 17.65% e del 14.29%. I Venture capitalist hanno un peso che oscilla attorno al 5% nelle diverse tipologie di attività, mentre gli intermediari finanziari sono più frequenti nelle società che operano nel settore terziario.

Tabella 47: Distribuzione della frequenza e diritti di voto posseduti dagli ultimate shareholder nelle diverse categorie di imprese

Ultimate shareholder	Frequenza					Diritti di voto - Media				
	Campione	Energia	High-tech	Industria	Servizi	Campione	Energia	High-Tech	Industria	Servizi
Famiglia	79.6%	76.47%	79.42%	86.35%	68.57%	74.81%	80.9%	56.1%	83.51%	71.92%
Venture capitalist	4.61%	-	5.88%	4.55%	5.71%	89.87%	-	88.5%	94.93%	83.66%
Stato	7.89%	17.65%	5.88%	3.03%	14.29%	79.53%	78.45%	78.43%	99.68%	72.56%
Intermediari finanziari	3.95%	5.88%	2.94%	1.52%	8.57%	38.78%	80%	28.18%	20.03%	34.82%
Società straniera	3.95%	-	5.88%	4.55%	2.86%	77%	-	100%	63.33%	72%

Fonte: Prospetti informativi Borsa italiana, elaborazione personale.

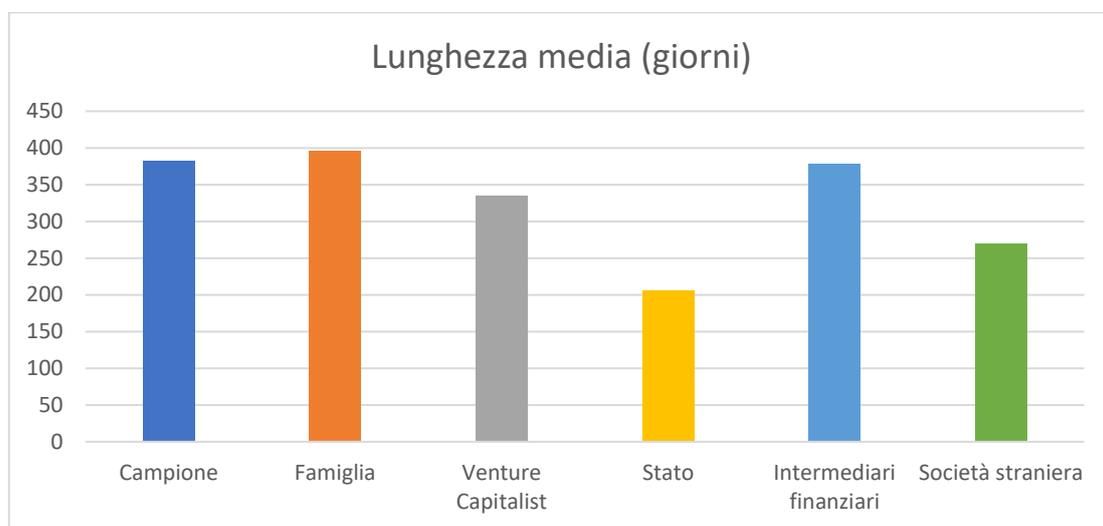
L'analisi dei diritti di voto detenuti dall'ultimate shareholder, in relazione alle quattro tipologie di business, rivela che per l'intero campione i Venture Capitalist controllano le società con la quota media più alta del capitale votante, pari all'89.79%. Tale valore è superiore sia a quello della Famiglia, che possiede mediamente il 74.81% dei diritti di voto, sia a quello dello Stato, il cui valore si attesta al 79.53%. I dati mettono in evidenza che gli intermediari finanziari sono l'unica categoria di major shareholder caratterizzata da una percentuale di controllo inferiore al 50%, con un valor medio del 38.78%. L'unico caso in cui i diritti di voto detenuti da tale categoria superano la metà del capitale votante è quello relativo al settore Energia, la cui quota media è pari all'80%. Questo dato, tuttavia, è condizionato dal fatto che gli intermediari finanziari posseggono il controllo soltanto in un'unica impresa energetica, pertanto è presente una sola osservazione. I valori registrati per gli altri settori, al contrario, sono in linea con quello medio del campione, variando tra il 20% e il 34.82%.

L'indagine rivela, inoltre, che le società manifatturiere sono quelle che hanno l'azionariato più concentrato, infatti la quota media detenuta dalle famiglie e dai venture capitalist è pari rispettivamente all'83.51% e al 94.93%. I diritti di voto medi detenuti dallo Stato in questo settore, invece, arrivano a toccare il 99.68%, che è dovuto alle sole due osservazioni facenti parte del campione. Le società high-tech sono quelle in cui la concentrazione proprietaria delle famiglie è più bassa (56.1%), mentre i venture capitalist e lo stato presentano un valore pari all'88.5% e al 78.43%. Le società straniere che controllano questa tipologia di imprese sono due, le quali, prima della quotazione, avevano in mano entrambe il 100% dei titoli. Per quanto riguarda gli intermediari finanziari, il valore medio dei diritti di voto per i settori high-tech e industria sono influenzati dal fatto che è presente una sola osservazione per entrambi, però questi valori sono conformi a quello del campione, pertanto essi non rappresentano degli outlier.

Un'altra caratteristica tipica delle IPO del campione è il frequente ricorso alle clausole di lockup, che, come detto in precedenza, sono accordi contrattuali tra il consorzio di collocamento e gli azionisti, in base ai quali gli insider accettano volontariamente di non vendere le loro azioni sul mercato secondario per un periodo di

tempo successivo all'inizio delle negoziazioni. Boreiko & Lombardo (2011) mostrano che tali clausole variano notevolmente tra le diverse classi di azionisti di maggioranza, con i venture capitalist che si legano alla società per un intervallo di tempo più breve, mentre i membri fondatori accettano periodi più lunghi. Le società analizzate manifestano un elevato utilizzo degli accordi di lock-up, infatti quest'ultime sono adoperate dal 92.76% delle aziende esaminate. Per quanto riguarda il periodo di tempo al quale gli ultimate shareholder si legano all'impresa, bisogna considerare il fatto che i prospetti IPO menzionano tale durata non solo in giorni, ma anche in mesi o anni, senza fare riferimento al tipo di convenzione adottata, in termini di anno commerciale o civile. L'assunzione che in questo elaborato viene fatta, in modo da rendere più omogenei i dati, è quella dell'anno commerciale. Tale scelta è stata fatta per rendere più confrontabile questo lavoro con quello di Boreiko & Lombardo (2011), che nella loro analisi avevano preso la stessa decisione. I dati mostrano che la lunghezza media delle clausole utilizzate dalle imprese esaminate è di 383 giorni (Figura 25), indicando che gli azionisti mediamente si legano alla società per un intervallo di tempo superiore a un anno. La tipologia di ultimate shareholder che vincola le proprie azioni per un periodo di tempo più alto è la famiglia, che presenta una lunghezza media di 396 giorni, mentre le categorie che mostrano i valori più bassi sono lo stato (205) e le società straniere (270). L'elevato ricorso alle clausole di lock-up rilevato in questa analisi, in sostanza, rivela la volontà delle società di lanciare un segnale che infonde maggiore fiducia al mercato, poiché l'azionista sottoscrittore diffonde il proprio ottimismo sulla crescita futura dell'azienda. L'analisi effettuata, in sostanza, ha messo in luce che le imprese italiane sono caratterizzate da un'elevata concentrazione della proprietà e da una limitata contendibilità del controllo, e che la tipologia di ultimate shareholder più diffuso è quello a carattere familiare e individuale.

Figura 16: Lunghezza media (giorni) delle clausole di lock-up in relazione alla tipologia di ultimate shareholder



Fonte: Prospetti informativi Borsa italiana, elaborazione personale.

### 5.2.3 Evoluzione della proprietà e del controllo dopo l'IPO

La decisione di quotarsi, per un'impresa, è influenzata da considerazioni di controllo societario, poiché l'IPO può rappresentare un primo passo nella definizione dell'assetto proprietario. Zingales (1995) afferma che se l'obiettivo dei proprietari iniziali è quello di vendere la società, la cessione dell'impresa dovrebbe procedere attraverso varie fasi, con l'IPO che rappresenta il primo passo, con la conseguenza che si dovrebbe osservare un elevato avvicendamento nel controllo di queste società. Gli elevati benefici privati, tuttavia, possono motivare gli ultimate shareholders a mantenere il controllo anche dopo la quotazione, pertanto i principali azionisti tendono, nei casi in cui esso è prezioso, a mantenere la maggior parte dei diritti di voto anche diversi anni dopo il processo di listing (Bebchuk, 1999).

La tabella 47 mostra la dinamica del controllo nella fase successiva all'IPO, in particolare a distanza di uno, tre e cinque anni dalla quotazione. I dati raccolti rivelano che nel 75.66% delle imprese l'ultimate shareholder mantiene la quota più alta dei diritti di voto nella società anche a distanza di cinque anni dal processo di listing. Un mutamento nella struttura proprietaria si verifica solo nel 24.34% (37) delle aziende facenti parte del campione, tra le quali vi sono cinque società in cui l'ultimate shareholder varia due volte. Ciò indica, in linea con le evidenze empiriche descritte nel quarto capitolo [Celia (2008), Scribano (2015)], che le partecipazioni sociali rimangono stabili dopo l'IPO e che l'azionista principale conserva la maggioranza del capitale votante anche cinque anni dopo la quotazione. Il 7.24% delle società analizzate va incontro al fallimento o alla liquidazione, una delle quali cambia l'azionista principale, ma è presente un'impresa che subisce il default prima del primo anno di osservazione, per cui non è stato possibile esaminare la sua evoluzione proprietaria. I cambiamenti del controllo, in 10 casi, avvengono a un anno dall'IPO, mentre la maggior parte di essi (40.54%) si verificano a distanza di tre anni dalla quotazione e infine il 32.43% ha luogo entro cinque anni dal processo di listing.

*Tabella 48: Dinamica del controllo. La prima sezione mostra la distribuzione delle imprese che cambiano l'ultimate shareholder e la distribuzione dei cambiamenti negli anni successivi all'IPO; la seconda sezione fa vedere i cambiamenti del controllo per tipologia di ultimate shareholder, mentre la terza mostra le motivazioni dietro il cambiamento del controllo*

<b>Dinamica del controllo</b>			
Nessun cambiamento		115 (75.66%)	
Cambiamento		37 (24.34%)	
Fallimento		11 (7.24%)	
Periodo del cambiamento			
IPO+1		10 (27.03%)	
IPO+3		15 (40.54%)	
IPO+5		12 (32.43%)	
<b>Cambiamenti del controllo per tipologia di ultimate shareholder</b>			
in relazione a tutti i cambiamenti		in relazione al tipo di ultimate shareholder	
Famiglia	67.57%	20.66%	
Venture capitalist	10.81%	57.14%	
Stato	2.7%	8.33%	
Intermediari finanziari	10.81%	66.67%	
Società straniera	8.1%	50%	
<b>Ragioni del cambiamento</b>			
	Disinvestimento	OPA	Fusione
Campione	20 (54.05%)	15 (40.54%)	2 (5.41%)

*Fonte: Consob, Aida e Thomson Reuters Eikon, elaborazione personale.*

Lo Stato è la tipologia di ultimate shareholder in cui si verificano il minor numero di cambiamenti, infatti soltanto un'azienda che rappresenta l'8.33% delle società controllate pre-IPO da istituzioni governative varia il proprio azionista principale. Questo dato è condizionato dalla presenza, nello statuto delle aziende in questione, di clausole che impediscono agli azionisti che entrano a far parte della compagine sociale di detenere una quota del capitale superiore al 5%, o che obbligano gli enti pubblici a mantenere una partecipazione superiore al 50%. Il 67.57% dei cambiamenti coinvolge le family companies, mentre le società che presentano un turnover più alto nel controllo sono quelle il cui azionista di riferimento è un venture capitalist, che variano il proprio assetto societario nel 57.14% dei casi, e un intermediario finanziario (66.67%). Ciò conferma il fatto che l'obiettivo primario di queste classi di soggetti è massimizzare il

rendimento dell'investimento, senza curarsi della gestione operativa e sociale dell'impresa. L'8.15% delle variazioni della struttura proprietaria del campione riguarda invece le società straniere, che rinunciano al controllo nella metà dei casi. Le aziende a controllo familiare, al contrario, non mantengono la quota più alta del capitale votante solo nel 20.66% dei casi. La tabella 47, inoltre, mette in evidenza che il motivo principale che porta a una variazione dell'assetto proprietario è un disinvestimento da parte del precedente ultimate shareholder, che fa riferimento ad esempio alla cessione della partecipazione per difficoltà di natura finanziaria o alla riduzione della stessa per motivi strategici. Il 40.54% dei cambiamenti, invece, è dovuto a offerte pubbliche d'acquisto o di scambio lanciate da quei soggetti che, in seguito a tali operazioni, diventano i nuovi azionisti di controllo e che decidono per il delisting della società dal mercato di appartenenza. Questa tipologia di offerta comprende anche tre operazioni di *Reverse takeover*, che consiste nell'acquisizione di una società privata da parte di una società pubblica esistente di dimensioni inferiori, in modo che la società acquisita possa aggirare il lungo e complesso processo del going public<sup>19</sup>, mentre il restante 5.41% dei cambiamenti avviene in seguito a fusioni per incorporazioni in società più grandi.

L'analisi sull'evoluzione dei diritti di voto viene effettuata calcolando la quota media posseduta dagli ultimate shareholders delle imprese ancora quotate nel periodo considerato, pertanto il valor medio nei tre intervalli di tempo è valutato su tre diversi panel di aziende. Le quote medie sono calcolate tenendo conto anche dei cambiamenti nella tipologia di azionista principale. I risultati, inoltre, sono influenzati anche dal fatto che l'informazione sulla struttura proprietaria delle imprese che si sono quotate nel 2016 è disponibile fino a tre anni dall'IPO, mentre per quelle che hanno scelto la via del go public nel 2017 si è potuta osservare l'evoluzione solo a distanza di un anno. La tabella 48 mostra che le partecipazioni azionarie sono piuttosto stabili dopo l'IPO e, cosa più importante, che l'azionista finale mantiene la maggioranza dei diritti di voto. L'ultimate shareholder non ha ridotto, anche cinque anni dopo la quotazione, la sua partecipazione al di sotto del livello di controllo di diritto, infatti il valor medio passa dal 54.05% a IPO+1 al 50.32% a IPO+5.

Tabella 49: Evoluzione dei diritti di voto negli anni successivi all'IPO in base alla tipologia di ultimate shareholder

<b>Evoluzione dei diritti di voto</b>			
	Panel A - Imprese ancora quotate a IPO+1	Panel B - Imprese ancora quotate a IPO+3	Panel C - Imprese ancora quotate a IPO+5
<b>Campione</b>	54.05%	52.93%	50.32%
<b>Famiglia</b>	56.88%	55.6%	53.03%
<b>Venture capitalist</b>	39.93%	21.23%	19.02%
<b>Stato</b>	52.55%	55.02%	56.2%
<b>Intermediari finanziari</b>	38.25%	45.51%	60.19% (2 osservazioni)
<b>Società straniera</b>	48.26%	59.89% (2 osservazioni)	36.34% (1 osservazione)

Fonte: Consob, Aida e Thomson Reuters Eikon, elaborazione personale.

Il confronto con la fase pre-IPO evidenzia un forte decremento della quota media di partecipazione posseduta dalle family companies, che subisce una riduzione del 29.28% nell'arco di cinque anni dalla quotazione. Ciò è dovuto al fatto che esse, nella maggior parte dei casi, hanno il controllo della società emittente nella fase precedente alla quotazione, pertanto la loro quota viene diluita durante il processo di listing con aumenti di capitale o tramite la vendita delle partecipazioni. Le tipologie di ultimate shareholders che mantengono la maggioranza dei diritti di voto nei tre periodi considerati sono la famiglia, il cui valor medio si riduce dal 56.88% al 53.03%, e lo stato, la cui quota media, invece, aumenta dal 52.55% al 56.2%. I Venture capitalist sono l'unica categoria di azionista principale che diluisce gradualmente la sua

<sup>19</sup> Le tre società che realizzano l'operazione di Reverse takeover sono Blue Note, che acquisendo Casta Diva Group Srl dà vita a Casta Diva Group Spa, Costamp group, che acquisisce Costamp Srl e Pms con Visibilia Editore.

partecipazione nella società, che decresce del 18.7% nell'intervallo IPO+1 e IPO+3 e del 2.21% tra IPO+3 e IPO+5, a riprova del fatto che il processo di offerta pubblica per loro è un modo per disinvestire dall'impresa. Gli intermediari finanziari manifestano, al contrario una netta crescita della partecipazione media posseduta, che arriva al 60.19%, ma tale dato è condizionato dalle poche osservazioni disponibili. Le società straniere hanno, invece, un andamento discontinuo, poiché la media dei diritti di voto medi detenuti cresce dal 48.26% al 59.89% tra il primo e il terzo anno di quotazione, mentre diminuisce del 23.55% nei successivi due anni, anche se questo valore deriva da un'unica impresa. L'analisi, in sostanza, mette in evidenza che la struttura proprietaria delle società italiane quotate è molto concentrata e che il modello di controllo prevalente è quello familiare e individuale. L'evoluzione dei diritti di voto, infine, rivela la riluttanza a cedere il controllo dell'impresa da parte degli azionisti principali, che mantengono, anche a distanza di cinque anni dall'IPO, il controllo di diritto sull'azienda, non disperdendo, di conseguenza, la struttura proprietarie delle stesse.

### 5.3 Analisi delle performance e degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo

In questa seconda parte del capitolo, vengono analizzate le performance realizzate, negli anni successivi alla quotazione, dalle imprese facenti parte del campione. L'obiettivo dell'indagine è quello di confrontare le differenze tra le società che hanno e non hanno adottato gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo descritti in precedenza, in modo da capire se l'appartenenza di un'impresa a una piramide societaria o se il controllo esercitato su di essa mediante un patto parasociale tra azionisti, la conduce a una profittabilità maggiore o a una più solida struttura del capitale. Inizialmente vengono analizzati i meccanismi di dissociazione e la loro evoluzione nel corso del tempo, con l'obiettivo di avere una visione ancor più completa della struttura proprietaria del panorama borsistico italiano, mentre in seguito a tale indagine sono descritti i test effettuati per il confronto dei due gruppi di imprese.

#### 5.3.1 Evoluzione degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo

Gli studi empirici descritti nel capitolo precedente hanno messo in evidenza che le imprese quotate italiane tendono a ricorrere alle piramidi o ai patti parasociali come strumenti per acquisire il controllo societario attraverso una quota di proprietà meno che proporzionale. Le ricerche hanno anche mostrato uno scarso interesse nei confronti dei meccanismi di assegnazione dei diritti di voto che deviano dal principio di proporzionalità, anche in seguito all'introduzione del Decreto Competitività. I risultati dell'analisi del campione confermano l'elevato utilizzo degli strumenti di separazione da parte delle società esaminate, infatti il 48.68.% di esse ricorre a dispositivi che dissociano i voting rights dal flusso di profitti e dividendi (Tabella 49). La tipologia di strumento più utilizzata sono i patti parasociali, adoperati nel 30.92% dei casi, seguiti dalle piramidi societarie (25.66%), che in passato rappresentavano il mezzo maggiormente usato. Le imprese italiane continuano a dimostrare una scarsa propensione all'utilizzo delle dual class shares, impiegate solamente da quattro società, tra cui tre imprese familiari e una il cui ultimate shareholder è un venture capitalist. Un'altra tendenza riscontrata è stata l'uso congiunto della catena piramidale e del patto parasociale da parte di 12 aziende, mentre solo tre imprese ricorrono alle DCS in contemporanea a uno degli altri due mezzi di separazione esaminati<sup>20</sup>.

---

<sup>20</sup> Le tre società che utilizzano le DCS in combinazione agli altri strumenti di dissociazione sono: Salvatore Ferragamo spa e Technogym spa, che ricorrono anche ai patti parasociali, e Gima Tt spa, che invece fa parte di una piramide societaria.

Tabella 50: Strumenti di separazione tra proprietà e controllo utilizzati pre-IPO dalle imprese facenti del campione, suddivisi in base alla tipologia di ultimate shareholder

	Campione	Famiglia	Venture Capitalist	Stato	Intermediari finanziari	Società straniera
Imprese	75 (49.34%)	53	6	8	4	4
Piramidi	39 (25.66%)	25	4	5	1	4
Patti						
Parasociali	47 (30.92%)	34	4	3	3	2
DCS	4 (2.63%)	3	1	-	-	-
Piramidi e Patti	12	10	1	-	-	2
Piramidi e DCS	1	1	-	-	-	-
DCS e Patti	2	1	1	-	-	-

Fonte: Prospetti Informativi Borsa italiana, elaborazione personale.

Le categorie di ultimate shareholder in cui il numero degli accordi tra azionisti è superiore a quello delle catene societarie sono gli Intermediari finanziari, caratterizzati da tre imprese che ricorrono al primo strumento sopracitato, e le family companies (34), che implementano una piramide societaria nel 25.66% dei casi. I venture capitalist, lo stato e le società straniere preferiscono invece separare i diritti di voto dal flusso di profitti attraverso una catena di controllo. L'andamento temporale dei patti parasociali rivela che il 38.64% di essi è concentrato tra il 2006 e il 2007 (Tabella 50), mentre nell'intervallo di tempo 2008-2013 si verifica un calo del numero di imprese che utilizzano tale strumento di separazione, a conferma del declino registrato dal report redatto dalla Consob. Il loro numero, tuttavia, ricomincia a crescere a partire dal 2014 e nell'ultimo anno analizzato sono sei le imprese che vi ricorrono nella fase pre-IPO. L'analisi relativa alla tipologia di sindacato mostra che l'accordo più utilizzato è quello concernente la corporate governance dell'impresa (81.82%), come ad esempio la nomina dei membri del consiglio di amministrazione o del collegio sindacale o accordi che influenzano le decisioni degli amministratori. La seconda categoria di patto più frequente è quella di blocco, che è presente nel 72.73% dei casi e comprende quegli accordi che impongono limiti e vincoli al libero trasferimento delle quote azionarie, con l'obiettivo di dotare di stabilità l'assetto proprietario. Una clausola frequente è quella di preventiva consultazione, inserita nel 31.82% dei sindacati, tramite la quale i pattisti cercano di trovare una linea comune per il voto in assemblea, oppure quella di prelazione, utilizzata in quasi la metà dei patti. Le imprese manifestano, inoltre, un consueto impiego del sindacato di voto (29.55%), mentre le opzioni Put e Call vengono inserite solamente nel 18.18% e nel 13.64% dei sindacati. Nella maggior parte di essi emerge il desiderio di definire un equilibrio stabile che si rifletta all'interno della società e la propensione a influenzare la gestione societaria, con l'obiettivo di normare i comportamenti dei soci.

Tabella 51: Andamento storico dei patti parasociali e tipologie adoperate dalle società facenti parte del campione

Patti Parasociali		Tipologia di Patti Parasociali	
2006	8	Sindacato di voto	29.55%
2007	9	Clausole di blocco	72.73%
2008	4	Clausole di consultazione	31.82%
2009	3	Corporate Governance	81.82%
2010	2	Diritto di prelazione	47.73%
2011	-	Clausole di covendita	36.36%
2012	1	Opzione Call	13.64%
2013	1	Opzione Put	18.18%
2014	2		
2015	5		
2016	3		
2017	6		

Fonte: Prospetti Informativi Borsa italiana, elaborazione personale.

L'analisi relativa all'evoluzione degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, invece, è stata effettuata sui tre panel di imprese utilizzati in precedenza per analizzare i mutamenti della struttura proprietaria delle imprese. L'indagine è stata realizzata ricorrendo a un ulteriore fonte di informazioni, il *Calepino dell'Azionista*, che è una raccolta di schede riassuntive su tutte le società italiane quotate in Borsa, contenente anche le tipologie di azioni esistenti e le emissioni di titoli da esse effettuate. Lo studio tiene conto del fatto che nel 2014 è stato emesso il decreto Competitività, che ha dato la possibilità alle società di emettere le loyalty shares. Le evidenze riscontrate, tuttavia, confermano lo scarso utilizzo delle dual class shares da parte delle aziende italiane, che vengono adottate solo in tre casi a distanza di un anno dall'IPO, con un'unica impresa che ricorre alle azioni a voto multiplo (Tabella 51), mentre la società Salvatore Ferragamo Spa abbandona la struttura duale per passare alla 1S-1V. Il panel C evidenzia che nessuna società italiana si serve di tale categoria di titoli, ribadendo lo scarso peso che tale strumento ha nel sistema italiano e la poca influenza avuta dal decreto sulle imprese facenti parte del campione. Ciò è anche confermato dal fatto che nemmeno una società facente parte del campione ha emesso, sia nella fase precedente che in quella successiva al processo di listing, azioni di risparmio o privilegiate.

I dati rivelano, per quanto riguarda i meccanismi di dissociazione, un incremento del numero di strumenti utilizzati a IPO+1, presenti nel 56.08% dei casi, rispetto al 49.34% pre-IPO, mentre a distanza di tre anni dalla quotazione si verifica un calo nel loro utilizzo (59), che è condizionato dallo scioglimento di otto patti parasociali. L'incremento della percentuale di imprese in relazione al numero di osservazioni presenti, a distanza di cinque anni dalla quotazione, è dovuto alla stipula di dieci patti di sindacato, ma è anche condizionato dal fatto che non sono disponibili le osservazioni per le imprese quotate nel 2015, 2016 e 2017, infatti il loro numero in realtà diminuisce a 44. Gli accordi tra azionisti rimangono lo strumento di separazione tra diritti di voto e cash flow più utilizzato, riscontrabile nel 35.14% a IPO+1 e nel 32.17% a IPO+3 dei casi, ma a 5 anni dall'IPO, al contrario, il numero delle piramidi societarie (25) supera quello dei sindacati tra gli azionisti (24). L'indagine mette in evidenza che la quantità di catene piramidali rimane pressoché costante, infatti nessuna impresa, negli anni seguenti la quotazione, imposta una struttura piramidale e la loro variazione è dovuta all'entrata o all'uscita da gruppi societari che già ricorrono a tale meccanismo. L'indagine mette in luce, inoltre, che solamente sette imprese ricorrono, negli anni successivi all'IPO, ai meccanismi di separazione tra flussi di cassa e diritti di voto. L'indagine effettuata mostra, in definitiva, che l'uso di dispositivi per dissociare la proprietà dal controllo è quindi un fenomeno in diminuzione nelle IPO esaminate. La pratica di emettere di azioni senza diritto di voto quasi scompare e anzi è presente un caso di unificazione dei titoli. Bigelli (2004) ritiene che tra le ragioni che possono spiegare tale modello vi sia l'allargamento della base di investitori per il mercato azionario italiano e la pressione esercitata dai grandi investitori istituzionali per la struttura one share - one vote.

Tabella 52: Evoluzione degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo negli anni successivi all'IPO. La colonna % strumenti indica la percentuale di imprese che utilizzano un particolare CEM in relazione al numero delle imprese che ne fanno ricorso, mentre la colonna % campione riporta tale dato in funzione del numero totale delle osservazioni.

	Panel A - IPO+1		Panel B - IPO+3		Panel C - IPO+5	
Numero di Osservazioni	148		115		77	
Imprese	56.08%		51.3%		57.14%	
Strumenti	% strumenti	% campione	% strumenti	% campione	% strumenti	% campione
Piramidi	45.78%	25.66%	50.85%	26.09%	56.82%	32.47%
Patti Parasociali	62.65%	35.14%	62.71%	32.17%	54.55%	31.17%
DCS	3.61%	2.03%	3.39%	1.74%	-	-

Fonte: Consob, Thomson Reuters Eikon e Aida, elaborazione personale

### 5.3.2 Analisi delle performance

L'analisi delle performance delle imprese dopo la quotazione in borsa è stata effettuata attraverso alcune voci di bilancio e conto economico, raccolte utilizzando la banca dati Thomson Reuters Eikon, che contiene la raccolta storica delle scritture contabili e delle informazioni economiche delle imprese quotate italiane e anche di quelle che hanno effettuato il delisting. L'obiettivo dell'analisi è capire se l'utilizzo dei meccanismi che dissociano i diritti di voto dai diritti al cash flow porta le imprese ad avere prestazioni migliori e una crescita più alta, nel periodo successivo alla quotazione, rispetto alle altre. Numerosi studi empirici hanno mostrato che tipicamente la quotazione è accompagnata da una diminuzione della profittabilità, infatti le imprese quotate tendono a manifestare un calo delle performance operative nel lungo periodo. La giustificazione di tale comportamento si attribuisce al fatto che il processo di listing viene utilizzata dalle imprese come un meccanismo per espandere il loro business, il che si dovrebbe riflettere in un temporaneo miglioramento degli indici di performance. Il graduale raggiungimento della loro dimensione ottimale comporterebbe, tuttavia, un progressivo peggioramento della profittabilità [Pagano, Panetta e Zingales (1998), Ritter (1991)]. La decisione del Go Public implica una separazione tra proprietà e controllo, poiché essa provoca una diluizione delle quote possedute dagli insider e l'entrata di nuovi soci all'interno della compagine azionaria. I vecchi azionisti hanno minori incentivi, rispetto alla fase pre-IPO, nel monitorare il comportamento dei manager, che assumeranno un comportamento subottimale (Jensen e Meckling, 1976).

Una buona parte della letteratura mette in luce, per quanto riguarda gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, che gli effetti delle strutture piramidali sono positive per le performance aziendali. Khanna e Rivkin (2001) hanno riscontrato un ROA più elevato nella maggior parte delle società oggetto del loro studio. Gli autori credono che le strutture piramidali favoriscano, nelle economie dove l'asimmetria informativa è notevole, il monitoring ed aiutino a superare le limitazioni di liquidità, garantendo alle società del gruppo le risorse adeguate. Volpin (2002) mostra una relazione positiva tra la presenza dei patti parasociali e l'efficienza societaria, mettendo in luce che all'utilizzo dei sindacati tra gli azionisti sono associate performance più alte da parte delle imprese che ne fanno ricorso.

Le variabili selezionate per effettuare l'analisi delle performance sono voci di bilancio e di conto economico rappresentative della profittabilità, della dimensione, della struttura del capitale, della liquidità, della propensione a distribuire dividendi e del tasso di sviluppo:

- ROE: è dato dal rapporto tra il risultato di esercizio e il patrimonio netto, e indica la redditività del capitale conferito all'azienda dai soci, valutando come il management sia riuscito a gestire i mezzi propri per aumentare gli utili aziendali;
- ROA: è dato dal rapporto tra l'utile ante oneri finanziari e il totale dell'attivo deducibile dallo stato patrimoniale, e indica la redditività generata dall'utilizzo degli asset della società, ovvero la capacità

di un'impresa di creare valore attraverso gli asset interni, pertanto più alto sarà il suo valore maggiore sarà la capacità degli amministratori dell'azienda di valorizzare i propri mezzi;

- Total asset: è il totale delle attività di una società e rispecchia la dimensione aziendale, anche se è necessario considerare altre voci per analizzare il tasso di sviluppo di un'azienda;
- Numero di dipendenti: è il numero di dipendenti che operano in un'impresa ed è un indice della dimensione aziendale;
- Ricavi: rappresenta il totale delle entrate di un'impresa e da un'indicazione sulla capacità di una società di generare reddito ed è altresì un indice delle dimensioni aziendali;
- Debt/Equity: è il rapporto tra debiti finanziari e il patrimonio netto, e misura il grado di dipendenza dell'impresa dalle fonti finanziarie esterne;
- Indipendenza finanziaria: è il rapporto tra patrimonio netto e il totale delle attività, e indica il grado di indipendenza finanziaria di un'impresa, ovvero la sua capacità di finanziare gli investimenti tramite capitale proprio;
- Quick ratio: è un rapporto che vede al numeratore la somma tra liquidità immediate e differite e a denominatore le passività correnti, ed evidenzia la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni in scadenza nel breve periodo utilizzando le risorse disponibili in forma liquida nello stesso periodo di tempo;
- Current ratio: è dato dal rapporto tra le attività correnti e le passività correnti, ed esprime la capacità dell'impresa di far fronte alle uscite correnti tramite le entrate correnti;
- Dividendi totali/Vendite: indica il rapporto tra i dividendi totali distribuiti da una società e i ricavi derivanti dalle vendite, ed esprime la propensione a distribuire i dividendi;
- Tasso di crescita delle vendite.

Con l'obiettivo di capire come strutturare le analisi riportate in seguito, sono stati effettuati una serie di test per verificare la forma delle distribuzioni campionarie, in relazione ai dati raccolti. L'indagine è stata svolta per tutte le variabili di interesse tramite il test di normalità<sup>21</sup> basato sull'asimmetria e sulla curtosi, utilizzando il software statistico STATA. Tutti i test realizzati hanno mostrato un p\_value<sup>22</sup> inferiore all'1%, pertanto non si è accettata l'ipotesi nulla secondo la quale le variabili studiate seguono una distribuzione normale. Il programma utilizzato permette, tramite il comando summarise, di ottenere gli indici di dispersione Skewness e Kurtosis, che rappresentano rispettivamente la simmetria insieme alla differenza tra media e mediana, e la larghezza delle code della distribuzione dei dati. L'analisi delle variabili ha rivelato che i valori di tali indicatori sono molto elevati, manifestando la non normalità degli stessi. Il valore positivo della Skewness indica, inoltre, una distribuzione poco simmetrica e shiftata verso destra, con molti valori elevati e con pochi dati piccoli, a differenza di quella normale, che è simmetrica. L'indice di Kurtosis denota, invece, che le code sono molto spesse e che la distribuzione è piatta, mentre la varianza da l'indicazione di un insieme di dati molto disperso. Questa tipologia di distribuzione è molto rilevante dal punto di vista economico, in quanto manifesta la presenza all'interno del panorama borsistico italiano di un set di imprese molto diverso tra loro e quindi di un campione eterogeneo.

Le tabelle 52, 53 e 54 riportano la sintesi di tutte le variabili utilizzate nell'indagine, in termini di numero di osservazioni, media, deviazione standard, valore minimo e valore massimo, per i tre intervalli di tempo considerati. I valori medi dei vari indicatori, che saranno analizzati singolarmente nella sezione test sulle differenze tra le medie, indicano dei risultati differenti, in quanto alcuni di essi mostrano che le imprese del gruppo 0 ottengono performance migliori rispetto a quelle del gruppo 1, mentre altri danno l'indicazione

---

<sup>21</sup> Il 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 e il terzo (effettivamente utilizzato nell'analisi condotta) li combina in un unico test.

<sup>22</sup> Il p\_value rappresenta la probabilità di rigettare erroneamente l'ipotesi nulla quando quest'ultima è vera.

opposta. Prendendo in considerazione i risultati relativi al primo periodo considerato (Tabella 52), le imprese che ricorrono ai CEM presentano una redditività migliore rispetto alle altre, in quanto sia il ROE che il ROA medio sono più elevati, mentre la liquidità, rappresentata dal Quick Ratio e dal Current Ratio, è superiore per le società che non separano la proprietà dal controllo. Quest'ultime sono caratterizzate, inoltre, da tassi di crescita più elevati, ma anche da una minore propensione a distribuire dividendi e da una maggiore solidità, dovuta a un rapporto debiti finanziari su equity più alto e a un indice di indipendenza finanziaria superiore.

*Tabella 53: Statistiche descrittive delle variabili utilizzate nell'analisi dopo un anno dalla quotazione: ROE, ROA, Debt/equity, Indipendenza finanziaria, Quick Ratio, Current Ratio, Dividenditotali/Vendite, tasso di crescita dei ricavi, del total asset e del numero di dipendenti. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.*

Variabile	Gruppo 0				Gruppo 1				
	Osservazioni	Mean	St. Dev.	Min	Max	Mean	St. Dev.	Min	Max
	74								
ROE	1.096	31.755	-120.47	83.74	8.542	22.021	-57.32	91.78	
ROA	2.181	12.101	-54.4	24.13	4.008	11.774	-39.61	64.79	
Debt/equity	0.596	0.798	0	3.7	0.737	1.204	0	9.24	
Indipendenza finanziaria	0.416	0.202	0.012	0.862	0.383	0.195	0.042	1	
Quick Ratio	1.497	1.378	0.07	8.81	1.13	0.675	0.2	4.54	
Current Ratio	1.86	1.473	0.24	8.81	1.438	0.711	0.33	4.6	
Dividenditotali/Vendite	0.023	0.047	0	0.296	0.036	0.052	0	0.26	
Crescita ricavi	0.37	1.341	-0.65	10.595	0.163	0.836	-5.15	3.11	
Crescita total asset	0.197	0.381	-0.43	1.567	0.171	0.348	-0.32	2.56	
Crescita dipendenti	0.227	0.457	-0.06	3.29	0.121	0.296	-0.87	1.193	

Fonte: Stata, elaborazione personale

La situazione rimane invariata, a distanza di tre anni dal processo di listing, per quanto riguarda la liquidità, la redditività e la solidità, mentre il rapporto Dividenditotali/Vendite diventa simile per le due classi di imprese (Tabella 53). Le aziende del gruppo 1, a differenza di prima, evidenziano una crescita superiore dal punto di vista dei ricavi, anche se gli altri due tassi rimangono più alti per quelle del gruppo 0. I risultati differiscono, invece, nell'ultimo periodo considerato, visto che la redditività del capitale e del total asset diventa più alta per le imprese che non utilizzano i CEM (Tabella 54). Le società del gruppo 1 manifestano, invece, una struttura del capitale squilibrata, dato che il valore medio della variabile Debt/equity si porta ad un valore superiore all'unità, segno di un elevato indebitamento. In definitiva, se si analizza l'andamento di tutte le variabili in tutti e tre i periodi presi in considerazione, emerge che le variabili tasso di indipendenza finanziaria, Current Ratio, Quick Ratio, tasso di crescita del total asset e tasso di crescita del numero dei dipendenti sono superiori per le imprese appartenenti al gruppo 0, denotando una crescita più elevata e una migliore solidità a breve termine. Le imprese che separano la proprietà dal controllo rivelano, al contrario, una maggiore redditività a distanza di uno e tre anni dalla quotazione, che però subisce un decremento più alto dopo cinque anni dalla quotazione, mentre le restanti variabili danno delle indicazioni differenti tra una fase e l'altra. Queste considerazioni saranno testate, dal punto di vista statistico, attraverso i t-test realizzati nella sezione che segue, in modo da verificare se le differenze che emergono tra le imprese risultano essere statisticamente significative e quindi se esse sono in realtà presenti e non dovute semplicemente all'eterogeneità del campione.

Tabella 54: Statistiche descrittive delle variabili utilizzate nell'analisi dopo tre anni dalla quotazione: ROE, ROA, Debt/equity, Indipendenza finanziaria, Quick Ratio, Current Ratio, Dividenditotali/Vendite, tasso di crescita dei ricavi, del total asset e del numero di dipendenti. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.

Variabile	Gruppo 0				Gruppo 1					
	Osservazioni	Mean	St. Dev.	Min	Max	Mean	St. Dev.	Min	Max	
ROE	55	-3.311	32	-145.73	54.98	58	-0.456	26.629	-113.93	38.52
ROA		-0.974	15.581	-60.42	26.91		1.313	11.073	-40.17	28.72
Debt/equity		0.332	4.309	-29.94	6.04		1.131	1.941	0	10.25
Indipendenza finanziaria		0.376	0.213	0.044	0.885		0.355	0.206	0.037	1
Quick Ratio		1.347	1.424	0.08	10.46		0.987	0.711	0.41	5.43
Current Ratio		1.581	1.479	0.25	10.71		1.302	0.8	0.47	5.48
Dividenditotali/Vendite		0.029	0.061	0	0.25		0.029	0.058	0	0.33
Crescita ricavi		0.042	0.391	-0.811	1.41		0.059	0.223	-0.443	0.744
Crescita total asset		0.118	0.32	-0.347	1.25		0.028	0.177	-0.96	0.47
Crescita dipendenti		0.134	0.528	-0.6	2.847		0.059	0.208	-0.84	0.47

Fonte: Stata, elaborazione personale

Tabella 55: Statistiche descrittive delle variabili utilizzate nell'analisi dopo cinque anni dalla quotazione: ROE, ROA, Debt/equity, Indipendenza finanziaria, Quick Ratio, Current Ratio, Dividenditotali/Vendite, tasso di crescita dei ricavi, del total asset e del numero di dipendenti. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.

Variabile	Gruppo 0				Gruppo 1					
	Osservazioni	Mean	St. Dev.	Min	Max	Mean	St. Dev.	Min	Max	
ROE	32	0.143	28.629	-85.79	72.3	44	-9.523	39.079	-108.78	60.49
ROA		0.188	18.085	-71.97	33.2		-3.779	22.021	-96.44	32.21
Debt/equity		1.232	3.669	-1.07	20.8		0.631	1.292	-2.6	5.11
Indipendenza finanziaria		0.359	0.187	0.031	0.694		0.316	0.192	0.014	1
Quick Ratio		1.023	0.498	0.1	1.98		0.85	0.49	0.13	2.27
Current Ratio		1.257	0.654	0.27	2.9		1.151	0.584	0.17	2.4
Dividenditotali/Vendite		0.036	0.089	0	0.331		0.019	0.037	0	0.17
Crescita ricavi		-0.013	0.338	-0.907	0.76		0.108	0.413	-0.909	1.937
Crescita total asset		0.118	0.352	-0.63	1.07		-0.039	0.263	-0.9	0.43
Crescita dipendenti		0.038	0.303	-0.92	1		0.015	0.265	-1	1.109

Fonte: Stata, elaborazione personale

### 5.3.3 Test sulle differenze tra le medie

Il confronto tra le performance delle imprese che hanno e non hanno adottato gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo è stato effettuato mediante dei t-test sulle differenze tra le medie di queste due categorie di imprese. L'analisi è stata svolta mediante la creazione di una variabile binaria che assume valore uno se una società utilizza tali meccanismi di dissociazione e zero altrimenti. Le società facenti parte del campione sono state suddivise in due gruppi: il gruppo 0 comprende tutte le società che non hanno fatto ricorso agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 indica le aziende che invece li hanno utilizzati. Il software utilizzato realizza un test bidirezionale, caratterizzato dal fatto che l'ipotesi nulla da testare è che la differenza tra le medie dei due gruppi è pari a zero, contro l'ipotesi alternativa che essa è diversa da zero, ma esso riporta, inoltre, i p\_value relativi alle ipotesi alternative che la differenza tra le medie sia maggiore o inferiore a zero. I test sono stati effettuati selezionando un intervallo di confidenza del 95% e del 90%, pertanto se il valore della statistica test t è superiore a 1,96 o a 1,68, oppure se il valore del p\_value è al di sotto del 5% o del 10%, non si può accettare l'ipotesi nulla che le due categorie di società mostrano delle performance simili. I due gruppi di imprese vengono confrontati in un primo momento nella

fase pre-IPO, considerando le variabili età, numero di dipendenti, total asset e ricavi, rilevate nell'anno precedente l'IPO, con l'obiettivo di verificare se emergono differenze in termini di dimensioni. Le tabelle 55, 56 e 57 riportano i test t, che saranno esaminati singolarmente nei paragrafi che seguono, relativi ad ognuna delle variabili utilizzate per analizzare le due classi di società nella fase successiva alla quotazione. I test relativi al primo intervallo di tempo hanno condotto a un rifiuto dell'ipotesi nulla che la differenza tra le medie sia zero soltanto nel caso del Quick Ratio e del Current Ratio, considerando un intervallo di confidenza del 95%, e nel caso del ROE, la cui ipotesi alternativa non può essere rifiutata con un livello di significatività del 10%.

*Tabella 56: Test t sulla differenza tra le medie per le variabili ROE, ROA, Debt/equity, Indipendenza finanziaria, Quick Ratio, Current Ratio, Dividenditotali/Vendite, tasso di crescita dei ricavi, del total asset e del numero di dipendenti, per il periodo IPO+1. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.*

Variable	Group	Obs	Mean	Difference	t	Ha:diff !=0
ROE	0	74	1.096	-7.446	-1.6575*	0.0998
	1	74	8.542			
ROA	0	74	2.181	-1.828	-0.9314**	0.3592
	1	74	4.009			
Debt/equity	0	74	0.596	-0.141	-0.8384**	0.4034
	1	74	0.737			
Indipendenza finanziaria	0	74	0.416	0.033	1.0212**	0.3089
	1	74	0.383			
Quick Ratio	0	74	1.497	0.367	2.056**	0.0422
	1	74	1.13			
Current Ratio	0	74	1.86	0.422	2.2185**	0.0287
	1	74	1.438			
Crescita ricavi	0	74	1.686	1.565	1.0731**	0.2868
	1	74	0.121			
Crescita total asset	0	74	0.197	0.026	0.4427**	0.6587
	1	74	0.171			
Crescita dipendenti	0	74	1.686	1.565	1.0731**	0.2868
	1	74	0.121			
Dividenditotali/Vendite	0	74	0.023	-0.013	-1.4945**	0.1372
	1	74	0.036			

\* indica un livello di significatività del 10%. \*\* indica un livello di significatività del 5%. Fonte: Stata, elaborazione personale

Le evidenze riscontrate a distanza di tre anni rivelano invece che l'ipotesi alternativa che le performance delle due categorie di aziende sono differenti non può essere rigettata, ad un livello di significatività del 10%, per le variabili tasso di crescita del numero dei dipendenti e ancora una volta per il Quick Ratio, mentre nell'ultimo intervallo di tempo l'unico test che non porta all'accettazione dell'ipotesi nulla è quello relativo al tasso di crescita del total asset, il cui p\_value dell'ipotesi alternativa è pari al 3.72%. L'indagine rivela, nel complesso, che l'utilizzo degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo non porta le imprese che li utilizzano ad ottenere performance superiori, sotto il profilo del grado di indipendenza da fonti esterne di finanziamento, della propensione a distribuire dividendi e dei tassi di crescita. Le uniche due differenze emergono in relazione alla liquidità, dato che i primi due test del Quick Ratio e il primo del Current Ratio mettono in luce che la differenza tra le medie è significativamente diversa da 0, segno di un differente grado di copertura delle passività a breve termine mediante le attività della stessa durata, e la redditività, visto che il test del ROE nel primo periodo porta a rigettare la congettura che le performance sono simili, il cui divario, in termini medi, è pari al 7.45%. La maggior parte delle differenze che emergevano tra i due gruppi di società, se si comparavano solamente i dati medi, pertanto, non risultano essere statisticamente significative, essendo dovute alla grande eterogeneità delle tipologie di aziende che compongono il campione esaminato.

Tabella 57: Test t sulla differenza tra le medie per le variabili ROE, ROA, Debt/equity, Indipendenza finanziaria, Quick Ratio, Current Ratio, Dividenditotali/Vendite, tasso di crescita dei ricavi, del total asset e del numero di dipendenti, per il periodo IPO+3. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.

Variable	Group	Obs	Mean	Difference	t	Ha:diff !=0
ROE	0	55	-3.311	-2.855	-0.514**	0.6083
	1	58	0.456			
ROA	0	55	-0.974	-2.286	-0.8949**	0.3731
	1	58	1.313			
Debt/equity	0	55	0.332	-0.799	-1.2593**	0.2119
	1	58	1.131			
Indipendenza finanziaria	0	55	0.375	0.02	0.5092**	0.6116
	1	58	0.355			
Quick Ratio	0	55	1.347	0.36	1.6847*	0.096
	1	58	0.987			
Current Ratio	0	55	1.581	0.279	1.2377**	0.2194
	1	58	1.302			
Crescita ricavi	0	55	0.042	-0.017	-0.2919**	0.7711
	1	58	0.059			
Crescita total asset	0	55	0.134	0.075	0.9779**	0.3315
	1	58	0.059			
Crescita dipendenti	0	55	0.118	0.09	1.8503*	0.0678
	1	58	0.028			
Dividenditotali/Vendite	0	55	0.029	0	0.0206**	0.9836
	1	58	0.029			

\* indica un livello di significatività del 10%. \*\* indica un livello di significatività del 5%. Fonte: Stata, elaborazione personale

Tabella 58: Test t sulla differenza tra le medie per le variabili ROE, ROA, Debt/equity, Indipendenza finanziaria, Quick Ratio, Current Ratio, Dividenditotali/Vendite, tasso di crescita dei ricavi, del total asset e del numero di dipendenti, per il periodo IPO+5. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.

Variable	Group	Obs	Mean	Difference	t	Ha:diff !=0
ROE	0	32	0.143	9.666	1.2446**	0.2172
	1	44	-9.523			
ROA	0	32	0.188	3.967	0.8608**	0.3922
	1	44	-3.779			
Debt/equity	0	32	1.231	0.6	0.8862**	0.3813
	1	44	0.631			
Indipendenza finanziaria	0	32	0.359	0.043	0.9954**	0.3231
	1	44	0.316			
Quick Ratio	0	32	1.023	0.173	1.503**	0.1376
	1	44	0.85			
Current Ratio	0	32	1.257	0.106	0.728**	0.4693
	1	44	1.151			
Crescita ricavi	0	32	-0.013	-0.121	-1.3986**	0.1662
	1	44	0.108			
Crescita total asset	0	32	0.118	0.157	2.136**	0.0372
	1	44	-0.039			
Crescita dipendenti	0	32	0.038	0.023	0.3452**	0.7312
	1	44	0.015			
Dividenditotali/Vendite	0	32	0.036	0.017	0.9942**	0.3263
	1	44	0.019			

\* indica un livello di significatività del 10%. \*\* indica un livello di significatività del 5%. Fonte: Stata, elaborazione personale

### 5.3.3.1 Caratteristiche pre-IPO

Questo paragrafo contiene un confronto, nella fase pre-IPO, tra le imprese che usano e non usano gli strumenti di separazione, che ha lo scopo di capire se esistono delle differenze tra tali categorie, in termini di ricavi, età, numero di dipendenti e total asset. I dati relativi a queste tre variabili e i relativi t-test fanno riferimento all'anno precedente l'IPO, poiché l'obiettivo è capire se le imprese appartenenti al gruppo 0, ovvero quelle che non utilizzano i CEM, sono di dimensioni superiori o inferiori rispetto a quelle del gruppo 1, che invece indica le società che non ne hanno fatto ricorso. Il t-test relativo all'età (Tabella 53), ovvero agli anni che separano la costituzione della società dalla quotazione, mostra che la differenza tra i due gruppi non è statisticamente significativa, infatti essi presentano entrambi un valore medio pari a sedici e il valore della statistica t è inferiore a 1,96. Stata propone anche le ipotesi alternative per cui la differenza tra le medie sia maggiore o minore di zero: in questo caso si nota che esse sono non significative, dato che il p\_value assume un valore superiore al 5%, pertanto non può essere rifiutata l'ipotesi nulla che le medie siano uguali. Ciò indica che le imprese si quotano in una fase matura della loro esistenza, a conferma delle evidenze empiriche mostrate in precedenza, tra le quali lo studio di Giudici nel 2019, che aveva riscontrato lo stesso valor medio per le IPO effettuate tra il 2009 e il 1/09/2019. Il test rivela, in sostanza, che entrambi i gruppi di società effettuano l'IPO già con un certo numero di anni di operatività alle spalle.

Tabella 59: Test t sulla differenza tra le medie per la variabile età per la fase pre-IPO. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che non li hanno adoperati.

Two-sample t test with unequal variances						
Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	77	16.77922	1.749096	15.34826	13.29559	20.26285
1	75	16.386	2.318368	20.07765	11.76655	21.00545
combined	152	16.5852	1.442209	17.78075	13.73568	19.43471
diff		.3932208	2.904164		-5.349002	6.135444
diff = mean(0) - mean(1)					t =	0.1354
Ho: diff = 0				Satterthwaite's degrees of freedom = 138.519		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.5538		Pr( T  >  t ) = 0.8925		Pr(T > t) = 0.4462		

Fonte: Stata, elaborazione personale

L'analisi è proseguita con il confronto tra le variabili che indicano le dimensioni aziendali dell'impresa, ovvero i ricavi, il numero di dipendenti e il valore del total asset. La raccomandazione della commissione europea del 6/05/2003, come visto in precedenza, classifica come media impresa quella che ha un numero di occupati inferiore a 250, un fatturato inferiore a 50 milioni e un total asset non superiore a 43 milioni. I t-test effettuati per tali variabili mettono in luce che il valore della statistica test t è inferiore a 1,96 e che il valore del p\_value risulta essere superiore al 5% per l'ipotesi alternative, pertanto la differenza tra le medie dei due gruppi di aziende non è statisticamente significativa, utilizzando un intervallo di confidenza del 5%.

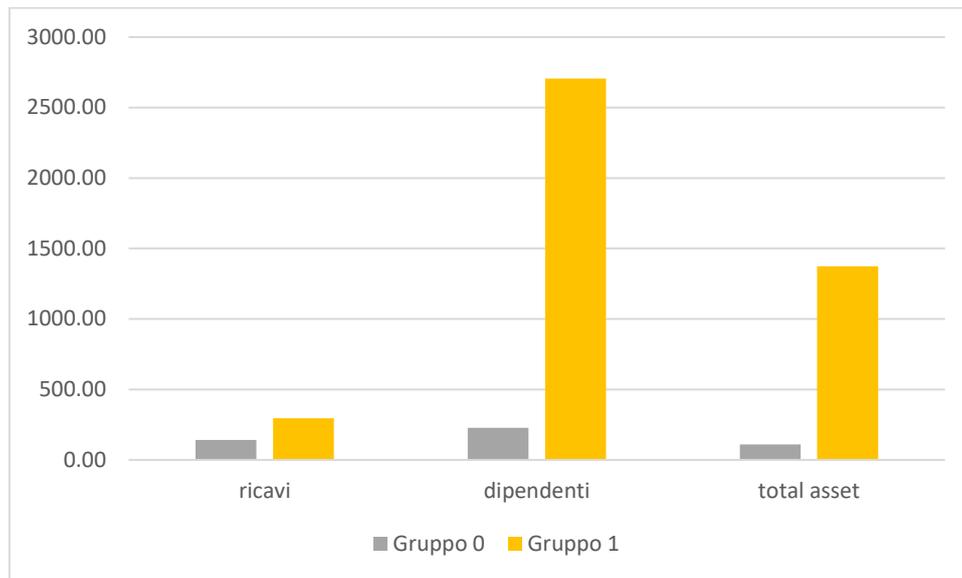
Tabella 60: Test t sulla differenza tra le medie per le variabili ricavi (milioni di euro), numero di dipendenti e total asset (milioni di euro) per l'anno precedente l'IPO. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati. \*\* indica un livello di significatività del 5%.

Variable	Group	Obs	Mean	Differenza	t	Ha: diff !=0
ricavi	0	77	141.7171	-153.3309	-1.1033**	p= 0.2721
	1	75	295.048			
dipendenti	0	77	227.5844	-2478.6556	-1.3368**	p= 0.1854
	1	75	2706.24			
totalasset	0	77	109.5106	-1263.6184	-1.3941**	p= 0.1674
	1	75	1373.129			

Fonte: Stata, elaborazione personale.

Tali risultati non sono, tuttavia, concordi ai valori delle medie delle società che utilizzano e non gli strumenti separazione tra proprietà e controllo, infatti i valori medi delle tre variabili sono nettamente differenti. La figura 27 evidenzia la grande differenza che sussiste tra le aziende, infatti le società che fanno ricorso ai meccanismi di dissociazione tra diritti di voto e cash flow presentano mediamente 2478 impiegati in più e un totale dell'attivo superiore di 1263 milioni, mentre i ricavi sono più del doppio. Queste discrepanze sono dovute all'eterogeneità del campione, poiché comprende imprese che dal punto di vista delle dimensioni sono differenti, infatti sono presenti valori fortemente lontani dalla media, ma la differenza tra i gruppi non è statisticamente significativa. I risultati, in definitiva, mettono in luce il fatto che la differenza tra le due classi di imprese, in termini di dimensioni, non è significativamente diverso da zero.

Figura 17: Confronto tra le medie dei due gruppi di imprese delle variabili ricavi (milioni di euro), numero di dipendenti e total asset (milioni di euro) per la fase pre-IPO. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.

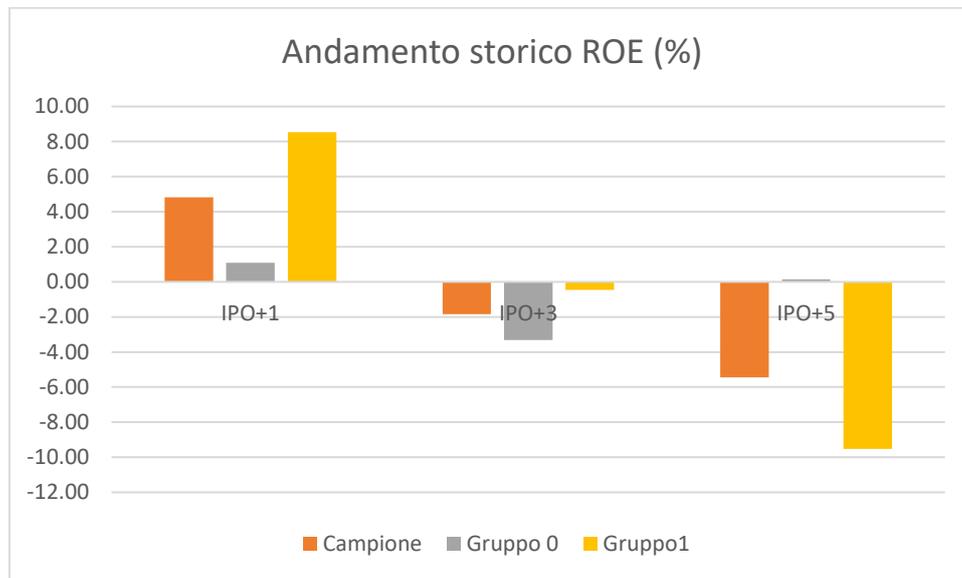


Fonte: Elaborazione personale

### 5.3.3.2 Redditività

Il confronto relativo alla redditività generata dalle società che utilizzano e non utilizzano gli strumenti di separazione è stato effettuato mediante gli indici Return On Equity e Return On Assets, analizzandone l'andamento a distanza di uno, tre e cinque anni dall'IPO. La scelta di utilizzare entrambi gli indici è dovuta al fatto che un uso congiunto dei due permette di avere una visione più ampia riguardo la redditività generata dalle imprese, sia in termini di capitale apportato dai soci che di investimenti effettuati. L'andamento storico degli indici del campione mostra un declino graduale del valor medio del ROE del campione, che passa dal 4,82% a IPO+1 al -5,45% a IPO+3 (Figura 28), a conferma dei risultati delle evidenze empiriche descritte in precedenza [Pagano, Panetta e Zingales (1998), Ritter (1991)]. Il ROA del campione ha un andamento simile, visto che a IPO+1 il valor medio del campione è anch'esso positivo, però a differenza del ROE, si mantiene maggiore di zero a IPO+3, per poi subire un decremento a che lo porta al -2,11% a IPO+5 (Figura 29).

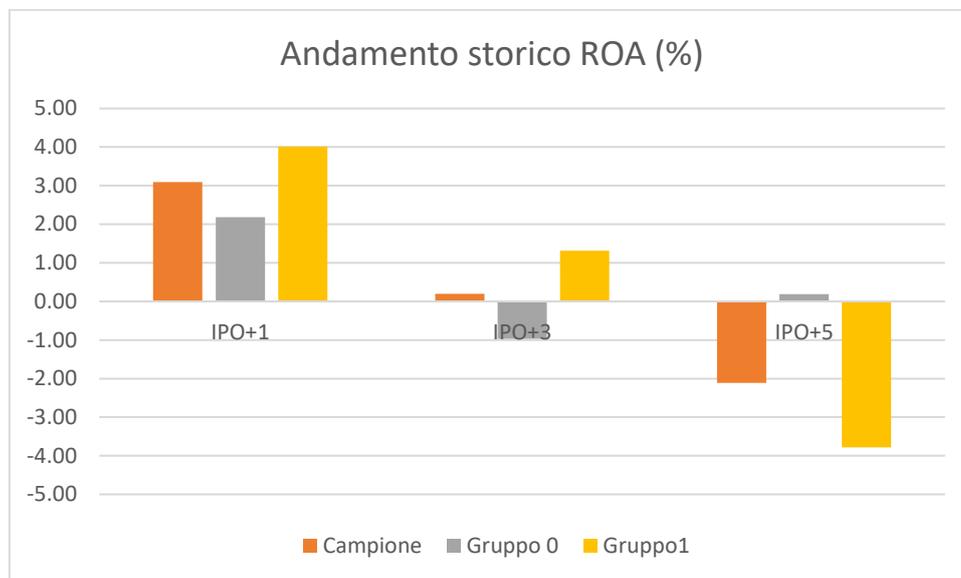
Figura 18: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del ROE (%). Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.



Fonte: Elaborazione personale

Per quanto riguarda l'analisi statistica, i test t effettuati per il ROE nei periodi IPO+3 e IPO+5 indicano che l'ipotesi nulla secondo la quale la differenza tra le medie non può essere rifiutata, poiché il valore della t di student è inferiore a 1,96 per tutti gli intervalli di tempo considerati (Tabella 55, 56, 57). I gruppi di imprese a distanza di tre anni dalla quotazione presentano entrambe un ROE medio negativo, infatti l'ipotesi di performance simili è non viene rigettata ad un livello di fiducia del 5%. La situazione, rispetto alle performance iniziali, si inverte a IPO+5, poiché le imprese che utilizzano i CEM presentano un valor medio del -9,52%, a differenza delle altre che hanno un dato positivo dello 0,14%, con una differenza del 9,67%. Questa differenza è dovuta al fatto che alcune imprese erano prossime al fallimento al momento della rilevazione, pertanto presentavano una redditività disastrosa. I risultati sono in linea con quelli riscontrati da Pagano, Panetta e Zingales (1998), che avevano rilevato un aumento della profittabilità nei primi anni successivi all'IPO e un peggioramento delle performance nel lungo periodo.

Figura 19: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del ROA (%). Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.



Fonte: Elaborazione personale

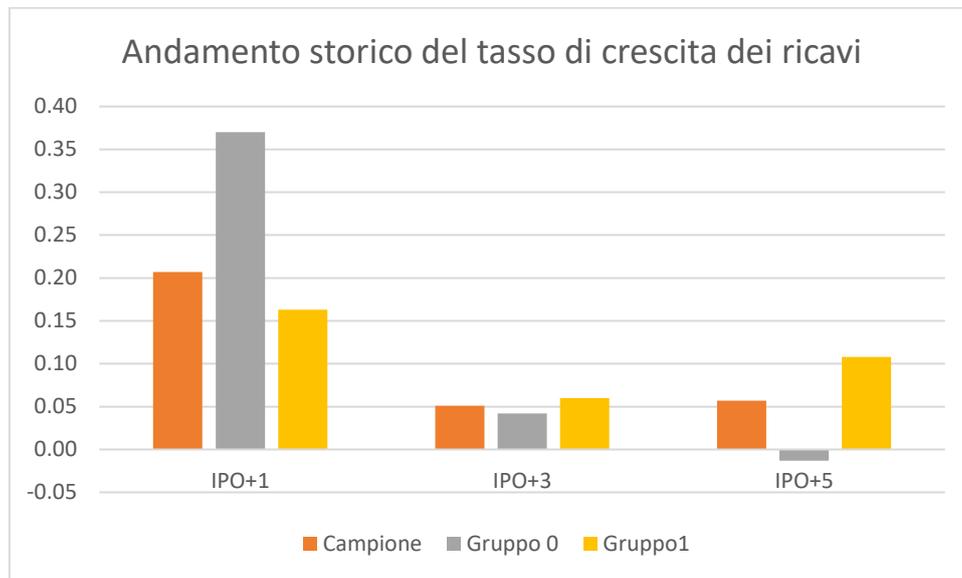
L'andamento del ROA risulta essere, al contrario, più simile rispetto all'indice precedente, infatti in tutti e tre i t-test l'ipotesi secondo cui la redditività dei due gruppi di imprese è simile non può essere rigettata. Il ROA delle imprese che utilizzano i CEM è superiore a IPO+1 e a IPO+3, dove la redditività delle società appartenenti al gruppo 0 diventa negativa, mentre nell'ultimo periodo si invertono i segni dell'indicatore, anche se la media di tali imprese è prossima allo zero.

### 5.3.3.3 Tassi di crescita delle dimensioni

Questo paragrafo contiene l'analisi dei tassi di crescita<sup>23</sup> delle variabili rappresentative della dimensione delle imprese, che si sono utilizzate in precedenza per il confronto pre-IPO delle caratteristiche dei due gruppi. I tassi di crescita del campione mostrano un calo graduale del numero di dipendenti e del total asset, a differenza di quello dei ricavi che diminuisce dopo tre anni dalla quotazione, passando dal 21% al 5%, per poi attestarsi al 5.7% al termine del periodo considerato (Figura 30, 31, 32). I t-test relativi a quest'ultima variabile non hanno condotto a un rifiuto dell'ipotesi nulla che la differenza tra le due medie sia zero (Tabella 55, 56, 57). Le imprese appartenenti al gruppo 0 evidenziano, in termini medi, una crescita superiore rispetto alle altre a un anno dall'IPO, a differenza degli ultimi due intervalli di tempo, nei quali le società che fanno ricorso ai control enhancing mechanisms presentano una crescita del fatturato più marcata, soprattutto a IPO+5, durante il quale le aziende del gruppo 0 subiscono una riduzione del fatturato.

<sup>23</sup> Il tasso di crescita è stato calcolato come rapporto tra la differenza del valore della variabile tra gli anni t e t-1 e il valore assunto dalla grandezza nell'anno t-1.

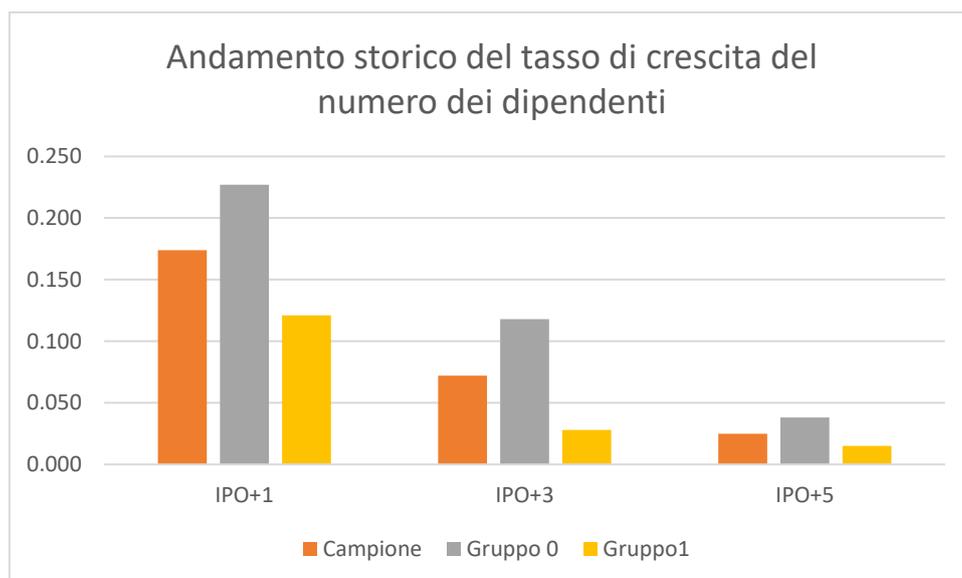
Figura 20: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del tasso di crescita dei ricavi (%). Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.



Fonte: Elaborazione personale

I risultati dei test riguardanti il tasso di crescita del numero dei dipendenti rivelano invece che a IPO+1 la statistica test t è inferiore a 1.96, anche se il grafico 31 mette in luce una crescita più alta delle società che non usano i meccanismi di separazione. L'esito del test a IPO+3 è differente, in quanto il p\_value, relativo all'ipotesi alternativa che la differenza tra le medie è diversa da zero, è inferiore al 10%, pertanto diventa significativa quest'ultima, mentre nell'ultimo periodo considerato non può essere rigettata l'ipotesi nulla che le performance medie sono simili.

Figura 21: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del tasso di crescita del numero di dipendenti (%). Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.

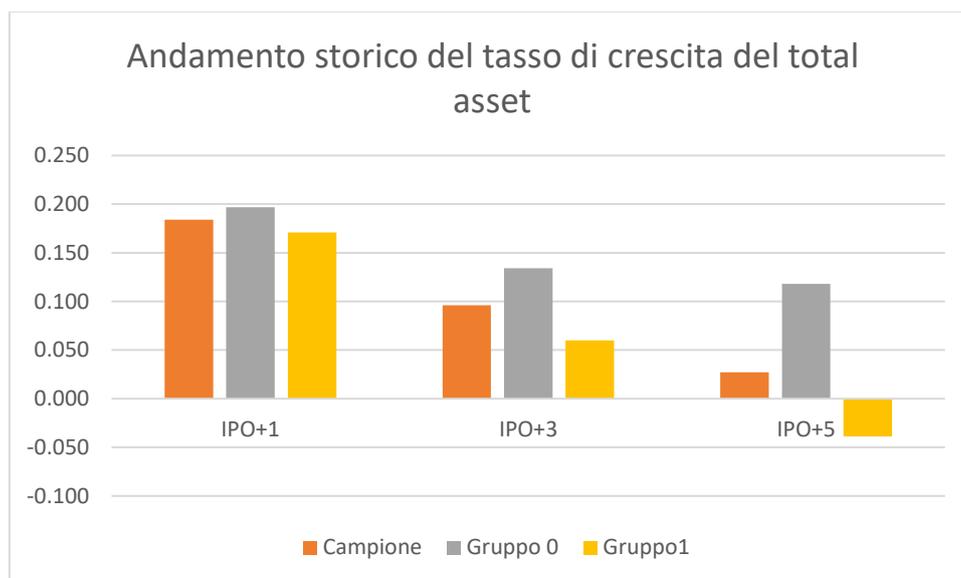


Fonte: Elaborazione personale

L'analisi del tasso di crescita del total asset mostra al contrario un andamento simile delle due categorie di aziende a IPO+1 e IPO+3, che è confermato anche dai corrispondenti test di ipotesi, che indicano che l'ipotesi

nulla per cui la differenza tra le medie non può essere rifiutata. Tale evidenza non è confermata dopo cinque anni dalla quotazione, infatti il valore della statistica test t diviene superiore alla soglia limite, pertanto viene rigettata l'ipotesi nulla e assume rilevanza quella alternativa secondo la quale la crescita del total asset è differente per le due categorie di aziende. Le imprese registrano, considerando le tre variabili rappresentative della dimensione, una crescita molto lenta nella fase post quotazione, in linea con le evidenze empiriche esistenti [Pagano, Panetta e Zingales (1998), Carpenter e Rondi (2004)].

Figura 22: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del tasso di crescita del total asset (%). Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.

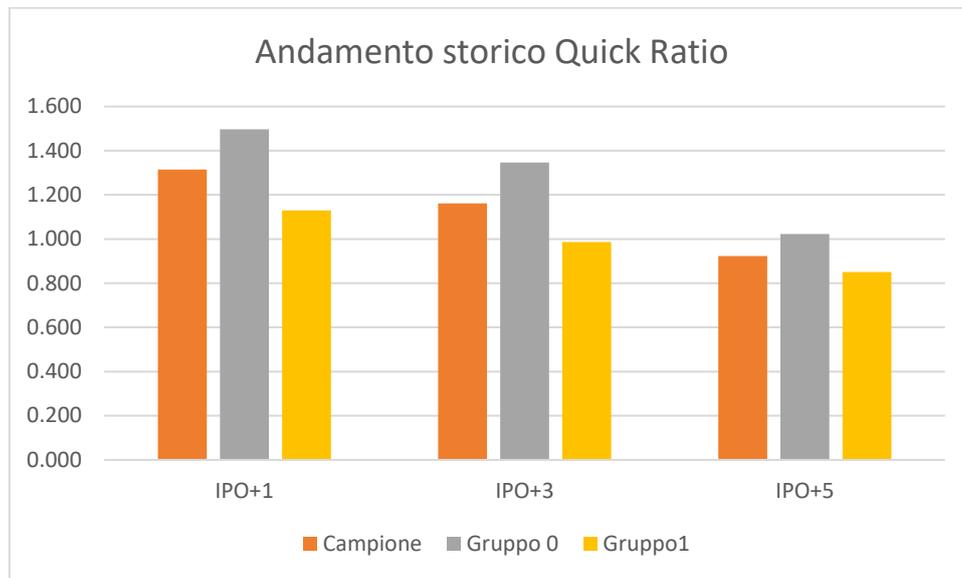


Fonte: Elaborazione personale

#### 5.3.3.4 Liquidità

L'analisi della liquidità aziendale è stata effettuata mediante gli indici current ratio e quick ratio, che misurano la capacità dell'impresa di far fronte alle passività a breve termine attraverso le attività liquide. Il quick ratio è in grado però di fornire indicazioni più precise sulla solidità dell'impresa, in quanto al numeratore presenta le poste delle attività correnti caratterizzate da una maggiore liquidità, escludendo le rimanenze che generano un maggior fabbisogno durevole di capitale. I test di ipotesi relativi al quick ratio denotano, nei primi due periodi analizzati, che la differenza tra le medie esiste e che è statisticamente significativa l'ipotesi che le imprese che non usano i meccanismi di dissociazione tra diritti di voto e cash flow sono caratterizzate da prestazioni differenti rispetto alle altre (Tabella 55, 56, 57). Questi risultati suggeriscono che le aziende del gruppo 0 hanno una diversa capacità di far fronte al pagamento dei debiti a breve con le disponibilità in cassa e con i crediti esigibili a breve. Tale indicatore è superiore a 1 per tutti i periodi analizzati (Figura 33), pertanto l'azienda del gruppo 0 è in grado, mediamente, di rispettare le scadenze di pagamento tramite la cassa e le risorse che si libereranno con l'incasso dei crediti. Ciò è supportato dall'evidenza che negli ultimi due intervalli di tempo il valore di tale indicatore è inferiore a uno per le società che utilizzano i CEM, il che denota una situazione di difficoltà dell'azienda a fronteggiare i propri impegni finanziari a breve.

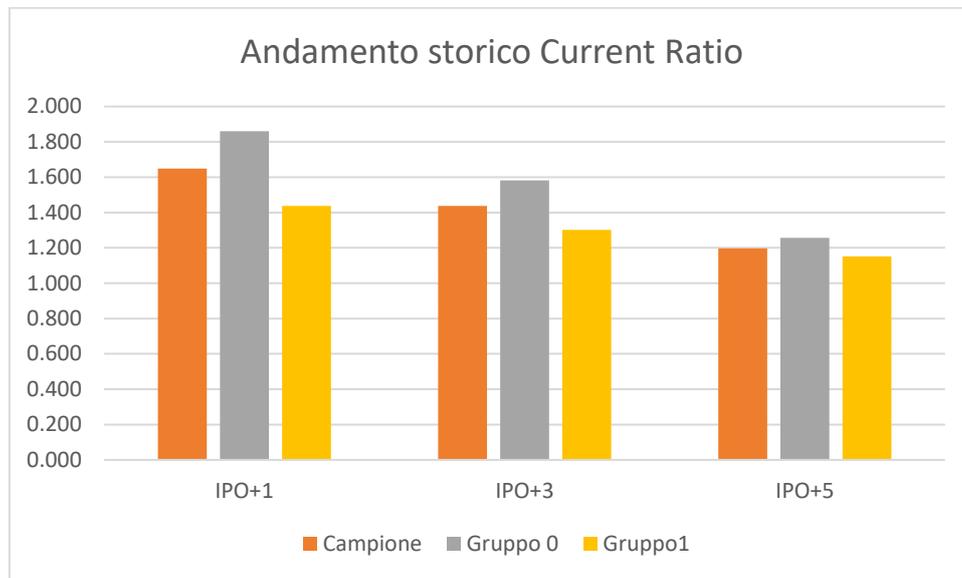
Figura 23: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del Quick Ratio. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.



Fonte: Elaborazione personale

L'andamento storico del current ratio rispecchia quello dell'indice precedente, visto che le società del gruppo 0 presentano una liquidità migliore, ma a differenza del caso precedente tale indicatore si mantiene superiore all'unità anche per l'altra tipologia di aziende in tutto l'arco di tempo preso in considerazione, tenendo però in considerazione che questo rapporto aumenta perché al numeratore contiene anche le liquidità differite (Figura 34). Le imprese, di conseguenza, riescono a far fronte agli impegni assunti a breve termine mediante la conversione in denaro liquido di tutti gli investimenti circolanti, comprese le rimanenze di magazzino. Il t-test a IPO+1 non permette di rigettare l'ipotesi alternativa che la differenza tra le medie è diversa da zero, infatti le società che non usano i CEM hanno un current ratio medio pari a 1.86, contro l'1.44 delle aziende appartenenti all'altro gruppo. I test effettuati per gli altri due periodi evidenziano, invece, che la differenza tra le medie non è statisticamente diversa da, infatti essa si attesta a 0.11 nell'ultima fase di tempo considerata. L'analisi dell'intero campione, infine, mette in luce un calo della solidità finanziaria nel corso del tempo, che è in linea con quello della profittabilità e dei tassi di crescita.

Figura 24: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del Current Ratio. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.

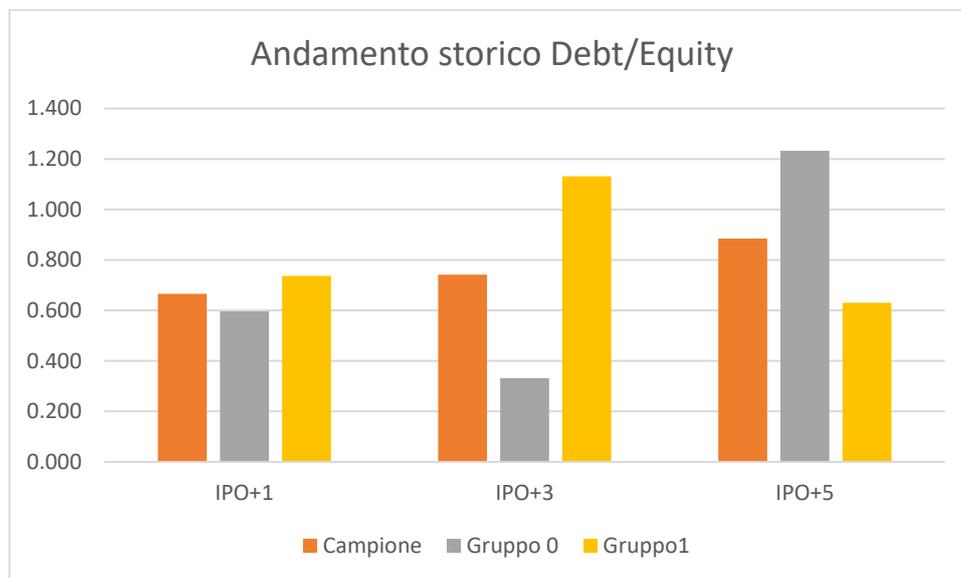


Fonte: Elaborazione personale

### 5.3.3.5 Struttura del capitale

L'indagine della struttura del capitale è stata effettuata mediante il quoziente di indebitamento debito su equity e attraverso l'indice di indipendenza finanziaria. Il primo indicatore misura la solidità dell'azienda, in quanto indica quanto debito è utilizzato per finanziare le attività. I test delle medie relativi al primo rapporto propongono che l'ipotesi nulla non può essere rifiutata (Tabella 55, 56, 57). La figura 35 mostra che dopo un anno dalla quotazione le società presentano un rapporto di indebitamento simile, pari a 0.74 per le aziende che utilizzano i CEM e a 0.6 per quelle dell'altro gruppo. Tali valori sono compresi tra 0.5 e 1, indicando una struttura finanziaria equilibrata e un modesto grado di dipendenza da fonti finanziarie esterne, anche se la situazione è da tenere sotto controllo. Il confronto tra i due gruppi mette in luce una netta differenza dopo tre e cinque anni dal processo di listing, che è pari a 0.8 a IPO+3, dove le imprese che fanno ricorso ai CEM presentano un rapporto superiore all'unità e che si attesta a 0.6 nell'ultimo intervallo di tempo, dove la situazione si inverte.

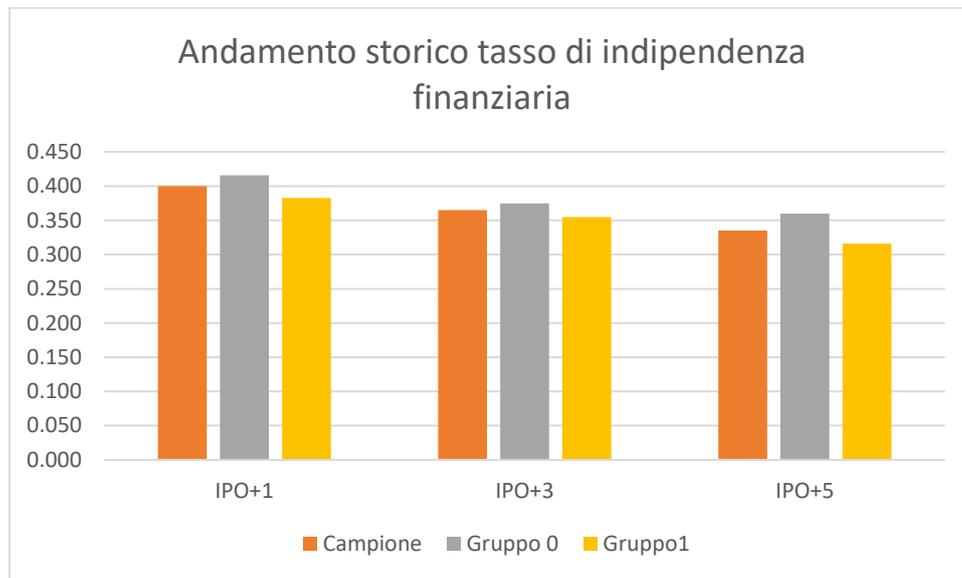
Figura 25: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del rapporto Debt/Equity. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.



Fonte: Elaborazione personale

Gli andamenti delle due classi di imprese sono differenti, nonostante la significatività dell'ipotesi nulla, infatti il trend delle società del gruppo 0 ha una forma "U – shaped" concava verso il basso, mentre quello delle società di tipo 1 è prima decrescente, con il valore dell'indicatore che diviene inferiore a 0.5, e poi crescente. La somiglianza della struttura del capitale viene confermata dall'analisi dell'indice di indipendenza finanziaria, che denota in che proporzione i mezzi propri del passivo patrimoniale hanno partecipato a finanziare gli investimenti e altresì in che proporzione l'impresa è dipendente dai capitali di terzi. I t-test relativi a questa variabile propongono come risultato il non rifiuto dell'ipotesi nulla per cui la differenza tra le medie è nulla. La figura 36 infatti mostra che il divario tra le due classi di imprese è molto piccolo, raggiungendo il valore più alto a IPO+5, dove è pari a 0.04. Le aziende del gruppo 0 manifestano, in tutti e tre gli intervalli di tempo, un rapporto leggermente più alto, segno di una struttura finanziaria più equilibrata, mentre si registra per entrambe le classi un graduale calo e di conseguenza un aumento della dipendenza da fonti esterne di finanziamento. Esso si mantiene, tuttavia, inferiore a 0.5, il che suggerisce una struttura orientata all'indebitamento bancario, nonostante la quotazione sia un modo per reperire nuove risorse.

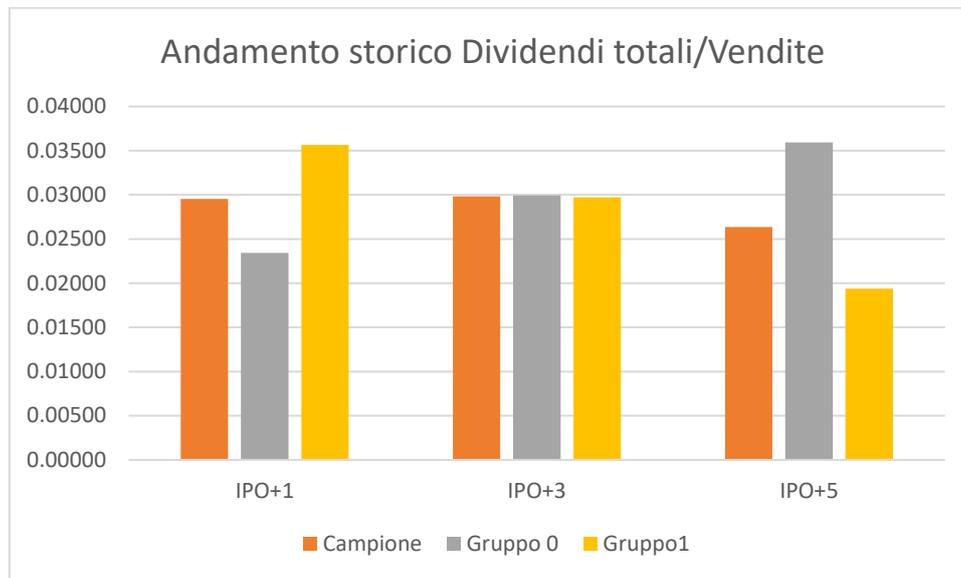
Figura 26: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del tasso di indipendenza finanziaria. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.



Fonte: Elaborazione personale

L'ultima variabile esaminata è il rapporto tra i dividendi totali distribuiti da un'impresa e i ricavi delle vendite e delle prestazioni, che misura la propensione a distribuire dividendi da parte delle aziende. Il t-test relativo al primo intervallo di tempo esaminato presenta un valore della statistica t inferiore a 1.96, pertanto l'ipotesi secondo la quale le imprese sono caratterizzate da performance simili non può essere rigettata (Tabella 55). Questa conclusione non è in linea con la differenza messa in luce dalla figura 37, che evidenzia un divario pari a 0,012. Tale differenza diventa nulla invece a IPO+3, il cui test conferma quello relativo al periodo precedente, infatti il valor medio è pari a 0.03 per entrambe le classi di aziende (Tabella 56). Questo risultato è influenzato dal fatto che il 56% delle imprese non ha distribuito dividendi dopo tre anni dalla quotazione, pertanto i due valori medi risultano essere più uniformi. Il test effettuato per l'ultimo periodo, infine propone lo stesso risultato degli altri (Tabella 57), che però non è conforme al divario evidenziato dalla figura 37. La propensione a distribuire dividendi risulta, in definitiva, essere simile per le due categorie di società, il che rifletterebbe un uguale propensione, da parte di entrambe, a reinvestire gli utili nei progetti di crescita (Pagano, Panetta e Zingales, 1998).

Figura 27: Confronto tra il campione e i due gruppi di imprese in relazione alla serie storica del rapporto Dividendi totali/Vendite. Il gruppo 0 indica le imprese che non hanno fatto ricorso, pre-IPO, agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre il gruppo 1 comprende quelle che li hanno adoperati.



Fonte: Elaborazione personale

#### 5.4 Underpricing e Money Left on The Table

Una tendenza che contraddistingue le società che decidono di quotarsi in borsa mediante un'offerta pubblica iniziale è che esse decidono, deliberatamente, di sottoprezzare i propri titoli, generando una differenza tra il prezzo di collocamento e quello fatto registrare al termine del primo giorno di negoziazioni, ovvero il fenomeno dell'Underpricing. Le evidenze empiriche descritte nel corso del 3 capitolo di questo elaborato hanno messo in evidenza che tale puzzle è presente in tutti i principali mercati internazionali (Loughran et al., 2012) e che l'Italia si caratterizza per il fatto che lo sconto di quotazione diminuisce progressivamente nel tempo, passando dal 3.1% registrato nel periodo 1988-1998 al 7.2% nell'intervallo 2005-2008 [(Fabrizio, 1999), (Celia, 2008)]. L'analisi empirica condotta in questo ultimo capitolo si è focalizzata anche sulla valutazione dell'Underpricing, per il quale si sono calcolate le due misure maggiormente utilizzate in letteratura, ovvero il valore semplice e quello corretto per il FTSE MIB. I due indicatori sono stati misurati utilizzando la metodologia adottata dagli studiosi Dell'Acqua et al. (2015) nel loro studio.

La performance al termine del primo giorno di trading è stata valutata attraverso il metodo del raw initial return, calcolato in questo modo:

$$RIR_{i,t} = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}}$$

Dove  $RIR_{i,t}$  rappresenta il raw initial return del primo giorno di quotazione;  $P_{i,0}$  è il prezzo di collocamento della società  $i$ , mentre  $P_{i,1}$  è il prezzo di mercato al termine del primo giorno di negoziazioni del titolo in borsa. Il prezzo di chiusura è utilizzato per misurare la performance iniziale dell'IPO, in quanto è un concetto di prezzo che riflette il valore di equilibrio determinato dalle forze della domanda e dell'offerta del mercato. I prezzi di collocamento sono stati raccolti dal sito di Borsa italiana, mentre gli altri sono stati presi dal software Thomson Eikon, che riporta la serie storica dei prezzi sia delle società italiane ancora quotate, che di quelle che hanno effettuato il delisting.

IL RIR dovrebbe essere utilizzato in caso di condizioni di mercato perfette, senza costi opportunità e senza scarti temporali intercorrenti tra la data di chiusura del periodo di sottoscrizione delle azioni e il primo giorno

di negoziazione. Durante questo periodo molte informazioni possono essere rivelate agli investitori e possono anche avvenire dei cambiamenti che condizionano il mercato. Per questo motivo, il raw initial return dovrebbe essere aggiustato per tener conto delle condizioni di mercato e dei movimenti dell'indice FTSE MIB, riconosciuto come indicatore complessivo delle performance del mercato azionario italiano. Il market adjusted initial return (MAIR) è calcolato in questo modo:

$$MAIR_{i,t} = \left[ \frac{P_{i,t} - P_{i,0}}{P_{i,0}} - \frac{MI_{i,1} - MI_{i,0}}{MI_{i,0}} \right]$$

Dove  $MAIR_{i,t}$  rappresenta il market adjusted initial return al termine del primo giorno di quotazione;  $MI_{i,0}$  è il valore del FTSE MIB alla fine del periodo di sottoscrizione dei titoli della società, mentre  $MI_{i,1}$  indica l'indice di mercato al termine del primo giorno di negoziazioni.

I risultati indicano che la performance iniziale delle IPO delle imprese oggetto dell'analisi non è distribuita in modo omogeneo nel corso del periodo considerato (Tabella 60). Il valore medio dell'Underpricing semplice per l'intero campione si è attestato 6.375%, mentre quello corretto è risultato essere pari al 6.142%. Questi risultati sono in linea con le evidenze empiriche mostrate nel terzo capitolo di questo elaborato, infatti Dell'Acqua et al. (2015) rilevano, per l'intervallo di tempo 2001-2012, un valore semplice del 6.52% e uno corretto del 6.75%. I dati confermano anche la progressiva riduzione che tale fenomeno ha avuto nel corso del tempo, infatti essi sono molto lontani da quelli dell'analisi svolta dagli studiosi Giudici et al. (2000), che hanno rilevato un dato medio semplice del 25.6% e uno corretto del 22.6%. L'andamento dell'Underpricing mostrato nella tabella 60 evidenzia due picchi in corrispondenza degli anni 2009 e 2011, caratterizzati da un Underpricing medio del 19.782% (corretto 16.369%) e del 15.894% (corretto 17.501%), dovuti, rispettivamente alle IPO delle società House Building e Ternigreen, che hanno presentato un Underpricing del 67.57% (64.37%) e del 34.12% (36.24%).

Tabella 61: Andamento storico del valore medio del raw initial return, del market adjusted initial return e del money left on the table, delle 152 società facenti parte del campione.

Anno	RIR	Underpriced IPO	Overpriced IPO	MAIR	Underprice d IPO	Overpriced IPO	Money left on the table (mln euro)	Money left on the table (media)
2006	10.707 %	16 (80%)	2 (10%)	10.946%	17 (85%)	3 (15%)	-33.197	-1.66
2007	3.336%	16 (69.57%)	5 (21.74%)	4.826%	16 (69.57%)	7 (30.43%)	93.641	4.071
2008	5.356%	3 (60%)	2 (40%)	3.468%	4 (80%)	1 (20%)	2.09	0.418
2009	19.782 %	5 (100%)	-	16.369%	3 (60%)	2 (40%)	81.506	16.301
2010	8.267%	5 (55.56%)	2 (22.22%)	6.635%	5 (55.56%)	4 (44.44%)	-1.379	-0.153
2011	15.894 %	3 (100%)	-	17.501%	3 (100%)	-	44.822	14.941
2012	2.719%	3 (75%)	1 (25%)	1.674%	3 (75%)	1 (25%)	78.914	19.728
2013	2.838%	8 (66.67%)	4 (33.33%)	3.311%	8 (66.67%)	4 (33.33%)	320.98	26.748
2014	4.619%	11 (50%)	7 (31.82%)	4.48%	17 (77.27%)	5 (22.73%)	20.684	0.985
2015	5.395%	11 (52.38%)	9 (42.86%)	4.601%	12 (57.14%)	9 (42.86%)	18.2	0.867
2016	6.497%	7 (87.5%)	1 (12.5%)	5.01%	6 (75%)	2 (25%)	102.134	12.767
2017	5.922%	12 (60%)	6 (30%)	5.449%	14 (70%)	6 (30%)	94.374	4.719
Totale	6.375%	100 (65.79%)	39 (25.66%)	6.142%	108 (71.05%)	44 (28.95%)	822.768	5.413

Fonte: Borsa italiana e Thomson Eikon, elaborazione personale

Il trend dell'IPO Underpricing è influenzato fortemente, nell'intervallo 2006-2007, dall'andamento dei mercati finanziari, visto che all'innescarsi della crisi finanziaria dei mutui subprime, esso precipita dal 10.707% (10.946%) al 3.336% (4.826%), mentre negli anni successivi alla crisi si assiste ad un'impennata di tale fenomeno, che nel 2009 si attesta al 19.782%. I dati evidenziano, inoltre, che 39 IPO hanno un raw initial return negativo, ovvero hanno manifestato un Overpricing al termine del primo giorno di contrattazioni. Le società che invece presentano un prezzo di collocamento pari a quello di mercato sono undici, mentre, se si prende in considerazione il MAIR, il numero di overpriced IPO sale a 44 (28.95%) e quello delle underpriced IPO passa da 100 (65.79%) a 108 (71.05%). L'analisi è proseguita con il calcolo del Money left on the table, misurato attraverso la metodologia di Ritter (2003), in cui tale ammontare di risorse viene calcolato tramite il prodotto tra la differenza tra il prezzo di collocamento e quello di mercato al termine del giorno dell'esordio in borsa, e la quantità di azioni oggetto dell'IPO. I risultati mostrano che l'ammontare complessivo di risorse lasciate sul tavolo dalle società ammonta a 822,768 milioni di euro, con una media di 5,413 milioni per IPO. L'andamento del money left on the table evidenzia un picco nel 2013, il cui ammontare si attesta a quasi 321 milioni, che è dovuto all'IPO della società Moncler, che ha fatto registrare una differenza tra il prezzo di offerta e quello di mercato pari a 4.7 euro, la più alta tra le imprese del campione. Gli anni 2006 e 2010 si contraddistinguono per il fatto che il valore di tale indicatore risulta essere negativo, poiché le risorse perse con l'Underpricing vengono coperte da quelle "guadagnate" con l'Overpricing.

L'ultima indagine effettuata nel corso di questo elaborato è stata quella relativa alle clausole utilizzate dalle società facenti parte del campione e alla tipologia di investitori a cui sono destinate le azioni oggetto

dell'offerta pubblica iniziale. I dati della tabella 61 mettono in luce che il 100% delle aziende esaminate offre i propri titoli a investitori istituzionali, mentre il 63.82% di esse riserva una tranche di azioni al pubblico indistinto. La metodologia di pricing più diffusa è quella del bookbuilding con open price, usata nell'80.26% dei casi, tramite la quale il prezzo di collocamento è determinato al termine delle adesioni all'offerta da parte degli investitori, andando ad indicare nel prospetto un range con un valore massimo vincolante. Una peculiarità rilevata dagli studiosi Dalle Vedove et al. (2005) e riscontrata anche in questa indagine, è quella relativa al fatto che l'offerta globale è strutturata in due tranches autonome. Il 63.82% (97) delle società analizzate divide, infatti, l'offerta in due tranches, una destinata agli investitori istituzionali e l'altra invece al pubblico indistinto, mentre nel 22.37% (34) dei casi, l'offerta pubblica è destinata ai dipendenti della società. Per quanto riguarda le tipologie di clausole inserite nel prospetto, una novità degli anni recenti è la remedy share, che consente ai promotori dell'offerta di assegnare gratuitamente quote aggiuntive ai sottoscrittori, nel caso in cui non sono raggiunti gli obiettivi dichiarati nel prospetto, che però rimane poco diffusa, essendo stata usata solo da cinque imprese (Tabella 61). Un'altra clausola che ha incontrato una scarsa diffusione è la bonus share, presente solo in 18 casi, che assegna gratuitamente azioni aggiuntive ai sottoscrittori che mantengono le IPO shares fino a una determinata scadenza. Le ultime due clausole esaminate, che vengono utilizzate per stabilizzare il prezzo dei titoli della società nella fase di aftermarket, sono la green shoe e l'opzione di over allotment, che vengono utilizzate rispettivamente da 84 (55.26%) e 85 (55.92%) società. Esse, nella quasi totalità dei casi in cui sono adoperate, vengono utilizzate in coppia, dato che la prima consente ai membri del consorzio di sottoscrivere un determinato quantitativo di azioni, aumentando le dimensioni dell'offerta, mentre la seconda permette al global coordinator di assegnare una quantità di titoli superiore a quello oggetto dell'offerta, che sono proprio quelle oggetto della green shoe. L'uso congiunto è dovuto al fatto che nel caso in cui la domanda dei titoli nel mercato secondario tende a crescere al di sopra del prezzo di sottoscrizione, la green shoe viene esercitata dai membri del consorzio di collocamento, che usano i titoli ottenuti per coprire la vendita allo scoperto realizzata tramite l'over allotment, che dava loro la possibilità di collocare le azioni che durante l'offerta non possedevano.

Tabella 62: Andamento storico delle tipologie di investitori a cui sono destinate le azioni oggetto delle IPO e delle principali clausole inserite nei prospetti informativi.

Anno	Collocamento privato	Collocamento Retail	Collocamento Dipendenti	Bonus Share	Remedy Share	Over Allotment	Green Shoe
2006	20 (100%)	17 (85%)	12 (57.89%)	-	-	19 (95%)	20 (100%)
2007	23 (100%)	20 (86.96%)	8 (34.78%)	1 (4.35%)	-	22 (95.65%)	22 (95.65%)
2008	5 (100%)	3 (60%)	-	-	-	4 (80%)	5 (100%)
2009	5 (100%)	2 (40%)	1 (20%)	-	-	1 (20%)	1 (20%)
2010	9 (100%)	3 (33.33%)	1 (11.11%)	-	-	1 (11.11%)	1 (11.11%)
2011	3 (100%)	2 (66.67%)	-	-	-	1 (33.33%)	1 (33.33%)
2012	4 (100%)	3 (75%)	-	1 (25%)	-	1 (25%)	1 (25%)
2013	12 (100%)	7 (58.33%)	2 (16.67%)	3 (25%)	-	3 (25%)	2 (16.67%)
2014	22 (100%)	13 (59.09%)	3 (13.64%)	4 (18.18%)	-	5 (22.73%)	6 (27.27%)
2015	21 (100%)	10 (47.62%)	4 (19.05%)	5 (23.81%)	-	13 (61.9%)	13 (61.9%)
2016	8 (100%)	5 (62.5%)	1 (12.5%)	4 (50%)	1 (12.5%)	4 (50%)	4 (50%)
2017	20 (100%)	12 (60%)	2 (10%)	-	4 (20%)	10 (50%)	9 (45%)
<b>Totale</b>	<b>152 (100%)</b>	<b>97 (63.82%)</b>	<b>34 (22.37%)</b>	<b>18 (11.84%)</b>	<b>5 (3.29%)</b>	<b>84 (55.26%)</b>	<b>85 (55.92%)</b>

Fonte: Prospetti informativi Borsa italiana, elaborazione personale

## 7. Conclusioni

La letteratura empirica da sempre pone in evidenza il sottosviluppo del mercato finanziario italiano rispetto a quello dei paesi anglosassoni. I caratteri distintivi del sistema finanziario italiano sono individuabili nell'esistenza di un sistema orientato alle banche e in un ruolo marginale del mercato azionario. La ristrettezza del mercato azionario è dovuta non solo alla minore dimensione delle imprese quotate, ma anche all'esiguo numero di società presenti in borsa. Il mercato delle IPO italiane è caratterizzato dal fatto che le imprese che diventano pubbliche sono mature e non hanno bisogno di finanziare la loro crescita futura. Un'altra caratteristica che contraddistingue le società italiane è che esse tendono ad essere, in termini di dimensioni, più grandi rispetto a quelle degli altri paesi. Il mercato italiano delle Offerte Pubbliche Iniziali, tuttavia, si è profondamente evoluto nel corso degli anni, diventando sempre più simile a quello americano, sia rispetto alle regole stabilite dagli enti preposti, sia rispetto alle caratteristiche delle public companies. Il modello capitalistico italiano fa parte di quel gruppo di Paesi che compone il "modello latino", che è caratterizzato dalla presenza di un azionista di controllo, riconducibile ad una persona fisica o ad una famiglia. Gli azionisti principali delle imprese, per rafforzare la propria posizione all'interno della società e per estrarre i benefici privati del controllo, hanno da sempre fatto ricorso ai control enhancing mechanisms, che consentono di avere il controllo della società, con una quota dei diritti di voto inferiore al 50%.

Il seguente elaborato ha l'obiettivo principale di indagare la struttura dei diritti di voto che contraddistingue le società italiane che decidono di quotarsi in borsa mediante un'offerta pubblica iniziale e le performance degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo da esse utilizzate. L'analisi si è anche focalizzata sulle caratteristiche che da sempre contraddistinguono le imprese italiane, come ad esempio l'età o le dimensioni, al fine di verificare se esse erano presenti anche nel campione oggetto di questo studio. Per fare ciò, il lavoro è stato organizzato in questo modo: nei primi quattro capitoli le tematiche affrontate vengono esaminate da un punto di vista teorico, riportando le principali evidenze empiriche, che consentono di mettere in luce le peculiarità delle IPO italiane; nel quinto capitolo viene invece illustrata lo studio sulle imprese del campione.

L'analisi svolta sulle imprese del campione ha rivelato che il 28% delle offerte pubbliche iniziali si è concentrato nel biennio 2006-2007, mentre dal 2008 al 2012 si è registrato un netto calo, a causa della crisi finanziaria generatasi negli Stati Uniti. Questa tendenza negativa si è invertita a partire dal 2013, in cui il numero di nuove quotazioni sale a 12, per poi attestarsi a 20 nel 2017. L'esame delle tipologie di offerte, invece, mostra una prevalenza, nel 2006 e nel 2007, di offerte in cui vengono sia emesse nuove azioni sia offerti titoli già esistenti, infatti la percentuale di OPVS realizzate, rispetto al numero totale di IPO, è pari nei due anni rispettivamente al 55% e al 70%. A partire dal 2008, invece, diventano prevalenti le OPS, la cui percentuale oscilla attorno al 60%, rappresentando il 48% del totale delle IPO del campione. L'indagine ha rivelato la propensione delle aziende esaminate a quotarsi in una fase matura della loro esistenza, infatti il valore medio degli anni che separano la nascita dell'impresa dalla quotazione è pari a 17. Per quanto riguarda le dimensioni delle società, si è registrata una prevalenza delle PMI, il cui numero si è attestato a 102, rappresentanti il 67.11% delle aziende analizzate. Lo studio, in sostanza, ha confermato la tendenza delle imprese a quotarsi in uno stadio avanzato della loro vita e la predominanza delle PMI, che da sempre hanno rappresentato l'asse portante del sistema italiano.

Spostando l'attenzione sulla struttura proprietaria, il campione mostra un'elevata concentrazione della proprietà, dato che l'ultimate shareholder detiene in media, pre-IPO, il 74.56% dei diritti di voto della società, mentre solo nel 20% dei casi esso non possiede la maggioranza del capitale votante. L'analisi della dinamica del controllo nella fase successiva all'IPO ha fatto emergere che nel 75.66% delle imprese l'ultimate shareholder mantiene la quota più alta dei diritti di voto nella società, anche a distanza di cinque anni dal processo di listing. Un mutamento dell'ultimate shareholder si verifica solo nel 24.34% (37) delle aziende facenti parte del campione, tra le quali vi sono cinque società in cui l'azionista principale varia due volte. Ciò indica che le partecipazioni sociali rimangono stabili dopo l'IPO e che l'azionista principale conserva la

maggioranza del capitale votante anche nella fase successiva alla quotazione. Il motivo principale che porta a una variazione dell'assetto proprietario è il disinvestimento da parte del precedente ultimate shareholder, che fa riferimento ad esempio alla cessione della partecipazione per difficoltà di natura finanziaria o alla riduzione della stessa per motivi strategici. Il 40.54% dei cambiamenti, invece, è dovuto a offerte pubbliche d'acquisto o di scambio lanciate da quei soggetti che, in seguito a tali operazioni, diventano i nuovi azionisti di controllo e decidono per il delisting della società dal mercato di appartenenza. Per quanto riguarda la tipologia di ultimate shareholder, il modello di controllo predominante tra le società del campione è quello familiare, riscontrabile nel 79.6% dei casi. La seconda categoria più rappresentata è lo Stato, presente nel 7.89% dei casi, a conferma del suo peso non trascurabile nell'economia italiana. I risultati ottenuti suggeriscono, in sostanza, che la struttura proprietaria delle imprese italiane continua ad essere fortemente concentrata nelle mani degli ultimate shareholder, che anche a distanza di cinque anni dall'IPO, continuano a mantenerne il controllo, a conferma della poca contendibilità che caratterizza le società italiane, il cui modello di controllo prevalente continua a essere quello familiare.

Per quanto riguarda gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, l'indagine ha messo in luce l'elevato utilizzo di tali meccanismi da parte delle società esaminate, infatti il 48.68% di esse vi ricorre. La tipologia più utilizzata è il patto parasociale, adoperato nel 30.92% dei casi, seguiti dalle piramidi societarie (25.66%), che in passato rappresentavano il mezzo maggiormente usato. Le imprese hanno invece continuato a dimostrare una scarsa propensione all'utilizzo delle dual class shares, anche in seguito all'introduzione delle loyalty shares, visto che solo quattro di esse le ha adoperate. L'analisi relativa alla tipologia di sindacato mostra che l'accordo più utilizzato è quello concernente la corporate governance dell'impresa (81.82%), come ad esempio la nomina dei membri del consiglio di amministrazione. La seconda categoria più frequente è quella di blocco, presente nel 72.73% dei casi, che comprende quegli accordi che impongono limiti e vincoli al libero trasferimento delle quote azionarie, con l'obiettivo di dotare di stabilità l'assetto proprietario. Ciò indica che i principali azionisti di una società ricorrono a tale meccanismo per rendere ancor meno possibile un cambio nel controllo.

I risultati concernenti l'evoluzione dei meccanismi di dissociazione nella fase successiva alla quotazione hanno mostrato che gli accordi tra azionisti rimangono lo strumento più utilizzato, riscontrabile nel 35.14% a IPO+1 e nel 32.17% a IPO+3 dei casi, anche se nell'ultimo periodo il loro numero (24) è superato da quello delle piramidi societarie (25). Quest'ultime rimangono pressoché costanti, infatti nessuna impresa, negli anni seguenti la quotazione, imposta una struttura piramidale, mentre la loro variazione è dovuta all'entrata o all'uscita da gruppi societari che già ricorrono a tale meccanismo. L'indagine mette in luce, inoltre, che solamente sette imprese ricorrono, negli anni successivi all'IPO, ai meccanismi di separazione tra flussi di cassa e diritti di voto. Le evidenze raccolte, in definitiva, che l'uso di dispositivi per dissociare la proprietà dal controllo è un fenomeno in diminuzione nelle IPO esaminate. Il focus sui control enhancing mechanisms si è concluso con il confronto tra le performance delle imprese che hanno ricorso e non ad essi, realizzato mediante dei test statistici t, in cui i due gruppi di imprese sono stati separati tramite la creazione di una variabile dummy. Essi sono stati confrontati in termini di struttura del capitale, redditività, propensione a distribuire dividendi, liquidità e tasso di crescita. I test hanno permesso di rifiutare l'ipotesi nulla che la differenza tra le medie è pari a zero, solo nel caso del ROE a IPO+1, del Current Ratio a IPO+1 e del Quick Ratio a distanza di uno e tre anni dalla quotazione. Queste evidenze indicano, pertanto, che non esistono differenze tra i due gruppi per quanto riguarda la redditività, dato che i test sul ROA non hanno permesso di rifiutare l'ipotesi nulla, la struttura del capitale, la propensione a distribuire dividendi e il tasso di crescita. L'unico divario emerge solo per quanto riguarda la liquidità, però in definitiva gli esiti dei test permettono di concludere che l'utilizzo dei CEM non conduce a prestazioni differenti.

L'ultimo aspetto analizzato è stato quello relativo al fenomeno dell'Underpricing e al meccanismo di formazione del prezzo di collocamento. La metodologia di pricing più diffusa tra le imprese del campione è quella del bookbuilding con open price, usata nell'80.26% dei casi, tramite la quale il prezzo di collocamento

è determinato al termine delle adesioni all'offerta da parte degli investitori, andando ad indicare nel prospetto un range con un valore massimo vincolante. Un'altra peculiarità riscontrata è quella relativa al fatto che l'offerta globale è strutturata in due tranches autonome. Il 63.82% (97) delle società analizzate divide, infatti, l'offerta in due tranches, una destinata agli investitori istituzionali e l'altra al pubblico indistinto. Per quanto riguarda l'Underpricing, il valore medio semplice per l'intero campione si è attestato 6.375%, mentre quello corretto per il FTSE MIB è risultato essere pari al 6.142%. L'ammontare complessivo del Money left on the table ammonta invece a 822,768 milioni di euro, con una media di 5,413 milioni per IPO. Spostando infine l'attenzione sulle clausole inserite nei prospetti, quelle che vengono utilizzate maggiormente sono la green shoe e l'opzione di over allotment, presenti rispettivamente in 84 (55.26%) e 85 (55.92%) documenti informativi.

Un'analisi che non è stata realizzata a causa dell'esiguità del numero di osservazioni disponibili e che potrebbe essere oggetto di future ricerche è quella relativa al confronto tra le prestazioni delle società che hanno ricorso e non alle loyalty shares e alle azioni a voto plurimo introdotte col decreto Competitività. L'indagine riguardante le performance condotta in questa sede rappresenta un argomento poco affrontato dalla letteratura, pertanto i futuri lavori potrebbero trattare tale tematica, al fine di testare la significatività dei risultati ottenuti.

## Bibliografia

- AIFI, Borsa, i., & PriceWaterHouseCoopers. (2001). *Guida alla quotazione*. Borsa italiana, Italian Exchange.
- Akerlof, A. G. (1970). *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism* (Vols. 84 No. 3, 488-500). *The Quarterly Journal of Economics*.
- Almeida, H., & Wolfenzon, D. (2006). *A theory of pyramidal ownership and family business groups*. *The Journal of Finance*. Vol. 61 (6), 2637-2680.
- Alvaro, S., Ciaravella, A., D'Eramo, D., & Linciano, N. (2014). *Le deviazioni dal principio "un'azione-un voto" e le azioni a voto multiplo*. Consob, Quaderni giurudici.
- Arrow, K. (1962). *Economic Welfare and the allocation of resources for invention. The rate and direction of inventive activity*. National Bureau of economic research.
- Ausubel, L. (2002a). *Implication of Auction Theory for New Issues Market*. Financial Institution Center. The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Baglioni, A. (2008). *Shareholders' agreement and voting power. Evidence from italian listed firms*. Working Paper. Università cattolica del sacro cuore.
- Baker, & Wurgler. (2002). *Market Timing and Capital Structure*. *The Journal of Finance*. Vol. 57 No. 1.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). *Market Timing and Capital Structure*. *The Journal of Finance* Vol. 57, No. 1.
- Barclay, M., & Holderness, C. (1989). *Private benefits of control of public corporations*. *Journal of Financial Economics*. Vol. 25, 371-395.
- Baron, D. P. (1982). *A model of the demand for investment banking contract for new issues under asymmetric infirmation: Delegation and the incentive problem*. *Journal of Finance*. Vol. 35, 1115-1138.
- Baron, D. P., & Holmstrom, B. (1980). *The investment banking contract for new issues*. *Journal of Finance*. Vol. 37, 955-976.
- Bebchuk, L. (1999). *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*. NBER Working Paper (7203).
- Bebchuk, L., & Zingales, L. (1996). *Corporate ownership structures: private versus social optimality*. NBER Working Paper (5585).
- Benedetti, V. (2015). *Il processo di quotazione in Borsa italiana*. Primary Markets.
- Bennedsen, M., & Wolfenzon, D. (2000). *The balance of power in closely held corporation*. *Journal of Financial Economics*. Vol. 58, 113-139.
- Benveniste, L. M., & Busaba, W. Y. (1997). *Bookbuilding vs fixed price: an analysis of competing strategies for marketing IPOs*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 32, 383-403.
- Benveniste, L. M., & Wilhelm, W. J. (1990). *A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments*. *Journal of Financial Economics*. Vol. 28, 173-207.
- Bianchi, M., & Bianco, M. (2006). *Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?* Ecgi. Finance Working Paper. N° 144.
- Bianchi, M., & Bianco, M. (2009). *Gli effetti della corporate governance in Italia negli ultimi 15 anni: quali effetti?* Bologna, Il Mulino, 187-211.

- Bianco, M., & Nicodano, G. (2006). *Pyramidal groups and debt*. European Economic Review. Vol. 50, 937-961.
- Bigelli, M., Mehrotra, V., & Rau, R. (2011). *Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy*. Journal of Corporate Finance. Vol. 17 (5), 1619-1635.
- Bione, M. (2015). *Il voto multiplo: digressioni sul tema*. Giurisprudenza Commerciale. Vol. I.
- Bonini, S., & Voloshyna, O. (2010). *A, B or C? Experimental tests of IPO mechanisms*. Università commerciale Luigi Bocconi.
- Boreiko, D., & Lombardo, S. (2011). *Lockup Clauses in italian IPOs*. ECGI Finance Working Paper, n° 314.
- Borsa, i. (2001). *Quotarsi in Borsa: la nuova segmentazione dei mercati di Borsa italiana*.
- Bossi, R., & Giudici, G. (2006). *Le reazioni del mercato borsistico italiano ad annunci relativi a patti parasociali*. Politecnico di Milano, mimeo.
- Brennan, M., & Franks, J. R. (1997). *Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the U.K.* Journal of Financial Economics. Vol. 45, 391-413.
- Busaba, W., & Chang, C. (2009). *Bookbuilding vs Fixed Price Revisited: The Effect of Aftermarket Trading*. Journal of Corporate Finance.
- Celia, P. (2008). *Underpricing, Oversubscription, Ownship Dispersion e Liquidità nel mercato secondario: Evidenze dalle ultime operazioni italiane*.
- Chemla, G., Habib, M., & Ljungqvist, A. (2007). *An analysis of shareholder agreements*. Journal of the European Economic Association. Vol. 5, 93-121.
- Ciavarella, A., & Linciano, N. (2018). *Governance e trasparenza nelle società Small Cap. Un confronto tra MTA e AIM*. Approfondimento tematico Consob e IRTOP Consulting.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, P. J., & Lang, H. L. (2002). *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders*. The Journal of Finance. Vol. 57 (6), 2741-2771.
- Culicchi, R., & Ruggeri, A. (2009). *Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa italiana e su AIM Italia*. Borsa italiana. Lovells.
- Dalle Vedove, F., Giudici, G., & Randone, P. A. (2005). *The evolution of Initial Public Offerings in Italy*. Borsa italiana. Blt Notes.
- Dell'Acqua, A., Etro, L., Tetia, E., & Murria, M. (2015). *IPO Underpricing and Aftermarket performance in Italy*. International Journal of Finance and Banking.
- Derrien, F., & Womack, K. (2003). *Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets*. Review of Financial Studies. Vol. 16, 31-61.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). *Private benefits of control: an international comparison*. The Journal of Finance. Vol. 59 (2), 537-600.
- Ehrhardt, O., & Nowak, E. (2003). *Private Benefits and minority shareholder expropriation*. EFA. Annual Conference Paper, 809.
- Fabrizio, S., & De Lorenzo, M. (1999). *Asymmetric information and the role of the underwriter, the prospectus and the analyst in underpricing of IPOs. The Italian Case*.

- Fabrizio, S., & Samà, M. (2001). *Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'Underpricing e della Long-Run Underperformance*. Consob, Quaderni di Finanza.
- Gersick, K. E., Davis, J. A., Hampton, M., & Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: Life Cycles of the Family Business*. Harvard Business School. Boston.
- Giacomelli, S., & Trento, S. (2005). *Proprietà, controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?* Banca d'Italia. Temi di discussione del Servizio Studi, n. 550.
- Gilson, R. J., & Schwartz, A. (2012). *Corporate Control and Credible Commitment*. Yale, Law & Economics Research Paper. No. 461.
- Giordano, L., & Modena, M. (2017). *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*. Consob, Quaderni di finanza.
- Giudici, G. (2019). *AIM Italia 2009-2019: 10 anni di storie imprenditoriali*. Politecnico di Milano. School of Management.
- Giudici, G., Paleari, S., & Arosio, R. (2000). *Underpricing and Money "Left on the Table" in Italian IPOs*. USI Finance Seminar. Istituto di Finanza, Università della Svizzera Italiana.
- Grossman, J., & Hart, O. D. (1980). *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*. Bell Journal of Economics, The RAND Corporation. Vol. 11 (1), 42-64.
- Grossman, J., & Hart, O. D. (1988). *One share-one vote and the market for corporate control*. Journal of Financial Economics. Vol. 20, 175-202.
- Harris, M., & Raviv, A. (1988). *Corporate governance: Voting rights and majority rules*. Journal of Financial Economics. Vol. 20, 175-202.
- Ibbotson, & Ritter. (1995). *Initial Public Offerings*. North-Holland Handbooks in Operations Research and Management Science. Vol. 9.
- Ibbotson, R. (1975). *Price performance of common stock new issues*. Journal of Financial Economics. Vol. 2, 235-272.
- Ibbotson, R. G., & Jaffe, R. (1975). *Price performance of common stock new issues*. Journal of Financial Economics. Vol. 2, 235-272.
- Intrigano, C. (2009). *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali*.
- Iosio, C. (2001). *IPO per le PMI Italiane*.
- Jagannathan, R., & Sherman, A. (2005). *Reforming the Bookbuilding Process for IPOs*.
- Jennkinson, T., & Ljungqvist, A. (2001). *Going Public: The theory and evidence on how companies raise equity finance*. University of Oxford.
- Jensen, & Meckling. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics. Vol. 3 No. 4, 305-360.
- Khachaturyan, A. (1987). *The one-share-one-vote controversy in the EU*. European Business Organization. Law Review. Vol. 8, 335-367.
- Khanna, T., & Rivkin, W. J. (2001). *Estimating the performance effects of business groups in emerging markets*. Strategic Management Journal. Vol. 22, 45-74.

- La Porta, R., & F., L. (1997). *Legal Determinants of External Finance*. Journal of Finance.
- Laeven, L., & Levine, R. (2008). *Complex ownership structures and corporate valuations*. Review of Financial Studies. Vol. 21, 579-604.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). *Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation*. Journal of Finance. Vol. 32, 371-387.
- Leone, M. (2015). *Il voto plurimo nel mercato finanziario*. Luiss, Dipartimento di Economia e Finanza.
- Linciano, N. (2002). *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*. Consob, Quaderni di finanza.
- Ljungqvist, A. P., & Wilhelm, J. W. (2003). *Ipo pricing and the Dot-Com Bubble*. Journal of Finance. Vol. 58 (2). 723-752.
- Ljungqvist, A. P., Nanda, V., & Singh, R. (2004). *Hot markets, investor sentiment and IPO pricing*. Journal of business. Forthcoming.
- Lombardo, S., & Giudici, P. (2012). *La tutela degli investitori nelle IPO con prezzo di vendita aperto*. Libera Università di Bolzano.
- Loughran, T., & Ritter, J. (2002). *Why don't issuers get upset about leaving money on the table in Ipos?* The Review of Financial Studies. Vol. 15 (2), 413-443.
- Loughran, T., Ritter, J., & Rydqvist, K. (2012). *Initial public offerings: international insights*. Pacific-Basin Finance Journal. Vol. 2, 165-199.
- Lowry, M., & Shu, S. (2002). *Litigation risk and IPO unperpricing*. Journal of Financial Economics. Vol. 65, 309-335.
- Lugli, E., & Marchini, L. (2019). *I patti parasociali e la loro diffusione nelle società quotate italiane*. Amministrazione & Finanza, n. 7.
- Mancaruso, M., Ferragina, F., & La Ferla, L. (2009). *"AIM Italia: i protagonisti esterni del processo di quotazione"*. Contabilità, finanza e controllo. Vol. 32 (8/9), 711-718.
- Mucchetti, M. (2014). *Perchè va difeso il voto plurimo*. Il Sole 24 ore, 3° Agosto.
- Myers, & Meyluf. (1984). *Corporate Financing and Investment Decision when Firms Have Information the Investors Do Not Have*. Working Paper No.1396.
- Pagano, Panetta, & Zingales. (1998). *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis* (Vols. L NUMERO ROMANO 3, No.1). The Journal of Finance.
- Pajuste, A. (2005). *Determinants and consequences of the unification of dual-class shares*. European Central Bank. Working Paper Series (465).
- Plateroti, A. (2014). *Una cura che aiuta le Ipo*. Il Sole 24 ore, 1° Agosto.
- Reid, R., Dunn, B., Cromie, S., & Adams, J. (1999). *Family orientation in family firms: a model and some empirical evidence*. Journal of Small Business and Enterprise Development. Vol. 61, 55-66.
- Rigamonti, S. (2007). *Evolution of ownership and control in Italian IPO firms*. Borsa italiana, Blt Notes.
- Ritter. (1991). *The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings*. The Journal of Finance, 3-27.

- Riyanto, Y., & Toolsema, L. (2008). *Tunneling and propping: A justification for pyramidal ownership*. Journal of Banking & Finance. Vol. 32, 2178-2187.
- Rock, K. (1986). *Why new issues are underpriced*. Journal of Financial Economics. Vol. 15, 187-212.
- Rondi, L., & Abrardi, L. (2020). *Ownership and performance in the Italian stock exchange: the puzzle of family firms*. Journal of Industrial and Business Economics.
- Rondi, L., & Carpenter, R. E. (2004). *Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms*. Ceris-Cnr, No. 10.
- Rozzato, D. (2017). *IPO Underpricing: an empirical analysis on AIM Italia*. Università degli studi di Padova M. Fanno. Tesi di laurea.
- Russo, P. F., Parlapiano, F., Pianeselli, D., & Supino, I. (2020). *Firms' listing: what is new? Italy versus the main European stock exchanges*. Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza.
- Ruud, J. S. (1993). *Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle*. Journal of Financial Economics. Vol. 34 (2), 135-151.
- Rydqvist, K. (1997). *IPO Underpricing as tax-efficient compensation*. Journal of Banking and Finance. Vol. 21, 295-313.
- S., F., G., H. R., & C., P. B. (1988). *Financing Constraints and Corporate Investment*. NBER Working Paper No. 2387.
- Sagliocca, M. (2014). *Il definitivo tramonto del principio "un'azione-un voto": tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*. Rivista del notariato.
- Salvatore, E. (1997). *"I consorzi di collocamento"*. I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario. UTET.
- Scribano, F. (2015). *Ownership Pre- and Post- IPOs and Operating Performance of Italian Firms*. Department of Economics and Business. University of Catania.
- Spat, C., & Srivastara, S. (1991). *Preplay communication, participation restrictions and efficiency in initial public offerings*. Review of Financial Studies. Vol.4, 709-726.
- Stern, J. M., Shiely, J. S., & I., R. (2001). *The EVA Challenge: Implementing Value-Added change in an organization*.
- Stoughton, N. M., & Zechner, J. (1998). *IPO mechanisms, monitoring and ownership structure*. Journal of Financial Economics. Vol. 49, 45-78.
- Susi, N. (2002). *Venture Capital, Stock Exchanges for High-Growth Firms and Business Creation: A study of IPOs on the Neuer Market and the Nuovo Mercato*. Consob, Quaderni di Finanza.
- Taranto, M. (2003). *Employee stock option and the underpricing of initial public offerings*. Working paper. University of Pennsylvania.
- Ungari, P. (1974). *Profilo storico delle anonime in Italia*. Bulzoni.
- Welch, & Ritter. (1992). *Sequential sales, learning and cascades*. Journal of Finance 47, 695-732.
- Welch, I. (1992). *Sequential sales, learning, and cascades*. Journal of Finance. Vol. 47, 695-732.

- Welch, I., & Ritter, J. (2002). *A review of IPO activity, pricing and allocation*. Yale ICF Working Paper No. 02-01.
- Zattoni, A. (2015). *Corporate Governance*. Egea. I Manuali, No. 93.
- Zingales, L. (1995). *Insider ownership and the decision to go public*. *The Review of Economic Studies* 62, 425-448.
- Zingales, L. (1995). *Insider ownership and the decision to go public*. *The review of Economic studies*. Vol. 62, 425-448.
- Zingales, L. (2014). *Quel voto plurimo così opaco*. *Il Sole 24 ore*, 1° Agosto.

## Sitografia

AIDAF: <https://www.aidaf.it>

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>

Bloomberg: <http://www.bloomberg.com>

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

CEIC: <http://www.ceicdata.com>

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

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

Il Sole 24 ore: <http://www.ilsole24ore.com>

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

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

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

OECD: <http://www.oecd.org>

Research Gate: <http://www.researchgate.net>

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

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

## Ringraziamenti

Desidero ringraziare la Professoressa Laura Rondi per avermi seguito e per la disponibilità dimostrata durante l'esecuzione di questa tesi.

Ringrazio anche la mia famiglia per avermi dato la possibilità di intraprendere questo percorso e per il costante supporto ricevuto durante gli anni.

Vorrei anche ringraziare anche tutti gli amici e colleghi con cui ho condiviso diversi momenti, sia di studio che di vita, facendomi migliorare anche come persona.