



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Collegio di Ingegneria Gestionale

**Corso di Laurea Magistrale in
Ingegneria Gestionale**

Tesi di Laurea Magistrale

Impatto dell'Initial Public Offering sulle imprese italiane

Relatore:
Prof.ssa Laura Rondi

Candidato:
Samuele Frasconi

Anno accademico 2023-2024

INDICE

Abstract.....	1
Introduzione	1
1. I mercati finanziari.....	5
1.1 Importanza dei mercati finanziari nell'economia	5
1.2 Asimmetrie informative e costi di transazione	7
1.3 Classificazione dei mercati	10
1.4 Struttura del mercato italiano	12
1.5 Regolamentazione e supervisione	16
1.6 Storia e andamento del mercato finanziario italiano	21
2 Analisi dell'Initial Public Offering.....	27
2.1 Introduzione all'IPO.....	27
2.2 Vantaggi e svantaggi di quotarsi in borsa	32
2.3 Costi e requisiti della quotazione in Italia	38
2.4 Equity vs Debt Financing	42
3 IPO Underpricing.....	47
3.1 Introduzione all'underpricing delle IPO	47
3.2 Cause e teorie dell'underpricing	50
3.3 Evidenze empiriche e strategie.....	58
4 PMI: impatto ed evoluzione	63
4.1 Definizione e requisiti	63
4.2 Ruolo delle PMI nell'economia.....	67
4.3 Vincoli finanziari e AIM	70

4.4	Regolazione e prospettive future.....	74
5	Analisi Empirica dell'IPO.....	81
5.1	Evidenze empiriche dalla letteratura sull'IPO.....	81
5.2	Analisi descrittiva del campione.....	88
5.2.1	Campione e raccolta dati.....	89
5.2.2	Descrizione del campione.....	91
5.2.3	Descrizione variabili del dataset.....	96
5.2.4	Caratteristiche delle imprese nell'anno di quotazione.....	98
5.2.5	Andamento storico delle caratteristiche delle imprese nell'anno di quotazione.....	109
5.2.6	Serie temporali sulle imprese pre e post quotazione.....	117
5.3	Analisi econometrica del campione.....	132
5.3.1	Il modello.....	132
5.3.1	Analisi delle regressioni.....	134
	Conclusioni.....	151
	INDICE DELLE FIGURE.....	155
	INDICE DELLE TABELLE.....	159
	BIBLIOGRAFIA.....	161
	SITOGRAFIA.....	165
	Ringraziamenti.....	167

Abstract

La presente tesi si pone l'obiettivo di capire l'impatto dell'IPO sulle imprese italiane analizzando vantaggi, costi e implicazioni della quotazione in borsa. Dopo una panoramica sui mercati finanziari e la quotazione, viene svolta un'analisi empirica su un campione di 160 imprese italiane non finanziarie quotate su Borsa Italiana Spa nel periodo 2005-2020.

Alla luce delle evidenze empiriche riportate dallo studio del comportamento ex post, le imprese italiane sfruttano effettivamente la quotazione per accelerare in modo significativo la loro crescita in termini di numero di dipendenti e di asset. Non si può dire lo stesso invece degli investimenti, che non crescono in modo significativo ma, al contrario, tendono a diminuire. La profittabilità raggiunge il suo picco appena prima della quotazione, e inizia a scendere drasticamente e in modo significativo sia nel breve che nel lungo termine: è un segno che le imprese scelgono di quotarsi quando sono nel massimo della loro performance (market timing) in modo da indurre valutazioni ottimistiche circa il loro valore. Analizzando invece l'andamento storico delle caratteristiche delle imprese nell'anno di quotazione, si notano due segnali positivi: non solo tendono a quotarsi aziende sempre più piccole e giovani, grazie al mercato EGM, ma aumenta la quantità di capitale raccolto effettivamente a disposizione dell'azienda.

Introduzione

L'initial Public Offering (IPO), o offerta pubblica iniziale, segna la transizione dalla proprietà privata a quella pubblica e rappresenta quindi uno dei passaggi cruciali nella vita di un'impresa; grazie a questo processo, l'azienda può vendere mettendo sul mercato le proprie azioni, consentendo quindi la raccolta di capitale utile per avere nuove opportunità di crescita, per acquisire maggiore visibilità e credibilità a livello nazionale e internazionale, per consolidare la propria posizione sul mercato. Questo processo porta però con sé anche una serie di difficoltà, oltre a numerosi vantaggi: non solo bisogna imparare ad affrontare le sfide che vanno a presentarsi sui mercati finanziari, ma nasce la necessità di adeguarsi a regole e normative stringenti nell'interesse dell'azienda stessa, degli investitori e del mercato in generale.

Analizzare l'IPO nella realtà economica italiana assume un'importanza particolare: il tessuto imprenditoriale italiano è formato per il 99% da PMI (Piccole e Medie Imprese), che ricoprono quindi una quota significativa del PIL e dell'occupazione del Paese; tuttavia, storicamente, la loro capacità di accedere ai mercati finanziari e, quindi, a nuovo capitale attraverso la quotazione in borsa è stata limitata da vincoli burocratici e strutturali che hanno reso l'IPO una scelta complicata e inusuale. Mentre per le grandi imprese questo evento rappresenta una sorta di passo naturale per competere su scala globale, espandere le attività e/o consolidare la propria leadership, per le PMI può essere un modo per superare vincoli finanziari e limitazioni imposte dal tradizionale finanziamento bancario, diffusissimo in Italia: per garantire la competitività a lungo termine è necessario avere la possibilità di poter diversificare le fonti di finanziamento.

Negli ultimi anni, però, il contesto normativo italiano ha cercato di fare passi avanti per quanto riguarda questa complessità e difficoltà riscontrata dalle imprese più piccole nell'accedere alla borsa, introducendo riforme volte a semplificare i requisiti per la quotazione e a ridurre i costi associati: sulla linea infatti del successo riscontrato dal mercato britannico con l'AIM UK (Alternative Investment Market), è stato creato un segmento di mercato dedicato alle PMI in forte crescita, oggi chiamato Euronext Growth Milan (EGM), incoraggiandole a considerare la quotazione come una valida opzione strategica per crescere e competere.

L'obiettivo ambizioso di questo lavoro di tesi è quello di comprendere la realtà dei fatti sulla quotazione in Italia andando ad analizzare il comportamento *ex post* delle imprese, con un occhio di riguardo per le imprese di dimensioni minori, in modo da capire quali effetti ha come conseguenza questo importante evento che caratterizza la vita di un'azienda. Lo studio prende in considerazione un campione di imprese non finanziarie italiane quotate in Italia tra il 2005 e il 2020, costruito attraverso il database Eikon Refinitiv: comprende 160 imprese osservate su un arco temporale che va dal 2004 al 2023, così da poter avere il periodo prima dell'IPO come controllo per i cambiamenti che avvengono con la quotazione. Lo studio evidenzia come le imprese italiane sfruttino la quotazione per accelerare in modo significativo la propria crescita in termini di asset e numero di dipendenti. In linea con quanto riscontrato nella letteratura [Pagano, Panetta e Zingales (1998), Paleari, Pellizzoni e Vismara (2008)], la profittabilità ha come picco l'anno prima dell'IPO per poi diminuire permanentemente, mentre la leva finanziaria non mostra a lungo termine cambiamenti significativi: solo nel breve si riscontra un abbassamento dovuto sia all'afflusso di capitale della quotazione che alla volontà di sistemare i conti dopo un periodo di impegno e diligenza per poter intraprendere l'IPO.

La restante parte della tesi è organizzata come segue. Il capitolo 1 introduce il contesto generale dei mercati finanziari, partendo dal ruolo che

svolgono nell'economia moderna e fornendo i concetti principali, per poi analizzare il mercato finanziario italiano descrivendone la storia, la regolamentazione, la supervisione. Nel capitolo 2 viene introdotto il concetto di offerta pubblica iniziale, delineandone vantaggi e svantaggi e riportando i costi da sostenere in Italia, per poi confrontare con il finanziamento tramite debito. Il capitolo 3 esplora uno dei fenomeni più rilevanti legati all'IPO, ovvero l'underpricing: vengono esaminate le principali teorie e cause, le evidenze empiriche raccolte dalla letteratura economica, le strategie che gli investitori e le aziende possono adottare per gestire e ridurre l'impatto. Il capitolo 4 si concentra sulle PMI italiane, studiando il loro ruolo nell'economia, i principali vincoli finanziari che affrontano e le opportunità offerte dal mercato alternativo del capitale creato appositamente per le piccole imprese. Partendo da una revisione della letteratura esistente, il capitolo 5 introduce il dataset costruito per questo lavoro di tesi, presentandolo con un'analisi descrittiva temporale attraverso delle caratteristiche finanziarie e operative. Questo capitolo include inoltre un'analisi econometrica che mira a valutare l'impatto della quotazione su variabili chiave dell'impresa, secondo un modello proposto per la prima volta da Pagano, Panetta e Zingales (1998) e adattato allo scopo della ricerca. L'analisi del campione viene effettuata secondo varie dimensioni (maturità, proprietà familiare, mercato di quotazione, anno dell'IPO) in modo da cogliere differenze e tendenze che possono non emergere dal campione intero. Infine, vengono presentate le conclusioni del lavoro, in cui si sintetizzano i risultati e si offrono spunti di riflessione e indicazioni utili per futuri studi sull'argomento.

1. I mercati finanziari

Organizzati in base a regole pubbliche o di prassi, i mercati finanziari sono luoghi in cui è possibile scambiare strumenti finanziari di ogni tipo, come azioni, obbligazioni o derivati; favoriscono, concentrando in uno stesso luogo e nello stesso tempo le negoziazioni, l'incontro tra la domanda e l'offerta di attività finanziarie. Una volta, con le vecchie Borse Valori, erano dei veri e propri luoghi fisici in cui gli operatori si incontravano di persona; oggi invece sono praticamente delle piattaforme informatiche di negoziazione.

1.1 Importanza dei mercati finanziari nell'economia

I mercati finanziari costituiscono il cuore pulsante dell'economia globale, fungendo da vitali canali di finanziamento per le imprese, governi e individui. La loro importanza è innegabile, poiché svolgono una serie di ruoli cruciali che alimentano la crescita economica e facilitano lo sviluppo finanziario.

Uno dei ruoli fondamentali dei mercati finanziari è quello di fornire alle imprese l'accesso al capitale necessario per investire, espandersi e innovare. Le imprese, in particolare le PMI, spesso dipendono dai mercati finanziari per ottenere finanziamenti al di là delle possibilità offerte da fonti interne come i profitti reinvestiti. L'accesso al mercato azionario tramite IPO o al mercato obbligazionario consente alle imprese di raccogliere fondi da una vasta base di investitori, consentendo loro di perseguire opportunità di crescita altrimenti al di là delle loro capacità finanziarie. Agiscono inoltre come meccanismo di allocazione efficiente del capitale,

dove gli investitori possono canalizzare i loro risparmi verso opportunità di investimento più redditizie. Questo processo di allocazione del capitale permette alle risorse finanziarie di fluire verso settori e imprese che promettono i migliori rendimenti, contribuendo così a massimizzare il potenziale economico complessivo.

I mercati finanziari offrono anche strumenti e prodotti che consentono agli investitori di gestire e mitigare il rischio finanziario. Attraverso la diversificazione del portafoglio, l'uso di derivati e altre strategie di copertura, gli investitori possono proteggersi dalle fluttuazioni del mercato e ridurre l'esposizione a eventi avversi. L'efficienza e la trasparenza sono elementi chiave: l'efficienza dei mercati consente di assorbire rapidamente nuove informazioni e riflettere i cambiamenti nelle valutazioni degli asset, mentre la trasparenza fornisce agli investitori l'accesso a informazioni accurate e tempestive sui titoli negoziati.

La relazione tra il livello di sviluppo dei mercati e la crescita economica è stata molto studiata nel tempo e quindi la letteratura sull'argomento è vasta, permettendo un'analisi approfondita e dettagliata. Rajan e Zingales ("Financial dependence and growth", 1998) spiegano che la correlazione positiva tra lo sviluppo del settore finanziario di un Paese e la crescita economica può essere attribuita a diversi fattori chiave. Un primo fattore è il costo ridotto del finanziamento esterno, dovuto ai meccanismi efficienti per l'allocazione del capitale e alla riduzione dei costi delle transazioni. Ciò consente alle imprese di accedere più facilmente ai finanziamenti e a costi inferiori, facilitando gli investimenti e l'espansione. Migliorando l'accesso al capitale per le imprese, si consente loro di intraprendere nuovi progetti, di investire in tecnologia e innovazione e di espandere le operazioni: questo alimenta la crescita economica stimolando gli investimenti e la produttività.

I mercati e le istituzioni finanziarie aiutano le imprese a mitigare i rischi associati agli investimenti attraverso meccanismi come la diversificazione, l'assicurazione e l'hedging, promuovendo la stabilità e la fiducia nell'economia. Le istituzioni finanziarie, infatti, svolgono un ruolo cruciale

nel mobilitare i risparmi delle famiglie e indirizzarli verso investimenti produttivi, determinando quindi effetti significativi anche sul tasso di crescita dell'economia (Pagano, "Financial markets and growth – an overview", 1993). Nei modelli tradizionali di crescita economica, il progresso era considerato esogeno, staccato dall'intermediazione finanziaria. Invece, i modelli di crescita endogena hanno dimostrato che la presenza di istituzioni finanziarie sviluppate ed efficienti può favorire una crescita economica sostenuta nel tempo. Questi modelli suggeriscono l'esistenza di feedback nel processo, in quanto miglioramenti nell'intermediazione possono portare a un aumento degli investimenti che, a loro volta, possono stimolare la crescita della produttività e il progresso tecnologico, creando un circolo virtuoso.

1.2 Asimmetrie informative e costi di transazione

I mercati e le istituzioni finanziarie nascono per rispondere a dei problemi a cui vanno incontro imprese e risparmiatori: i costi per acquisire informazioni e i costi di transazione. In base alla combinazione di questi costi nascono diversi mercati, contratti o istituzioni. La funzione principale a cui sono chiamati è quella di facilitare l'allocazione delle risorse, e questa funzione può essere vista sotto più punti di vista (Levine Ross, 1997): facilitare la diversificazione del rischio, l'acquisizione dell'informazione e conseguente allocazione delle risorse; monitorare o incentivare i manager ed esercitare il controllo d'impresa; ottimizzare la raccolta e l'utilizzo dei risparmi e, infine, facilitare lo scambio di beni e servizi.

Per quanto riguarda i rischi in particolare, si possono citare il rischio di liquidità e il rischio idiosincratco. Il rischio di liquidità nasce infatti dall'incertezza nel convertire un asset in denaro. Questo problema fa

nascere l'esigenza di mercati finanziari in cui è abbastanza semplice convertire un asset in denaro o scambiare strumenti finanziari. In questo modo, in presenza di mercati dei capitali liquidi, i possessori di azioni o altri asset possono facilmente e velocemente accedere al denaro, senza avere incertezza riguardo al valore o al momento dello scambio. Inoltre, i sistemi finanziari, aiutando a diversificare il rischio, permettono di mitigare i rischi associati a progetti individuali: i progetti ad alto rendimento sono anche quelli più rischiosi, mentre i risparmiatori generalmente non amano rischiare. Quindi l'esistenza di questi sistemi aiuta ad ampliare la gamma dei possibili progetti.

Sull'acquisizione dell'informazione, l'intuizione suggerisce che è costoso, individualmente, raccogliere informazioni su tante imprese, progetti e altre situazioni economiche. Quindi il singolo risparmiatore potrebbe rinunciare a investire in presenza di scarsa informazione. Qui entrano in gioco i mercati e, soprattutto, gli intermediari finanziari. Immaginando infatti che ci sia un costo fisso per acquisire informazioni, si riesce a fare economia di scala e quindi a economizzare su questi costi. Invece di una situazione in cui ogni singolo individuo deve mobilitarsi per valutare autonomamente e con determinate capacità, si ha un'unica unità competente che può farlo per tutti coloro che ne fanno parte. Inoltre, facilitando quindi questo processo, si rende più efficiente il processo di allocazione del capitale perché si indirizzano gli investimenti verso i migliori progetti o imprese, stimolando la crescita.

Si è parlato dei costi informativi ex ante, ma anche quelli ex-post (dopo aver fatto l'investimento) sono ridotti, oltre ad una più efficace possibilità di esercitare il controllo. Infatti, sia i proprietari che i creditori esterni possono fare accordi finanziari in modo da portare i manager a lavorare rispettando l'interesse di tutti i finanziatori. Infatti, in assenza di questi accordi, gli "insider" hanno un incentivo a nascondere il reale valore dei progetti per trarne vantaggio, e spesso risulta inefficiente monitorare singolarmente. Monitorare, in ogni caso, apre le porte ad un argomento molto ampio del

controllo d'impresa, perché affetto da problemi di shirking e free-riding: infatti i benefici dell'azione dell'individuo sono divisi tra la collettività, e quindi sono pubblici, mentre il suo costo è a carico dell'individuo, e quindi privato. Spesso, in queste situazioni, emergono fenomeni di elusione dello sforzo, in cui si approfitta dei benefici senza assumersi il costo o lo sforzo associato. Anche in questo caso risulta vantaggioso disporre di un intermediario finanziario che svolga questa funzione aggregata di monitoraggio facilitando il processo, svolgendo da solo un compito che andrebbe svolto da molti.

Il controllo d'impresa risulta inoltre favorito dalla possibilità di legare le performance in borsa alla retribuzione del manager: lo scambio pubblico di azioni, in mercati che riflettono in modo efficiente le performance e le informazioni delle imprese, aiuta a controllare il lavoro svolto. E questa è una soluzione ad una situazione legata ad asimmetria informativa di moral hazard in un rapporto principale-agente: cioè, una dinamica in cui un individuo o un'entità (il principale) incarica un'altra parte (l'agente) di agire per suo conto. Si parla di azzardo morale quando l'azione dell'agente è nascosta, e quindi il principale non riesce a vedere lo sforzo effettivamente compiuto. In questo caso, la soluzione di first-best non è possibile: infatti, la soluzione migliore, osservando lo sforzo, sarebbe offrire un compenso fisso. Questo, chiaramente, in un contesto reale, non è possibile: la soluzione di second-best prevede che il principale offra un contratto incentivante, legato ai risultati ottenuti. Per questo motivo, la possibilità di creare degli schemi di retribuzione del manager legati alla performance in borsa aiuta ad allineare gli interessi degli azionisti e dei manager.

Riguardo il controllo d'impresa, si può anche dire che, in un sistema finanziario ben sviluppato, il takeover, cioè la scalata, è più facile. Quindi la paura di una scalata, e di un possibile successivo licenziamento, disciplina il manager e aiuta ad allineare i suoi interessi con quelli dei proprietari, come predetto dal modello di Marris.

Parlando dei costi di transazione, è possibile fare diverse riflessioni. Innanzitutto, mobilitare il capitale di moltissimi singoli è costoso, quindi un sistema finanziario efficiente a raccogliere il capitale può influenzare anche lo sviluppo economico permettendo di scalare su questi costi e di indirizzare il capitale verso i migliori progetti, stimolando la crescita. Inoltre, considerando che la specializzazione favorisce la crescita e l'innovazione tecnologica, ma richiede molte più transazioni, ecco come un sistema finanziario efficiente che abbassa questi costi riesce a favorire lo sviluppo economico. Si può perfino formare un sistema di feedback positivo in cui la specializzazione indotta da un sistema finanziario efficiente porta a dei guadagni di produttività che vanno a riflettersi a loro volta sui mercati e le istituzioni.

1.3 Classificazione dei mercati

La complessità e la varietà dei mercati finanziari richiedono una struttura organizzativa chiara e definita per comprendere appieno il loro funzionamento e le loro implicazioni. La classificazione offre una mappa indispensabile per navigare attraverso una vasta gamma di asset e strumenti di investimento, consentendo agli operatori di valutare il rischio e il rendimento associati a ciascun mercato. Questa categorizzazione fornisce anche una base essenziale per la diversificazione del portafoglio, principio fondamentale della gestione del rischio finanziario.

Ci sono diversi criteri di classificazione, di seguito ne vengono riportati alcuni che possono essere più interessanti per questa tesi. In base alla funzione svolta individuiamo mercato primario e secondario. Il mercato primario è il luogo in cui vengono emessi nuovi titoli finanziari per la prima volta. In questo contesto, le imprese e le istituzioni finanziarie raccolgono capitali attraverso la vendita di azioni, obbligazioni o altri strumenti finanziari direttamente agli investitori. Le operazioni nel mercato primario hanno l'obiettivo di generare finanziamenti per le imprese e consentire loro

di espandere le loro attività o di finanziare progetti specifici. Il mercato secondario è dove i titoli finanziari precedentemente emessi vengono scambiati tra gli investitori, senza la partecipazione diretta dell'emittente originario. Questo mercato fornisce liquidità agli investitori che desiderano comprare o vendere titoli già esistenti. Le transazioni nel mercato secondario non influenzano direttamente le risorse finanziarie dell'emittente, poiché il denaro scambiato va agli investitori, non all'azienda.

Distinguendo la natura degli strumenti negoziati, troviamo i mercati creditizi e i mercati mobiliari. Nel mercato creditizio avvengono le transazioni di strumenti finanziari privi del requisito di trasferibilità e di negoziabilità, come i mutui e i depositi bancari. Questi strumenti sono caratterizzati da un'elevata personalizzazione, poiché i termini del contratto che regolano il prodotto sono stabiliti d'accordo tra le parti coinvolte. I mercati mobiliari sono quelli in cui vengono scambiate quote o titoli che rappresentano una proprietà o un interesse in un'azienda o un'entità, cioè strumenti finanziari standardizzati, trasferibili e negoziabili. Questi mercati offrono agli investitori la possibilità di acquistare e vendere titoli come azioni, obbligazioni, certificati di deposito, warrant, opzioni, fondi comuni di investimento e altri strumenti finanziari.

In base alla scadenza degli strumenti negoziati distinguiamo il mercato monetario e quello dei capitali. Il mercato monetario è il segmento del sistema finanziario in cui vengono negoziati strumenti finanziari a breve termine, generalmente con una scadenza inferiore a un anno. Questo mercato è principalmente dedicato alla gestione della liquidità a breve termine delle istituzioni finanziarie, delle imprese e dei governi. Il mercato del capitale è dedicato agli scambi di strumenti finanziari a lungo termine, con scadenze superiori a un anno. Questo mercato si concentra principalmente sulla raccolta di capitale a lungo termine per le imprese e gli enti governativi.

Infine, alcuni mercati si caratterizzano per l'esistenza o meno di una specifica regolamentazione/organizzazione. Un mercato regolamentato (o organizzato) è un mercato finanziario che è soggetto a regolamentazioni e supervisione da parte delle autorità di regolamentazione finanziaria. Queste regolamentazioni sono progettate per garantire la trasparenza, l'equità e l'efficienza del mercato, nonché per proteggere gli interessi degli investitori. Esempi di mercati regolamentati includono le borse valori, dove le azioni e altri strumenti finanziari sono scambiati in conformità con le regole stabilite dalle autorità di regolamentazione. Un mercato non regolamentato, al contrario, è un mercato finanziario che non è soggetto a regolamentazioni e supervisione da parte delle autorità di regolamentazione finanziaria. Questi mercati possono operare senza restrizioni significative sulle transazioni finanziarie e sulle attività di trading. Esempi di mercati non regolamentati possono includere mercati over-the-counter (OTC) dove gli strumenti finanziari vengono negoziati direttamente tra le controparti senza l'intermediazione di una borsa valori regolamentata.

1.4 Struttura del mercato italiano

Dopo aver esaminato la classificazione generale dei mercati finanziari, individuando le diverse tipologie in cui possono essere suddivisi in base a vari criteri, bisogna tenere conto che ogni mercato, sia nazionale che internazionale, si caratterizza per una struttura intricata e influenzata da una varietà di fattori, plasmata dalle influenze che vanno dalla regolamentazione governativa alla complessa rete di partecipanti e istituzioni finanziarie. Nel caso del mercato italiano, questa struttura riflette le tradizioni finanziarie consolidate e le dinamiche globali in continua evoluzione. Esaminare da vicino la struttura del mercato finanziario italiano fornisce, quindi, un'opportunità di comprensione approfondita del funzionamento interno dei mercati.

Dal sito della Consob (www.consob.it) è possibile capire come sono strutturati i mercati presenti in Italia. La Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) è un'autorità italiana che si occupa della vigilanza dei mercati finanziari, e il suo ruolo nel sistema finanziario verrà approfondito in questa tesi successivamente.

Vengono individuate tre macrocategorie. I mercati regolamentati, in cui gli intermediari immettono proposte di acquisto o vendita di strumenti finanziari che vengono eseguite senza l'intervento del gestore (sistema di negoziazione multilaterale). Le società che li gestiscono sono autorizzate dalla Consob e sono caratterizzati dalla grande quantità di informazioni sugli emittenti e sugli strumenti finanziari scambiati. I sistemi multilaterali di negoziazione ("MTF"), in cui la quantità di informazioni a disposizione è minore ma possono essere gestiti anche da banche o sim purché autorizzati. Infine, ci sono gli internalizzatori sistematici, cioè intermediari che sistematicamente e frequentemente negoziano strumenti finanziari per conto proprio, interponendosi in ogni operazione di acquisto o vendita (sistema di negoziazione bilaterale).

Tabella 1 - Mercato Finanziario Italiano. Fonte: www.consob.it

Il mercato finanziario italiano	Mercati regolamentati	BORSA ITALIANA SPA	Euronext Milan
			Mercato telematico degli ETF
			Mercato telematico delle obbligazioni
			Euronext MIV Milan
			Mercato degli strumenti derivati
		MTS SPA	MTS Italy
	Sistemi multilaterali di negoziazione	VORVEL SIM SPA	Vorvel Bonds
			Vorvel Bonds Order Driven
			Vorvel RFQ
			Vorvel Certificates
		BORSA ITALIANA SPA	Euronext Growth Milan
			Euronext Access Milan
			Borsa Italiana- Trading After Hours
			Borsa Italiana Global Equity Market
			Mercato SeDeX
			Mercato ATFund
			EuroTLX
		MTS SPA	Bond Vision Europe
			EBM
			MTS Cash Domestic
		Internalizzatori sistematici	BANCO BPM SPA
	BANCO CAMBIANO 1884 SPA		
	BANCO C.R.ASTI SPA		
	CREDITO EMILIANO SPA		
	FINECOBANK SPA		
	INTESA SANPAOLO SPA		
	BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA		
UNICREDIT SPA			

Per il presente studio, l'attenzione va principalmente all'analisi dei mercati azionari. Questa scelta è motivata dalla rilevanza che rivestono nel contesto della tesi; viene quindi di seguito proposta una descrizione più dettagliata dei mercati azionari di Borsa Italiana SPA (fonte: www.borsaitaliana.it). Borsa Italiana è entrata a far parte del Gruppo Euronext dal 29 aprile 2021, contribuendo così alla creazione di un'importante infrastruttura di mercato paneuropea. Quest'unione rappresenta un collegamento significativo tra le economie locali e i mercati finanziari globali.

In seguito, i suoi mercati azionari hanno cambiato denominazione. Il Mercato Telematico Azionario (MTA) e il Segmento STAR sono diventati Euronext Milan (EXM) e Euronext STAR Milan (STAR). Il primo è un mercato regolamentato, soggetto a rigidi requisiti conformi agli standard internazionali; si concentra principalmente sulle aziende di media e grande dimensione che cercano finanziamenti da parte di investitori istituzionali, professionisti e/o investitori privati per supportare i loro progetti di crescita. Il segmento STAR è molto simile ma prevede requisiti più stringenti di trasparenza, governance e liquidità; in compenso le società godono di più visibilità e riconoscimento rispetto alle altre quotate. In particolare, i requisiti in più consistono nel 35% di flottante contro il 25% del segmento ordinario; comitati di controllo, rischio, remunerazione e incentivi per il top management obbligatori invece che raccomandati; obblighi informativi trimestrali piuttosto che semestrali; in entrambi è richiesta una capitalizzazione di mercato di almeno 40 milioni.

Il mercato AIM Italia, nato in Italia nel 2009 dopo il successo avuto per molti anni dall' AIM UK di Londra, è diventato Euronext Growth Milan (EGM). È di fondamentale importanza per questa tesi perché permette un percorso semplificato per la quotazione rispetto al mercato standard, in quanto i requisiti minimi di accesso e gli adempimenti sono adattati alle esigenze delle PMI. Offre un approccio regolamentare bilanciato, e ogni azienda è supportata da un consulente specializzato, l'Euronext Growth

Advisor, che accompagna l'impresa durante l'intero processo di quotazione e durante il suo percorso sul mercato. Quantitativamente, i requisiti sono: 10% flottante, con almeno il 7,5% che deve essere sottoscritto da minimo 5 investitori istituzionali; nessun livello minimo di capitalizzazione di mercato né requisiti formali di comitati o di incentivi al top management; obblighi informativi semestrali.

Inoltre, il 20 luglio 2020 è stata introdotta al suo interno una nuova iniziativa, il "segmento professionale", pensata per fornire supporto alle imprese che non sono ancora pronte per una quotazione completa ma che stanno lavorando verso questo obiettivo. È rivolta principalmente a:

- imprese che preferiscono accedere al mercato con gradualità e che intendono sviluppare nel tempo le competenze per operare su un mercato in cui operano investitori individuali;
- aziende che hanno iniziato a commercializzare i propri prodotti e servizi da meno di un anno e che devono ancora implementare le funzioni e i processi strategici fondamentali del proprio modello di business (scale-up e start-up);
- imprese interessate a effettuare operazioni di "just listing", cioè che non hanno bisogno immediato di raccogliere capitali, ma che preferiscono aspettare migliori condizioni di mercato o vogliono aumentare la propria visibilità agli investitori prima di procedere con un'offerta pubblica.

1.5 Regolamentazione e supervisione

La regolamentazione e la supervisione dei mercati finanziari sono di fondamentale importanza perché puntano a garantire l'equità, la trasparenza e la sicurezza all'interno dei mercati. La regolamentazione riguarda l'istituzione di regole e normative che regolano le attività degli intermediari e dei mercati stessi: tali regole possono essere stabilite a

livello locale, nazionale o internazionale. Ad esempio, in Italia, il Dipartimento del Tesoro (www.dt.mef.gov.it) si occupa di formulare politiche relative al funzionamento dei mercati finanziari e di partecipare alla supervisione. Il processo di supervisione coinvolge il monitoraggio e il controllo delle attività degli intermediari finanziari e dei mercati da parte delle autorità competenti. Comprende, quindi, la sorveglianza delle istituzioni bancarie, l'approvazione dei loro statuti e la valutazione delle loro operazioni e bilanci. Inoltre, mira a garantire una distribuzione equilibrata degli investimenti per gestire i rischi e massimizzare i rendimenti.

Un importante articolo sull'argomento è il Quaderno di Finanza n. 30/1998 della Consob, "Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano" (C. Di Noia, L. Piatti, 1998), in cui vengono analizzati gli obiettivi della regolamentazione e i principali modelli di vigilanza. Mantenere la stabilità economica, promuovere l'equità nella distribuzione delle risorse e garantire un utilizzo efficiente delle stesse sono gli obiettivi principali che emergono dalla necessità di affrontare i problemi di non efficienza e le imperfezioni del mercato. Su questo si fonda la ragione fondamentale che giustifica l'intervento governativo nell'economia. I campi di azione su cui agiscono le autorità responsabili spaziano dalla macroeconomia (stabilità del sistema o la sua capacità di supportare decisioni di politica economica) alla microeconomia (migliorare efficienza operativa delle entità del mercato, proteggere il risparmio, incentivare il comportamento corretto degli operatori e promuovere la competizione). Il coinvolgimento dello Stato può variare da un intervento minimo, che lascia intendere ottimismo e fiducia nell'efficienza sociale delle forze di mercato, a un intervento più incisivo in cui si hanno per i soggetti norme rigide da seguire, considerando il raggiungimento di obiettivi pubblici superiori non conciliabile con un'azione non regolamentata.

Tornando agli obiettivi, è possibile dare una spiegazione più approfondita dello scopo della regolamentazione e supervisione dei mercati. Il primo obiettivo, cioè il raggiungimento di una stabilità economica, nasce dalla debolezza intrinseca dell'intermediazione finanziaria che rende possibili comportamenti di azzardo morale e selezione avversa, introducendo la possibilità dell'intervento pubblico. Le autorità possono poi agire su più fronti: da un lato, a livello generale, con dei vincoli di capitalizzazione minima o di indebitamento massimo; dall'altro, in modo più mirato in base all'attività, con altre limitazioni riguardo agli investimenti finanziari o alle attività non core. Sempre dal problema delle asimmetrie informative, che si manifestano nella presenza di soggetti più o meno informati di altri, nasce il bisogno di un'equità della distribuzione dell'informazione; il secondo obiettivo si propone infatti di aumentare la trasparenza degli intermediari e dei mercati, cercando di tutelare gli investitori e di evitare una delle cause principali dei fallimenti di mercato. Per quanto riguarda il terzo obiettivo, attraverso il controllo della concentrazione dei mercati, delle fusioni o acquisizioni, del potere di mercato e di come è strutturata la concorrenza tra gli intermediari, si cerca di raggiungere, in generale, l'efficienza dei mercati finanziari.

Esistono vari approcci alla regolamentazione e supervisione, per questo motivo si sono sviluppati vari modelli che hanno avuto diversi riscontri pratici. Il modello più tradizionale è la "vigilanza istituzionale": a ciascun mercato o intermediario corrisponde una distinta autorità, che effettua controlli e ispezioni, monitora iscrizioni e cancellazioni, fornisce autorizzazioni, applica sanzioni. Concretamente non è difficile da realizzare: ogni intermediario viene vigilato da una sola autorità in ogni suo aspetto, in modo da favorire la non duplicazione dei controlli, con conseguente riduzione dei costi della regolamentazione, e lo sviluppo di economie di specializzazione. Tra i lati negativi si ha invece il fatto che non è sempre definibile con certezza il confine tra tipi di istituzioni o di soggetti, complicando e destabilizzando il modello; inoltre, dovendo un'autorità concentrarsi su più obiettivi, potrebbe incorrere in conflittualità

tra questi. Un secondo modello di vigilanza molto usato è quello “per finalità”, che prevede ci sia un’ autorità diversa per ogni obiettivo: una finalizzata a gestire la concorrenza, una che si occupi della trasparenza del sistema, un’ altra che controlli la stabilità dei mercati e degli intermediari. Questo schema riesce a fornire, per elementi diversi che si occupano delle stesse attività, un insieme di norme e regole omogeneo, e risulta efficace in un sistema con soggetti che operano su più settori e svolgono più funzioni. Risulta però non molto efficiente dal punto amministrativo e dei costi, perché implica che i soggetti controllati debbano rispondere a più autorità fornendo rendiconti spesso simili e che siano sottoposti a più controlli e ispezioni anche molto ravvicinati temporalmente, aumentando il grado di ridondanza generale. Un terzo schema di regolamentazione è “per attività”: una forma di regolamentazione per ogni attività solta dai soggetti. Questo modello è simile a quello per finalità, e ne richiama vantaggi e svantaggi: sembra molto conveniente perché intermediari o operatori diversi, che svolgono le stesse attività, sono sottoposti a regolamentazione omogenea, favorendo la specializzazione lato vigilanza; dall’ altro lato si hanno, come visto prima, più autorità che vigilano sullo stesso intermediario generando ridondanza e mancanza di una visione d’ insieme su soggetti che svolgono più attività o operano su più settori. Infine, vi è il modello di “vigilanza accentrata”, in cui vi è un single regulator che opera su tutti i soggetti e tutti gli intermediari, occupandosi di tutti gli obiettivi della regolamentazione. Sicuramente, l’ organizzazione per questo ente è cruciale perché, se fatta bene, porta ad una semplificazione del sistema oltre che ad una maggiore efficacia, anche con riguardo alle responsabilità di supervisione. Potrebbe inoltre sfruttare economie di scala riducendo quindi i costi sia amministrativi che di attuazione delle politiche. I problemi di questo schema derivano proprio dalla rilevanza che ha l’ organizzazione dell’ autorità perché, se non si ha un sistema ben coordinato e gestito, tutti i vantaggi vengono a mancare, oltre al già menzionato problema della conflittualità che può emergere dal gestire insieme tutti gli obiettivi.

Per fare un esempio pratico di un sistema di regolamentazione e supervisione, vengono di seguito descritte le autorità italiane di vigilanza dei mercati, tenendo a mente che in Italia si ha un approccio misto, ibrido, e non un solo modello:

- la Banca d'Italia, oltre ad occuparsi dello sviluppo dell'economia attraverso il controllo della stabilità monetaria, garantisce la stabilità del sistema finanziario, il rispetto delle norme da parte degli operatori, la gestione responsabile degli intermediari e la protezione dei clienti;
- l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) si occupa del problema della concorrenza sui mercati (e non solo), monitorando i contratti per evitare clausole abusive, sorvegliando i conflitti di interesse governativi, tutelando da pratiche commerciali sleali;
- il Dipartimento del Tesoro sviluppa politiche per i mercati finanziari, controlla gli istituti bancari, incentiva la distribuzione diversificata degli investimenti e contribuisce alla vigilanza sugli intermediari;
- la Commissione Nazionale per le società e la borsa (Consob) regola e supervisiona i servizi finanziari, si impegna a facilitare la comunicazione tra i soggetti e a coordinarsi con altre autorità finanziarie anche a livello internazionale, monitora le informazioni divulgate dalle società quotate e applica sanzioni per comportamenti scorretti;
- l'IVASS (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni) è responsabile della vigilanza sul settore assicurativo, sorveglia le compagnie di assicurazione, promuove la stabilità del settore assicurativo italiano e collabora con la Consob per garantire la correttezza e la trasparenza verso i clienti.

Questo elenco non ha l'obiettivo di essere esaustivo ma di elencare le principali autorità che si occupano della regolamentazione e della supervisione dei mercati finanziari sul territorio italiano.

1.6 Storia e andamento del mercato finanziario italiano

Il mercato finanziario italiano ha subito negli anni profondi cambiamenti segnati dall'integrazione dell'Italia nel contesto economico europeo e globale, e quindi dalla crescente competitività internazionale e dall'adozione di normative sempre più stringenti. Per esaminare l'andamento recente del mercato, è utile analizzare le principali tappe storiche che hanno segnato l'evoluzione del mercato finanziario italiano, evidenziando momenti di crescita e di crisi, in modo da offrire una panoramica complessiva del suo adattamento nel contesto storico ed economico. In "The European Corporation: Ownership and Control after 25 years of Corporate Governance Reforms" (Gugler, Peev, 2023) Rondi e Abrardi offrono anche un quadro generale della storia della Borsa di Milano. Questa nacque nel 1808 ed era di dominio pubblico, e lo rimase fino alla privatizzazione che avvenne nel 1998. Inizialmente, le imprese manifatturiere non si quotavano perché la loro dimensione non lo permetteva: con l'arrivo del ventesimo secolo anche questo settore cominciò a cercare i fondi necessari sul mercato finanziario anche grazie alla rapida crescita economica del Paese. Infatti, se il numero di imprese quotate a Milano passò da 23 a 54 tra il 1895 e il 1900, già nel 1913 questo numero era più che raddoppiato arrivando a contare 160 imprese. A questo punto la legge definì le competenze degli organi di vigilanza e di gestione. Dopo la Seconda guerra mondiale si ebbe un nuovo periodo di lunga espansione grazie alle compagnie elettriche, assicurative e finanziarie. Fu in questa fase che iniziarono a quotarsi holding finanziarie e società operative controllate attraverso partecipazioni incrociate, dando forma ai primi gruppi piramidali. All'inizio degli anni 70 la borsa visse un momento di buio in quanto aveva quasi completamente perso la sua funzione di finanziamento della crescita industriale: i risparmi venivano dirottati verso titoli di Stato e buoni del Tesoro, con tassi di interesse elevati, e il mercato azionario era debole e illiquido. L'attività di

negoziazione di azioni si riduceva a trasferimenti di partecipazioni di controllo e a transazioni puramente speculative. In questo contesto, nel 1974, fu istituita la Consob, la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, per vigilare sulla borsa, emanare le procedure di quotazione e gli statuti che regolano il funzionamento dei mercati azionari; cominciarono ad essere introdotti anche i primi obblighi informativi societari per migliorare la trasparenza del mercato. Nei primi anni 90, si ebbe la quotazione di qualche grande impresa come Ina e Eni e anche delle tre più grandi banche di stato, aumentando la liquidità del mercato.

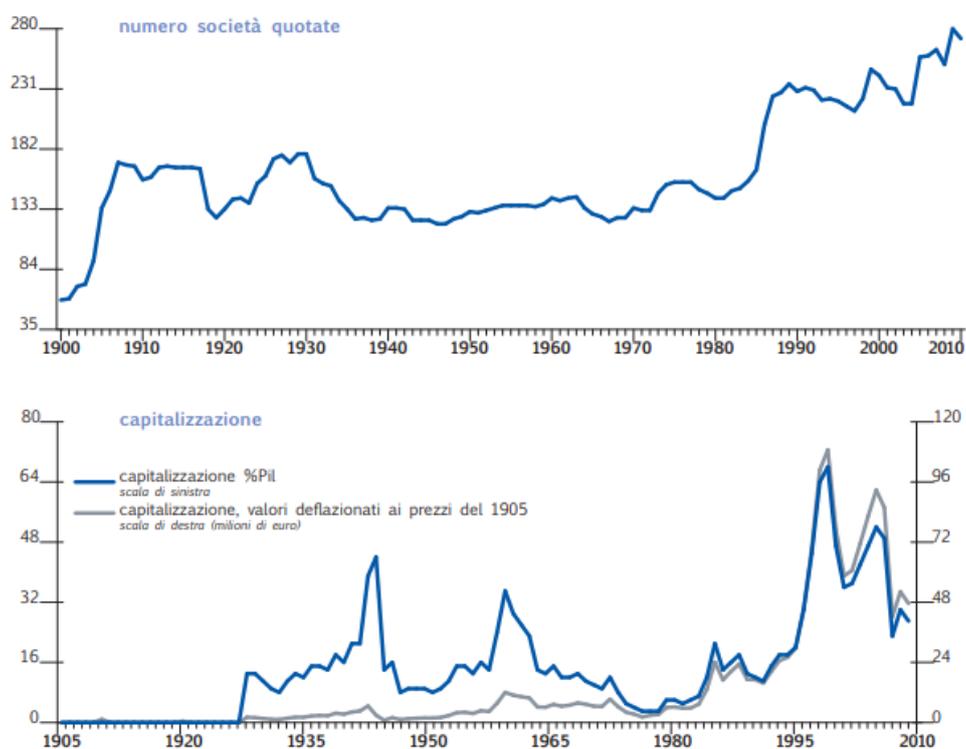


Figura 1 - Società quotate e capitalizzazione della Borsa di Milano. Fonte: Consob, 150 anni di Borsa Italiana

La consapevolezza che l'Italia avesse bisogno di un mercato azionario più sviluppato andava crescendo, e ci furono un po' di riforme volte al progresso della condizione dei mercati: cominciarono a essere pubblicate le identità degli azionisti che possedevano almeno il 2% delle aziende quotate, fu offerto nel 1994 un incentivo fiscale per le PMI per invogliarle a

quotarsi, e nel 1997 vennero emanati criteri meno restrittivi per la quotazione (il dettaglio dei requisiti e costi di ammissione verrà analizzato più avanti in questa tesi). Dal 2003 alla fine del 2006 si è assistito a un nuovo ciclo del mercato azionario, conclusosi con l'acquisizione di Borsa Italiana da parte della Borsa Londra nel 2007 e con l'inizio della crisi finanziaria ed economica globale, con un conseguente significativo calo del numero di società quotate.

anni	numero società quotate	capitalizzazione di borsa complessiva ¹		solo azioni flottanti mil. euro	Scambi di azioni mil. euro
		mil. euro	% del Pil ²		
1861	2	...	...	...	...
1891	32	...	...	...	...
1911	158	1,7	16,7	...	...
1928	171	18,3	25,0	...	18
1941	134	33,2	28,2	...	7
1951	130	544,4	9,8	...	60
1961	140	4.874	38,9	...	771
1971	132	3.362	9,5	...	625
1977	155	2.774	2,5	...	389
1981	141	23.562	9,8	...	6.497
1986	202	103.408	22,2	...	34.585
1991	231	99.081	13,3	...	16.363
2000	282	810.988	68,1	388.607	869.135
2001	282	593.919	46,2	295.830	658.041
2010	277	424.525	27,4	242.532	748.193
2011 ³	278	455.094	29,4	263.596	...

Figura 2 - Dettaglio Borsa di Milano negli anni. Fonte: Consob, 150 anni di Borsa Italiana

Infatti, mentre alla fine del 2007 le società quotate erano 301 e la capitalizzazione di mercato aveva raggiunto il 48% del PIL, a seguito della crisi finanziaria si è registrata una riduzione a 234 società quotate nel 2018 sull'MTA di Borsa Italiana e una capitalizzazione di mercato di 478 miliardi di euro, cioè pari ad appena il 27% del PIL.

Nel 2021, Euronext, che gestiva già borse valori regolamentate in Belgio, Francia, Irlanda, Paesi Bassi, Norvegia e Portogallo, acquisisce Borsa

Italiana, con l'aspirazione di costruire la principale infrastruttura di mercato paneuropea, collegando le economie locali ai mercati dei capitali. Con questa acquisizione, il segmento MTA di Borsa Italiana cambia denominazione in Euronext Milan (EXM), mentre il segmento AIM diventa Euronext Growth Milan (EGM).

Ad oggi, come riportato dal bollettino statistico numero 24 della Consob e come evidenziato dalla Figura 3, l'andamento della capitalizzazione di mercato sul PIL non è migliorata e si oscilla sui valori di 27-28%, guidata dalle società su EXM. Il numero di società quotate però continua ad aumentare grazie al segmento dedicato alle PMI: infatti, mentre su EXM si registra negli ultimi anni un leggero calo delle società a listino, su EGM si è passati da un numero di circa 100 nel 2018 ad un totale di circa 200 società a fine 2023, sottolineando come l'impegno a ridurre nel tempo il carico della quotazione stia portando i primi risultati.

Il tema delle PMI è critico in Italia perché storicamente si sono sempre quotate imprese più grandi e mature, come se la quotazione in borsa fosse il coronamento di un percorso o un traguardo da raggiungere invece che un momento da sfruttare al più presto per raccogliere capitale e crescere non solo a livello di organico ma anche come performance o fatturato. Nel corso di questa tesi verrà comunque affrontata in dettaglio la situazione italiana per questo segmento di imprese che è molto importante per l'economia e che nel tempo sta trovando sempre più spazio anche in borsa grazie al segmento EGM appositamente ideato.

		n° società EXM	capitalizz. EXM	n° società EGM	capitalizz. EGM	n° società Vorvel	capitalizz. Vorvel	n° società totale	capitalizz. totale	% Pil
2017	Q1	231	504,7	76	3,5	2	0,9	309	509,1	29,6%
	Q2	234	515,1	77	3,8	8	3,1	319	522,0	30,1%
	Q3	234	551,0	85	4,9	11	4,7	330	560,6	32,1%
	Q4	233	550,5	92	5,5	13	5,7	338	561,7	31,9%
2018	Q1	232	552,2	95	6,4	13	4,8	340	563,5	32,0%
	Q2	230	532,4	99	7,4	18	6,9	347	546,7	30,8%
	Q3	229	517,9	110	7,7	18	6,0	357	531,6	30,0%
	Q4	234	465,5	110	6,6	20	6,1	364	478,1	26,9%
2019	Q1	231	498,6	114	6,9	20	5,7	365	511,3	28,6%
	Q2	230	495,0	116	7,3	21	5,7	367	508,0	28,3%
	Q3	231	516,8	126	6,8	20	4,9	377	528,5	29,3%
	Q4	231	545,7	129	6,8	21	5,2	381	557,7	31,0%
2020	Q1	228	399,1	127	5,6	18	4,9	373	409,6	24,2%
	Q2	230	455,7	125	5,9	21	5,1	376	466,7	30,8%
	Q3	226	439,9	125	5,5	20	4,8	371	450,1	26,2%
	Q4	226	490,6	135	5,8	21	4,8	382	501,2	29,3%
2021	Q1	225	537,4	136	7,0	22	4,4	383	548,8	31,9%
	Q2	226	551,6	142	8,1	21	4,4	389	564,0	31,9%
	Q3	220	563,1	148	9,3	21	4,5	389	576,9	31,7%
	Q4	218	587,9	169	11,5	20	3,6	407	602,9	32,9%
2022	Q1	218	541,2	171	11,6	19	3,6	408	556,4	29,9%
	Q2	216	465,3	174	10,3	19	3,7	409	479,3	25,1%
	Q3	212	427,1	178	9,9	20	3,8	410	440,8	23,1%
	Q4	209	476,8	185	10,5	18	3,5	412	490,9	25,0%
2023	Q1	207	523,2	191	11,2	16	3,3	414	537,8	26,9%
	Q2	212	542,2	188	9,2	19	3,6	419	554,9	27,9%
	Q3	212	533,0	193	7,6	17	3,5	422	544,1	26,6%
	Q4	212	574,6	198	7,9	18	3,5	428	586,0	28,6% (*)

Figura 3 - Dettaglio numero imprese e capitalizzazione per mercato. Fonte: Consob, bollettino statistico 24, Gennaio 2024

2 Analisi dell'Initial Public Offering

Negli ultimi decenni, l'interesse verso le Initial Public Offering (IPO) delle PMI è cresciuto in modo significativo, poiché sempre più imprese cercano di capitalizzare sulle opportunità offerte dai mercati finanziari pubblici. Tuttavia, l'IPO è un processo complesso e impegnativo, che comporta una serie di considerazioni strategiche, normative e finanziarie: questo capitolo si propone di offrire una panoramica completa descrivendolo attentamente, esplorando i suoi benefici e discutendo le sfide da affrontare.

2.1 Introduzione all'IPO

L'Initial Public Offering (IPO) rappresenta uno dei momenti più significativi nella vita di un'azienda: è un processo attraverso il quale un'azienda privata offre per la prima volta le proprie azioni al pubblico, consentendo agli investitori di acquistarle e diventare così azionisti della società. È comunemente noto come “andare in borsa”, in quanto l'azienda emette nuove azioni o cede parte di quelle esistenti rendendo possibile la negoziazione di tali azioni sui mercati finanziari pubblici, con grandi implicazioni per l'azienda stessa, i suoi fondatori, i potenziali investitori e il mercato nel suo complesso.

L'IPO comporta una serie di sfide e responsabilità. Innanzitutto, l'impresa diventa soggetta a una maggiore esposizione pubblica e trasparenza, poiché è tenuta a divulgare le informazioni finanziarie e operative ai potenziali investitori e, come discusso nel capitolo precedente, ai regolatori di mercato. Ciò significa che deve adottare standard elevati di reporting finanziario e governance aziendale, garantendo il rispetto delle

normative vigenti e il mantenimento della fiducia degli investitori: la pressione di dover generare risultati finanziari anche, a volte, a livello trimestrale, e dover soddisfare le aspettative degli azionisti può avere un impatto significativo sulla struttura aziendale e sulla cultura organizzativa.

Allora, viste le numerose sfide da affrontare, perché andare in borsa? Le motivazioni sono molte e verranno ampiamente discusse in questo capitolo, ma uno dei motivi principali è il finanziamento. L'IPO può fornire un accesso a una nuova fonte di capitale, consentendo di raccogliere fondi per sostenere la crescita, finanziare progetti di espansione o ridurre il debito. La possibilità di ottenere finanziamenti attraverso l'emissione di azioni può essere particolarmente vantaggiosa per le aziende in rapida crescita che incontrano difficoltà a trovare altre fonti di finanziamento come i prestiti bancari.

Vendendo una parte della proprietà dell'azienda sotto forma di azioni agli investitori pubblici, l'azienda può raccogliere fondi che possono essere usati per una serie di scopi, tra cui:

- finanziare progetti di ricerca e sviluppo di nuovi prodotti o tecnologie;
- espandere le operazioni aziendali attraverso l'apertura di nuovi stabilimenti, uffici o sedi in nuovi mercati;
- acquisire altre aziende o tecnologie complementari per espandere la base clienti o migliorare la posizione competitiva;
- ridurre il debito aziendale consolidando prestiti esistenti o pagando interessi elevati.

Il processo di quotazione, che è articolato e coinvolge diverse fasi, dalla preparazione iniziale alla quotazione effettiva delle azioni, può variare da mercato a mercato, principalmente a causa delle differenze nelle regolamentazioni e nelle pratiche di mercato. Ad esempio, i requisiti normativi, le procedure di registrazione, i requisiti di divulgazione delle

informazioni, le pratiche di *pricing* e le norme di governance possono essere differenti da un mercato all'altro. Inoltre, la cultura aziendale e le aspettative degli investitori possono influenzare il modo in cui le società affrontano il processo. In alcuni mercati potrebbe essere comune una maggiore enfasi sul *roadshow* e sull'interazione con gli investitori istituzionali, mentre in altri potrebbe essere più importante mantenere un rapporto stretto con gli investitori *retail*. I principi generali, comunque, sono simili in molti mercati: di seguito viene proposta una panoramica dettagliata del processo, prendendo come riferimento quanto scritto dal Corporate Finance Institute (<https://corporatefinanceinstitute.com>) e dalla Securities and Exchange Commission (<https://www.investor.gov/>). La SEC è un'agenzia governativa statunitense responsabile della regolamentazione e della supervisione dei mercati finanziari negli Stati Uniti; in altre parole, può essere visto come il corrispettivo statunitense della Consob, il cui ruolo è stato già discusso nel precedente capitolo.

Tutto inizia con la decisione strategica dell'azienda di diventare una società quotata. La prima fase coinvolge la selezione degli intermediari finanziari (gli *underwriters*), come banche d'affari e consulenti legali, che aiutano l'azienda a pianificare e strutturare l'IPO. Questi intermediari svolgono un ruolo cruciale nel fornire consulenza su questioni normative, finanziarie e strategiche.

Si ha poi una fase di *Due Diligence*: l'azienda sottopone i suoi documenti e i suoi processi a una rigorosa revisione interna per identificare eventuali problematiche o rischi, e gli *underwriters* e altri consulenti esterni conducono un'indagine approfondita sull'azienda per valutarne la solidità finanziaria, legale e operativa. A questo punto, lavorano insieme per soddisfare i requisiti normativi stabiliti dall'organo di regolamentazione del Paese in cui si intende quotare. Successivamente, l'azienda presenta una richiesta di quotazione presso la borsa valori pertinente, avviando il processo di registrazione presso l'autorità di regolamentazione competente, come la SEC negli Stati Uniti o la Consob in Italia.

Durante, la fase di registrazione, viene preparato un documento chiamato prospetto, che fornisce dettagli completi sull'azienda, inclusi dati finanziari, informazioni sulle operazioni e sui rischi, la struttura aziendale e le sue strategie future. Il prospetto è soggetto a revisione da parte dell'autorità di regolamentazione per garantire la conformità alle normative di divulgazione.

Prima del lancio ufficiale dell'IPO, l'azienda intraprende le attività di *roadshow*, durante le quali si presenta agli investitori istituzionali e al pubblico comunicando la propria storia aziendale, le prospettive future e gli obiettivi dell'IPO. Queste attività sono cruciali per generare interesse e partecipazione all'offerta. Una volta completata la fase di registrazione e ottenuta l'approvazione dalle autorità, l'azienda fissa il prezzo delle azioni offerte al pubblico attraverso un processo chiamato *pricing*: gli *underwriters* collaborano con l'impresa per determinare il prezzo di offerta delle azioni, tenendo conto della domanda degli investitori e delle condizioni di mercato, e possono intervenire poi sul mercato per sostenere il prezzo delle azioni nelle prime fasi di negoziazione dopo l'IPO.

Infine, le azioni vengono offerte al pubblico attraverso un'asta o un collocamento istituzionale, e la negoziazione inizia sul mercato azionario una volta che l'offerta è completata con successo. L'azienda diventa ufficialmente una società quotata e continua a essere soggetta a normative di divulgazione e governance specifiche del mercato azionario in cui è quotata. Dopo la quotazione, l'azienda mantiene un dialogo continuo con gli investitori e il pubblico finanziario, fornendo aggiornamenti sulle sue performance finanziarie e strategiche. Gestisce inoltre la volatilità delle sue azioni sul mercato, lavorando con gli *underwriters* e altri consulenti per mantenere la stabilità dei prezzi e la fiducia degli investitori. In figura (Figura 4) viene proposto un esempio di processo di offerta pubblica iniziale per il mercato Euronext Milan di Borsa Italiana SPA, per comprendere meglio anche le tempistiche che richiede la quotazione.

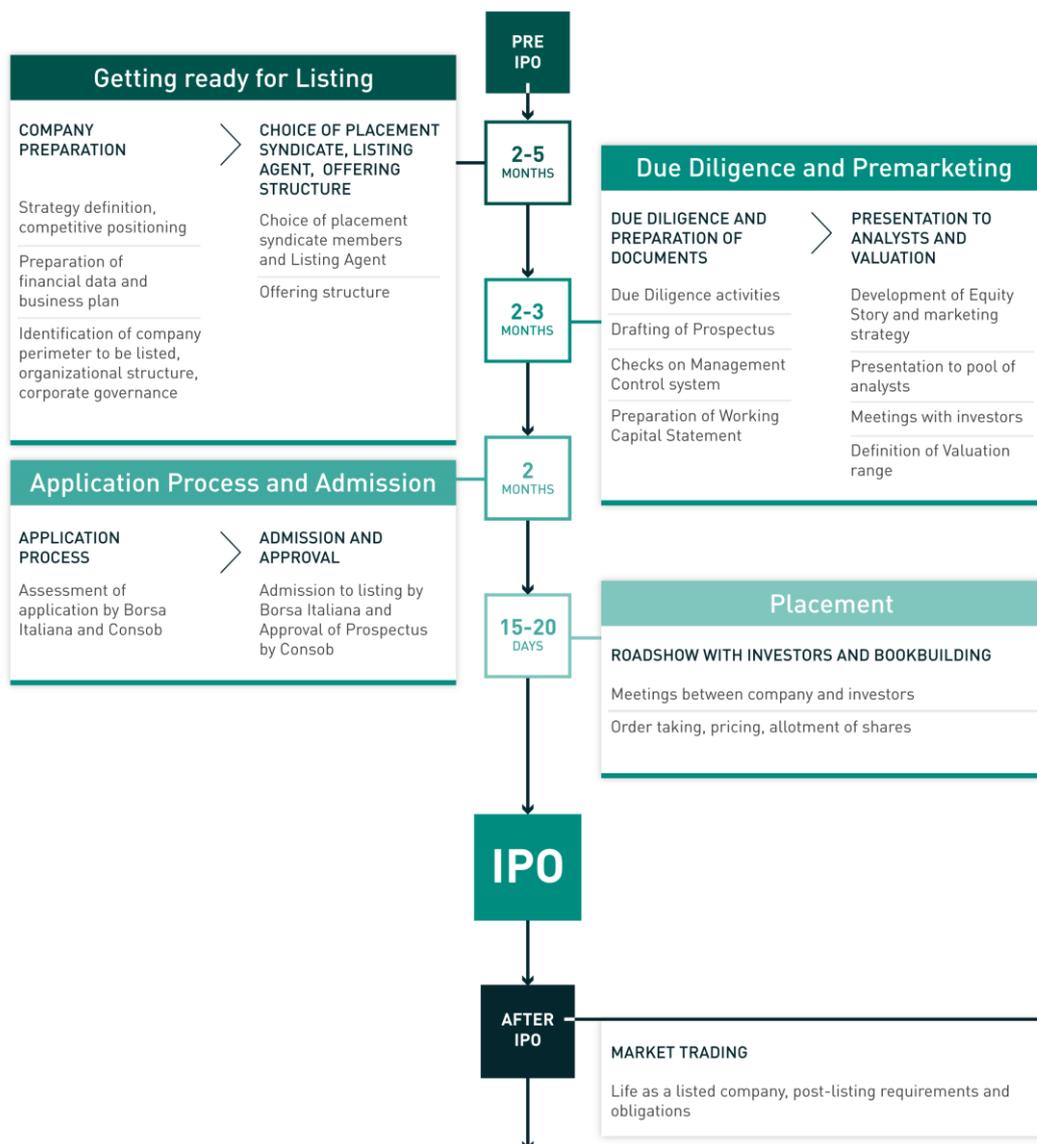


Figura 4 - Processo di quotazione su Euronext Milan di Borsa Italiana SPA.
 Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.en.htm>

In sintesi, la quotazione è un processo complesso che richiede pianificazione, collaborazione con esperti e conformità alle normative di mercato, e questa panoramica aiuta a cogliere l'importanza dell'argomento e le molteplici criticità che devono essere affrontate durante la sua trattazione.

2.2 Vantaggi e svantaggi di quotarsi in borsa

La decisione di intraprendere questo percorso non è dettata da una formula universale: al contrario, è permeata da una variegata gamma di motivazioni e considerazioni che guidano le imprese verso o lontano dall'IPO. Le ragioni che spingono un'azienda a quotarsi possono essere influenzate da molteplici fattori, tra cui la cultura economica e imprenditoriale del paese di origine, le condizioni di mercato, le opportunità di crescita e il contesto normativo. In alcuni Paesi, come gli Stati Uniti, l'IPO è spesso considerata una tappa naturale nella vita di un'azienda, vista come un mezzo per accedere a capitali più consistenti, migliorare la visibilità sul mercato e offrire liquidità agli investitori esistenti. Al contrario, in altre giurisdizioni, le aziende possono essere più restie ad andare in borsa, preferendo rimanere private per mantenere il controllo decisionale, evitare la complessità normativa e proteggere la loro strategia a lungo termine.

In questo contesto, la propensione delle imprese verso l'IPO riflette la complessità e la diversità del panorama economico globale. Attraverso un'analisi attenta di queste motivazioni, è possibile comprendere meglio le dinamiche che guidano le scelte strategiche delle imprese e le implicazioni che questa decisione ha sulle economie nazionali e internazionali.

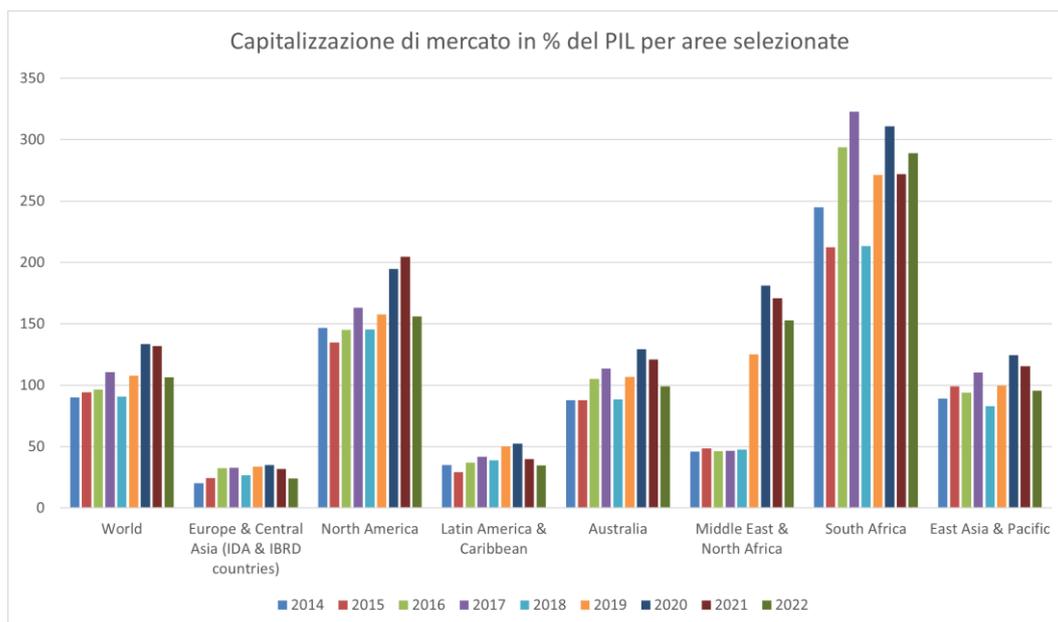


Figura 5 - Capitalizzazione di mercato in % del PIL per aree selezionate (2014-2022)
 Fonte: elaborazione personale di dati ricavati da World Development Indicators, World Bank

Nel vasto ambito della ricerca accademica, la letteratura sull'argomento è estremamente vasta e articolata. Le opere presenti spaziano da trattazioni teoriche, che si basano sul solido fondamento della teoria economica per esaminare l'argomento da una prospettiva concettuale, a studi empirici che si adoperano per comprendere i motivi che guidano le decisioni di quotazione attraverso l'analisi di una molteplicità di variabili. Le trattazioni teoriche rappresentano un pilastro fondamentale, offrendo una cornice intellettuale attraverso la quale comprendere le dinamiche e le implicazioni di questo processo di quotazione. Questi studi, spesso basati su modelli matematici e concettuali, mirano a fornire una comprensione approfondita delle motivazioni che guidano le imprese verso l'IPO, esplorando temi quali l'accesso al capitale, la crescita aziendale e le strategie di finanziamento. D'altro canto, la ricerca empirica costituisce un altro filone significativo della letteratura, concentrando l'attenzione sull'analisi dei dati reali e sull'osservazione dei comportamenti delle imprese nel contesto reale del mercato finanziario. Questi studi impiegano una varietà di metodologie quantitative e qualitative per esaminare le relazioni tra

diverse variabili, come le caratteristiche dell'impresa, le condizioni di mercato e gli impatti dell'ambiente normativo, al fine di identificare i fattori chiave che influenzano le decisioni di IPO. In "The decision to go public: An overview" (Ailsa Röell, European Economic Review 40 -1996), vengono documentati e discussi i principali motivi per andare in borsa che aziende quotate hanno fornito.

Uno dei motivi predominanti dietro la decisione di quotarsi in borsa è la possibilità di accedere a nuovo capitale, che può essere impiegato in una serie di modi diversi per sostenere la crescita e lo sviluppo dell'azienda. Questo nuovo capitale può essere utilizzato per finanziare la crescita tramite acquisizione, espandere l'organico, rimborsare prestiti esistenti o persino per avviare nuove iniziative. L'IPO offre dunque un meccanismo efficiente per la raccolta di fondi, semplificando il processo di finanziamento aziendale. Inoltre, si riesce a risolvere alcuni problemi di agenzia, poiché il rafforzamento della base azionaria e la stabilizzazione della leva finanziaria tendono a ridurre le asimmetrie informative e ad allineare gli interessi degli azionisti e della dirigenza. Questo, a sua volta, può aumentare la fiducia degli investitori e ridurre il rischio di opportunismo da parte della gestione aziendale. Un altro beneficio significativo dell'IPO è la maggiore liquidità delle azioni della società. La possibilità per gli investitori di acquistare o vendere azioni con facilità riduce i costi di transazione e può aumentare l'attrattiva degli investimenti nell'azienda. I costi di transazione si traducono in uno sconto applicato al prezzo di emissione delle azioni: all'aumentare della liquidità del mercato i costi di transazione tendono a diminuire e quindi si riduce anche lo sconto. Inoltre, l'accesso a una nuova fonte di capitale derivante dall'IPO può incentivare la concorrenza tra i finanziatori, consentendo all'azienda di negoziare condizioni più favorevoli per i finanziamenti futuri. Questo potere contrattuale rafforzato può tradursi in prestiti più cospicui e a tassi più vantaggiosi, fornendo all'azienda la flessibilità finanziaria necessaria per perseguire le proprie strategie di crescita e sviluppo.

Un altro dei vantaggi più significativi derivanti dall'andare in borsa è rappresentato dalla pubblicità e dal miglioramento dell'immagine aziendale. Il processo di quotazione in borsa può conferire un senso di credibilità e solidità all'impresa, poiché attraversare il rigoroso iter di quotazione implica il rispetto di elevati standard di trasparenza e governance aziendale. La visibilità dell'azienda migliora notevolmente non solo tra gli investitori, ma anche tra gli altri attori del mercato, poiché la quotazione è interpretata come un segnale di stabilità e affidabilità. Questo rafforza le relazioni commerciali esistenti e crea nuove opportunità di collaborazione e partnership. Ad esempio, i fornitori possono essere rassicurati sulla solidità finanziaria dell'azienda e quindi essere più propensi a concedere crediti commerciali. Allo stesso modo, i dipendenti possono sentirsi più sicuri sulla stabilità del loro impiego, mentre i clienti possono percepire una maggiore affidabilità e supporto post-vendita. Inoltre, la presenza sul mercato azionario rappresenta una forma di pubblicità e riconoscimento del marchio per l'azienda. Essere quotati aumenta la consapevolezza del marchio e migliora la reputazione dell'impresa sia tra gli stakeholder interni che esterni. Questo contribuisce alla creazione di un'immagine positiva e duratura nel lungo termine, poiché viene risparmiato alle controparti il tempo e le spese di valutarne il potere e l'affidabilità. In questo modo, l'IPO può migliorare significativamente la posizione competitiva dell'azienda sul mercato e consolidare la sua leadership nel settore di riferimento.

Non è da trascurare anche l'incremento dell'attrattiva dell'azienda nei confronti dei potenziali dipendenti di talento. La decisione di intraprendere un'IPO può giocare un ruolo significativo nel motivare sia i dipendenti che i dirigenti, contribuendo al miglioramento del morale aziendale. Le aziende spesso si trovano nella necessità di incentivare e mantenere motivati i propri quadri dirigenziali e il personale, e la quotazione in borsa offre un'opportunità per stabilire schemi di compensazione incentivanti legati alle prestazioni aziendali. Attraverso tali programmi, non solo si è in grado di motivare i dipendenti, ma anche di allineare gli interessi della gestione

con quelli dei proprietari, riducendo così i potenziali problemi di agenzia. Questi schemi di incentivazione basati sulla performance consentono ai dipendenti di partecipare direttamente al successo dell'azienda, fornendo loro un incentivo tangibile per contribuire al raggiungimento degli obiettivi aziendali e per perseguire l'eccellenza nelle proprie prestazioni. Inoltre, la prospettiva di beneficiare direttamente del successo aziendale attraverso la partecipazione a programmi di azionariato può costituire un potente incentivo per attirare e trattenere i talenti di alto livello del settore, offrire agli impiegati la possibilità di condividere i frutti della crescita e del successo, creare un legame più duraturo e forte tra dipendenti e azienda.

In genere, nel processo di preparazione per l'IPO, i documenti pertinenti tendono a nascondere la volontà dei proprietari di monetizzare le proprie azioni. Esprimere l'intenzione di vendere una parte o l'intera partecipazione potrebbe minare la fiducia degli investitori, influenzando negativamente il prezzo delle azioni. Questo può portare i proprietari a valutare attentamente quanto desiderano cedere e a pianificare una strategia di disimpegno che sia prudente e ben ponderata. Parallelamente, mentre i fondatori si preparano a quotarsi in borsa, si trovano ad affrontare una decisione cruciale riguardo al livello di partecipazione che intendono mantenere. Spesso, la scelta di non fluttuare più azioni di quelle necessarie per garantire una liquidità di mercato sufficiente è motivata dalla volontà di preservare un controllo sostanziale sull'azienda. Questo controllo è spesso visto come un elemento fondamentale per mantenere la coerenza della visione aziendale e per garantire una governance solida e allineata agli obiettivi a lungo termine dell'impresa. Di conseguenza, i fondatori possono essere riluttanti a cedere una quota eccessiva del loro patrimonio durante l'IPO, preferendo mantenere un certo grado di controllo decisionale e influenzare direttamente il futuro dell'azienda.

Oltre alle motivazioni principali discusse, esistono una serie di altri fattori che possono spingere un'azienda a considerare l'opzione della quotazione. Uno di questi è la possibilità di sfruttare eventuali errori nei

prezzi di mercato: i dirigenti possono cogliere opportunità temporanee in cui il mercato mostra un eccessivo ottimismo, consentendo loro di massimizzare il valore dell'IPO. Queste finestre offrono un'opportunità unica per capitalizzare sul momento favorevole e ottenere un risultato ottimale per l'azienda e i suoi investitori. Inoltre, andare in borsa può portare a relazioni di lavoro più strette con gli operatori finanziari. La presenza sul mercato azionario facilita la collaborazione e la partnership con banche d'investimento, analisti finanziari e altri attori del settore, fornendo un accesso privilegiato a risorse e competenze nel campo finanziario. Altro vantaggio è la possibilità di formulare una strategia di business definita e chiaramente delineata per la crescita futura dell'azienda. La preparazione per l'IPO richiede un'analisi approfondita delle prospettive di crescita dell'azienda e una pianificazione strategica dettagliata per sfruttare appieno le opportunità di mercato; questo processo porta a una maggiore chiarezza e coerenza nella direzione aziendale, fornendo una base solida per il successo futuro. Infine, l'IPO può portare a un miglioramento della struttura di gestione e organizzazione finanziaria dell'azienda. L'esigenza di conformarsi ai requisiti normativi e alle aspettative del mercato azionario può spingere l'azienda a rivedere e rafforzare i suoi processi interni, migliorando la governance aziendale e aumentando l'efficienza operativa complessiva.

Dopo aver analizzato con attenzione la teoria sui vantaggi e le motivazioni che spingono un'azienda a intraprendere un'IPO, è opportuno dare anche una panoramica sugli svantaggi associati a questa importante decisione strategica.

In primo luogo, vanno considerati i costi finanziari diretti che possono derivare dall'IPO, cioè i costi di transazione strettamente legati alla quotazione, ma anche l'underpricing, fenomeno che sarà approfondito nel prossimo capitolo, dove le azioni vengono offerte a un prezzo inferiore rispetto al loro reale valore di mercato. Inoltre, l'azienda deve affrontare i costi associati alla divulgazione di informazioni finanziarie e operative

richieste dalle normative di regolamentazione dei mercati finanziari, così come le implicazioni fiscali che possono derivare dalla trasformazione in società quotata.

In secondo luogo, un'altra potenziale conseguenza negativa dell'IPO è il rischio di perdita di controllo sull'azienda da parte dei suoi fondatori e dirigenti. L'ingresso di investitori esterni può portare a una diluizione del loro controllo decisionale e a una maggiore pressione sul management per mantenere elevate le performance aziendali al fine di soddisfare le aspettative degli investitori. Questa maggiore pressione potrebbe anche manifestarsi attraverso una richiesta di dividendi più elevata da parte degli azionisti, con possibili impatti sulle risorse finanziarie disponibili per investimenti futuri e sulla flessibilità operativa dell'impresa.

Inoltre, l'attenzione più forte del pubblico e degli investitori esterni può esporre l'azienda a una maggiore possibilità di tentativi di takeover (scalata), con potenziali effetti destabilizzanti sul controllo aziendale e sulla stabilità operativa.

2.3 Costi e requisiti della quotazione in Italia

L'accesso al mercato dei capitali tramite la quotazione in borsa comporta anche un insieme di costi e requisiti che le imprese devono affrontare e soddisfare per poter beneficiare dei vantaggi connessi. In Italia, il percorso di quotazione è regolato da un quadro normativo in continua evoluzione, influenzato dalle dinamiche globali e dalla specificità del mercato nazionale. I requisiti per la quotazione e i relativi costi, infatti, sono stati soggetti a modifiche nel corso del tempo, riflettendo i cambiamenti nell'approccio normativo, le esigenze di trasparenza e tutela degli investitori, le trasformazioni del contesto economico e finanziario. Nel corso degli anni, le autorità italiane hanno intrapreso diverse iniziative volte a rendere il mercato dei capitali più accessibile e competitivo, sia

attraverso la semplificazione delle procedure di quotazione sia mediante l'introduzione di incentivi fiscali e agevolazioni per le imprese. Tuttavia, il processo di quotazione continua a presentare sfide significative per le imprese, che devono affrontare oneri amministrativi, normativi e finanziari non indifferenti.

Per poter confrontare come la situazione sia cambiata nel tempo, è possibile partire dal lavoro "Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms" (Carpenter e Rondi, 2006), in cui viene data una panoramica di requisiti e costi della quotazione in Italia. Fino alla privatizzazione della borsa del 1997, era la Consob a specificare i criteri con cui un'impresa poteva andare in borsa. I principali requisiti erano: valore contabile del patrimonio netto superiore a 10 miliardi di lire; utili positivi in ciascuno dei 3 anni precedenti l'IPO; ultimo bilancio presentato al revisore contabile certificato; almeno il 25% del capitale doveva essere distribuito ad almeno 500 nuovi azionisti. In media, il processo durava circa sei mesi. Per quanto riguarda i costi prima del 1997, si distingue tra componente variabile e fissa. I costi variabili includono le commissioni di sottoscrizione, di vendita e di gestione e, per una società con un fatturato di 110 miliardi di lire, un totale attivo di 144 miliardi di lire e proventi lordi dell'IPO di 70 miliardi di lire, le commissioni totali stimate potevano ammontare a 2450 milioni di lire. Possono quindi essere stimati come approssimativamente il 3-4% dei proventi lordi dell'IPO per un'azienda di medie dimensioni. I costi fissi, che comprendono i costi amministrativi come le dichiarazioni di registrazione, di redazione del prospetto, revisione contabile, pubblicità, ammontavano a circa 380-400 milioni di lire per un'azienda di medie dimensioni. Il costo totale di quotazione ammontava quindi, secondo le stime, a circa 3 miliardi di lire, ovvero poco più del 4% dei proventi lordi dell'IPO, senza contare i costi annuali per rimanere in borsa di circa 20 milioni di lire.

Con la privatizzazione del 1997, Borsa Italiana s.p.a. modificò sia i requisiti che i costi di quotazione, introducendo come differenza principale

il fatto che non erano più richiesti 3 anni consecutivi di utili positivi. Le nuove regole comprendevano: capacità di generare ricavi in condizioni di autonomia gestionale; pubblicazione e deposito degli ultimi 3 rapporti annuali; ultimo bilancio sottoposto a revisione; le attività o i ricavi dell'emittente non devono consistere prevalentemente in un investimento in una società quotata; capitalizzazione di mercato superiore a 20 milioni di euro; flottante di almeno il 25%. Le nuove regole prevedevano inoltre l'adozione di un codice di condotta che disciplini la comunicazione delle operazioni con parti correlate, e l'adesione volontaria al codice di Autodisciplina, con aggiornamento annuale obbligatorio sullo stato di attuazione dello stesso. Il processo di quotazione, sotto il nuovo regime, durava in media 4 mesi, mentre i costi si aggiravano sempre intorno al 4-5% dell'offerta per un'azienda di medie dimensioni. In particolare: 75€ per ogni 500000€ di capitalizzazione di mercato (con un minimo di 10000 e un massimo di 500000); commissioni al coordinatore globale e ad altri membri del sindacato; costi di consulenza legale, revisione, marketing, ecc. Inoltre, per rimanere sul mercato, altri 11€ ogni 500000€ di capitalizzazione ogni 6 mesi (con un minimo di 6500€ e un massimo di 250000€).

Dopo aver esaminato una prima evoluzione storica, è fondamentale soffermarsi sulle caratteristiche che definiscono il contesto attuale. Negli ultimi anni ha continuato ad evolversi il contesto economico e normativo italiano, influenzato dalle tendenze globali ma anche dalle specifiche esigenze del mercato interno e dalla crescente importanza di fattori come la sostenibilità, la digitalizzazione e la trasparenza. Di conseguenza, i costi e i requisiti per la quotazione sono stati ulteriormente adeguati a riflettere queste dinamiche. Per quanto riguarda il mercato Euronext Milan (ex MTA, ha cambiato denominazione in seguito all'acquisizione di Borsa Italiana da parte del gruppo Euronext), rimangono invariati il flottante del 25% e i 3 bilanci certificati (dati disponibili sul sito di Borsa Italiana). Mentre prima però era necessaria una capitalizzazione di mercato di minimo 20 milioni di euro, adesso questo vincolo è stato incrementato a

40 milioni. Oltre all'obbligo di divulgazione dei dati semestrali, diventa obbligatorio per l'emittente avere anche un sito web. È opportuno anche parlare del mercato Euronext Growth Milan (ex AIM – Mercato Alternativo del Capitale), adatto alle PMI in quanto non richiede una capitalizzazione di mercato minima. Il flottante in questo caso ammonta al 10% (con almeno il 7.5% sottoscritto da minimo 5 investitori istituzionali) ed è richiesto solo un bilancio certificato.

Tabella 2 - Dettaglio costi Euronext Milan e Euronext Growth Milan. Fonte: Borsa Italiana.

	Corrispettivo ogni 1.000.000 di euro di capitalizzazione	Cap	Floor
Prima quotazione o ammissione	€ 250	€ 1.000.000	Euronext Milan: - Capitalizzazione <= 1 miliardo di euro: € 40.000 - Capitalizzazione > 1 miliardo di euro: € 100.000
			Euronext Growth Milan: - Capitalizzazione <= 20 milioni di euro: € 20.000 - Capitalizzazione > 20 milioni di euro: € 30.000
Corrispettivo annuale	-Fino a un miliardo di euro di capitalizzazione: € 51	€ 430.000	Euronext Milan: € 23.500
	-Da un miliardo di euro di capitalizzazione in poi: € 47		Euronext Growth Milan: € 18.000

In Tabella 2 viene riportato il dettaglio dei costi dei principali mercati di borsa italiana aggiornato a luglio 2024. In aggiunta ai corrispettivi elencati, agli emittenti che si avvalgono dell'infrastruttura di Borsa Italiana per la distribuzione di strumenti finanziari su Euronext Milan, si applicano ulteriori

corrispettivi basati sull'ammontare di capitale raccolto: fino a € 100 milioni il corrispettivo sul capitale raccolto è 0.30%, tra 100 e 300 milioni è 0.20%, tra 300 e 500 è 0.15% e per oltre 500 milioni è 0.10%.

2.4 Equity vs Debt Financing

Dopo un'attenta esplorazione del processo di quotazione in borsa e delle motivazioni sottostanti, diventa essenziale considerare che l'IPO non rappresenta l'unica via di finanziamento per un'azienda; esistono alternative da valutare. Oltre ai profitti reinvestiti e all'equity, una delle fonti di finanziamento più ampiamente utilizzate è il debito. Questa varietà di opzioni suscita interrogativi sul modo migliore per finanziare le attività aziendali.

Inoltre, è importante tenere presente che la politica fiscale e l'asimmetria informativa giocano un ruolo cruciale nella selezione della strategia finanziaria ottimale. I manager hanno spesso accesso a informazioni privilegiate sulla redditività futura dei progetti aziendali, creando un problema di selezione avversa, mentre gli azionisti non sono perfettamente in grado di valutare appieno gli sforzi dei manager, generando un rischio di azzardo morale.

Queste dinamiche sono state oggetto di una vasta letteratura, con un contributo fondamentale fornito da Modigliani e Miller nel loro lavoro del 1958, "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment". Il loro modello teorico, sebbene basato su ipotesi ideali di mercati perfetti (concorrenza, costi di transazione nulli, asimmetrie informative assenti, imprese e individui possono prendere a prestito allo stesso tasso e sono razionali), neutralità fiscale e assenza di costi di bancarotta, fornisce un importante punto di partenza per comprendere le implicazioni della struttura del capitale sul valore dell'azienda. Lasciando cadere queste ipotesi e tornando ad una situazione reale, è evidente che

le imperfezioni di mercato e le asimmetrie informative possono influenzare le decisioni di investimento e avere effetti significativi sul valore aziendale. Pertanto, diventa essenziale cercare un equilibrio ottimale tra le diverse fonti di finanziamento disponibili. La teoria del trade-off (Figura 6) suggerisce che la struttura ottima del capitale si trova nel punto in cui i benefici fiscali derivanti da un aumento del debito sono bilanciati dall'aumento del rischio di bancarotta.

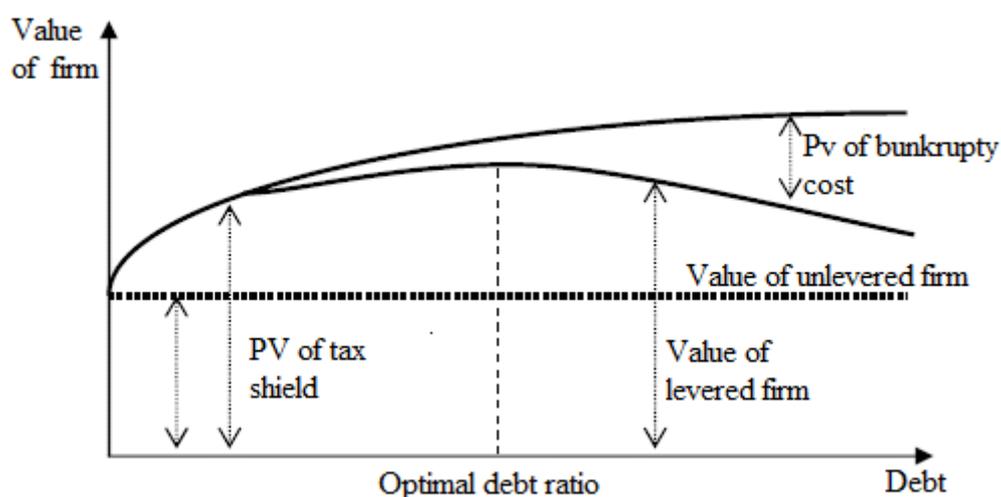


Figura 6 - Trade Off Theory.

Fonte: Ghazouani, Tarek. (2013). The Capital Structure Through the Trade-Off Theory: Evidence from Tunisian Firm.

Un'altra prospettiva importante per comprendere la struttura proprietaria delle imprese, basata sulle problematiche informative, è stata sviluppata da Jensen e Meckling nel 1976 con "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". Questo modello teorico identifica una serie di inefficienze nel funzionamento delle aziende, spesso legate alla gestione delle informazioni:

- Inefficienza ex-post: si verifica quando le azioni vengono vendute ad azionisti esterni e i manager/insider, che dispongono di informazioni privilegiate, sono incentivati a ridurre i loro sforzi (azione nascosta).

Questo comportamento può compromettere le performance aziendali e aumentare i costi d'agenzia.

- Inefficienza ex-ante: si manifesta quando gli investitori offrono meno fondi perché prevedono uno scarso impegno da parte dei manager. Questa aspettativa porta a una scelta sub-ottimale dei progetti di investimento, con conseguenze negative sulle prospettive di crescita e sul valore dell'azienda.

Tuttavia, Jensen e Meckling considerano il debito come una possibile soluzione a questi problemi. Sebbene l'utilizzo del debito possa comportare alcuni svantaggi, come complessità contrattuale, rischio di ristrutturazione e bancarotta, presenta anche importanti vantaggi. Ad esempio, i contratti di debito possono contenere clausole atte a ridurre la discrezionalità del manager e a fornire un maggiore controllo agli investitori esterni. Inoltre, si può incentivare i manager a massimizzare i propri sforzi per evitare il fallimento dell'azienda, migliorando così la governance e riducendo i conflitti tra insider e outsider (funzione disciplinante del debito). In sintesi, secondo questo modello, non esiste una struttura proprietaria universale e ottimale per ogni azienda. Piuttosto, la scelta dipende dalla necessità di minimizzare i costi d'agenzia per massimizzare il valore per gli azionisti.

Infine, il modello sviluppato da Myers e Majluf nel loro lavoro del 1984, "Corporate Financing and Investment Decision when Firms Have Information the Investors Do Not Have", propone un'interessante gerarchia delle fonti finanziarie. Attraverso lo studio dell'effetto delle asimmetrie informative sul prezzo delle emissioni di titoli, emerge che tali operazioni contengono informazioni significative per gli investitori.

In particolare, la decisione di non emettere segnala che il valore dei progetti che l'azienda intende intraprendere è modesto rispetto al valore dei suoi asset, costituendo una sorta di "good news" per gli azionisti attuali. Al contrario, l'emissione di nuove azioni per finanziare progetti

indica che il valore di tali iniziative è superiore al valore degli asset, suggerendo che l'azienda potrebbe essere sopravvalutata, un segnale definito come "bad news". Di conseguenza, i potenziali investitori potrebbero essere riluttanti ad acquistare azioni a un prezzo più elevato, generando un fenomeno di underpricing, che a sua volta influenza la propensione dell'azienda ad emettere azioni per finanziare nuovi progetti (underinvestment), con riflessi sul valore complessivo dell'impresa e sul suo sviluppo potenziale.

Per mitigare questo problema, è importante considerare il ricorso sequenziale al cash flow, ossia ai profitti interni reinvestiti, e al debito come fonti di finanziamento alternative (Figura 7). Inoltre, è consigliabile concentrare le emissioni di azioni nei periodi in cui l'informazione disponibile sulle prospettive aziendali è maggiore, al fine di ridurre l'incidenza dell'underpricing e massimizzare il valore per gli azionisti.

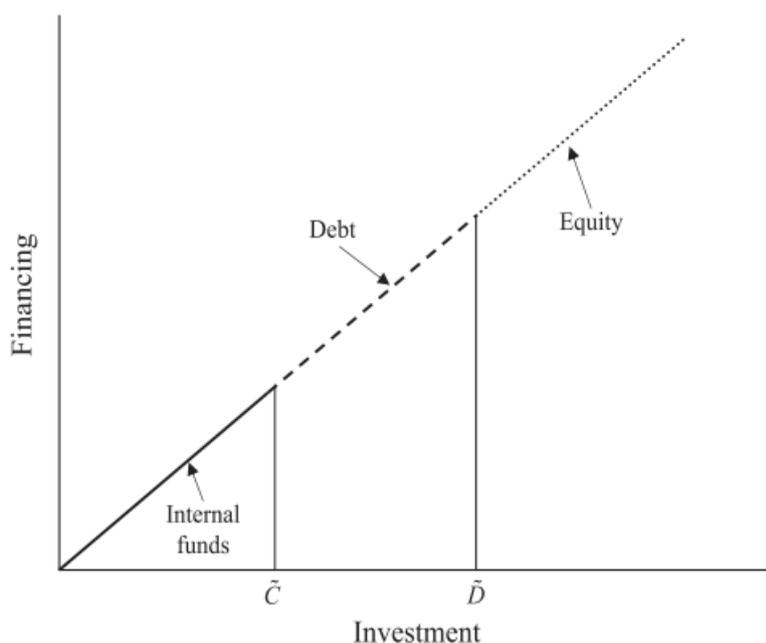


Figura 7 - Pecking Order Theory.

Fonte: Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2004). The Financing Hierarchy of the Pecking Order.

In conclusione, l'analisi dell'underpricing rappresenta un aspetto cruciale da considerare nel contesto della quotazione in borsa, poiché può avere significative implicazioni sul costo complessivo del finanziamento e sul valore dell'impresa. Tale argomento sarà ampiamente esplorato nel prossimo capitolo, evidenziando l'importanza di una gestione attenta e consapevole di questo fenomeno durante il processo decisionale aziendale.

3 IPO Underpricing

L'underpricing delle IPO è un fenomeno ampiamente esaminato e discusso nell'ambito della finanza aziendale e dei mercati finanziari. Si tratta di un concetto centrale che ha suscitato l'interesse di accademici, investitori e regolatori per le sue implicazioni sia teoriche sia pratiche. Questo capitolo si propone di esplorare in dettaglio le cause e le conseguenze di questo fenomeno attraverso un'analisi approfondita della letteratura e degli studi empirici. L'obiettivo è fornire una panoramica completa sull'argomento, contribuendo così alla comprensione e alla gestione dell'underpricing delle IPO nei mercati finanziari.

3.1 Introduzione all'underpricing delle IPO

L'underpricing delle IPO è un fenomeno complesso e significativo all'interno dei mercati finanziari. Si manifesta quando il prezzo di emissione iniziale delle azioni di una società quotata in borsa è fissato a un livello inferiore rispetto al loro valore di mercato al momento dell'offerta pubblica iniziale. In pratica, ciò significa che gli investitori che partecipano all'IPO hanno l'opportunità di acquistare azioni a un prezzo scontato rispetto al loro valore effettivo sul mercato. Questa sottovalutazione del prezzo di emissione può essere influenzata da una serie di fattori, tra cui aspetti psicologici del comportamento degli investitori, strategie di pricing delle banche d'affari e degli underwriters, nonché asimmetrie informative tra l'emittente e gli investitori. Questo fenomeno ha un impatto significativo sull'ecosistema finanziario, influenzando le decisioni di investimento degli attori di mercato e le strategie di finanziamento delle società. Inoltre, l'underpricing può avere implicazioni a lungo termine sul valore e sulla

reputazione delle società emittenti, oltre a sollevare questioni di stabilità ed efficienza dei mercati finanziari che richiedono l'attenzione dei regolatori. Comprendere appieno le dinamiche e le conseguenze dell'underpricing delle IPO è cruciale per gli investitori, le società emittenti e i regolatori al fine di gestire in modo efficace e responsabile il processo di quotazione in borsa e preservare l'integrità e la stabilità dei mercati finanziari.

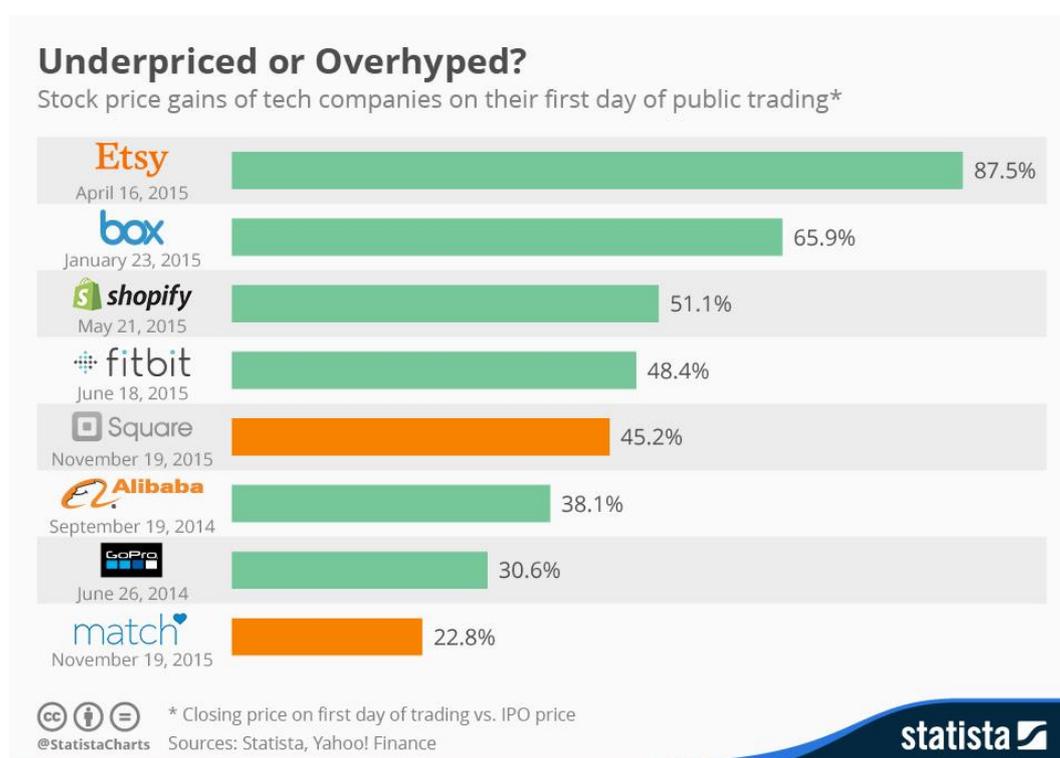


Figura 8 - Richter, Felix. "Underpriced or Overhyped?" Statista, Statista Inc., 20 Nov 2015, <https://www-statista-com.ezproxy.biblio.polito.it/chart/4041/2014-2015-tech-ipo/>

Sicuramente, da un lato, si riesce a generare interesse tra gli investitori, contribuendo a una più ampia partecipazione all'IPO e ad un maggiore sostegno del mercato per le azioni della società. Dall'altro, però si hanno implicazioni negative importanti che vanno considerate nel processo di pianificazione dell'IPO. Innanzitutto, la riduzione dei ricavi per la società è significativa. Quando le azioni vengono valutate al di sotto del loro valore di mercato effettivo, la società ottiene meno fondi rispetto a quanto

potrebbe ottenere in condizioni normali (si dice, in gergo, che “ha lasciato soldi sul tavolo”, dall’inglese “*money left on the table*”). Questo ridotto afflusso di capitali può avere una serie di conseguenze negative sulle prospettive future dell’azienda. Ad esempio, può limitare le risorse disponibili per effettuare investimenti, finanziare progetti o sostenere l’espansione che magari si era pianificato di fare con i ricavi della quotazione. Inoltre, si può andare a compromettere la capacità dell’azienda di affrontare eventuali sfide impreviste o di capitalizzare su opportunità di crescita che potrebbero emergere nel corso del tempo.

Bisogna anche considerare che, con l’underpricing, si hanno incentivi disallineati tra la società e i suoi investitori. Quando le azioni vengono sottostimate, gli investitori potrebbero essere più inclini a focalizzarsi sui guadagni a breve termine piuttosto che sull’obiettivo di costruire una crescita sostenibile a lungo termine per l’azienda. Questo può generare uno squilibrio negli obiettivi e nelle strategie di investimento, compromettendo la stabilità e la continuità. Inoltre, una base di investitori orientati al breve termine potrebbe influenzare negativamente le decisioni strategiche dell’azienda, spingendola a privilegiare risultati a breve termine a scapito di una visione più ampia e di lungo periodo.

Un altro effetto negativo dell’underpricing è rappresentato dalla segnalazione negativa che genera nei confronti del mercato. Una valutazione inferiore al valore reale delle azioni fa sorgere dei dubbi sulla solidità e sulle prospettive future dell’azienda, minando la fiducia degli investitori e compromettendo le performance a lungo termine dell’azienda stessa. Questo clima di incertezza influenza negativamente la percezione del mercato nei confronti dell’azienda, rendendo più difficile ottenere investimenti e supporto finanziario. Inoltre, una reputazione compromessa ha effetti a cascata sull’immagine e sulla capacità di attirare talenti, partner commerciali e clienti, compromettendo ulteriormente il potenziale di crescita e il successo nel lungo periodo. Inoltre, l’underpricing contribuisce ad aumentare la volatilità del prezzo delle azioni dell’azienda. Quando le

azioni vengono vendute a un prezzo inferiore al loro valore reale, si possono generare fluttuazioni più o meno ampie nel prezzo sul mercato; questa maggiore volatilità, su cui intervengono, di solito, gli *underwriters*, contribuisce ad aumentare l'incertezza tra gli investitori, influenzando la stabilità e la fiducia nel mercato azionario.

In sintesi, sebbene l'underpricing possa inizialmente generare interesse e attenzione per un'IPO, le sue conseguenze negative possono avere un impatto significativo sull'azienda e sui suoi investitori nel lungo periodo. Pertanto, è fondamentale che le aziende valutino attentamente i potenziali rischi e adottino una strategia di prezzo che sia in linea con i loro obiettivi e le loro prospettive a lungo termine.

3.2 Cause e teorie dell'underpricing

L'underpricing delle IPO costituisce un argomento di grande rilevanza nell'ambito della finanza aziendale e dei mercati finanziari; nonostante la sua apparente semplicità, il processo di valutazione delle azioni durante un'offerta pubblica iniziale coinvolge una serie di fattori e teorie più o meno complesse. Questo fenomeno ha suscitato l'interesse e la curiosità di accademici, investitori e regolatori per un periodo di tempo significativo, dando origine a una vasta gamma di modelli e ipotesi concettuali che cercano di spiegare la sua complessità. Un contributo fondamentale allo studio di questo argomento è stato offerto da Ljungqvist nel 2004 con "Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance – Chapter 3.4: IPO Underpricing". In tale lavoro, vengono esaminati e illustrati i principali modelli teorici e concettuali che si focalizzano sul problema, contribuendo così alla comprensione del fenomeno e a gettare luce sui meccanismi che lo sottendono.

Nel tentativo di comprendere appieno i meccanismi che guidano l'underpricing delle IPO, sono state identificate quattro macrocategorie di

teorie principali che fungono da pilastri concettuali nella ricerca in questo campo: informazione asimmetrica, ragioni istituzionali, considerazioni sul controllo e approcci comportamentali. Ogni categoria offre una lente attraverso cui analizzare e interpretare il fenomeno complesso dell'underpricing delle IPO. Al centro di ogni IPO si trovano tre attori chiave: l'impresa emittente, la banca sottoscrittrice e gli investitori. Le teorie basate sull'informazione asimmetrica, che sono tra le più consolidate e studiate, presuppongono che una delle parti coinvolte abbia accesso a informazioni più dettagliate e accurate rispetto alle altre. Un modello ampiamente noto che si basa su questa asimmetria informativa è la "maledizione del vincitore" (winner's curse) formulata dallo studioso Rock.

Secondo la teoria della "maledizione del vincitore", alcuni investitori sono meglio informati sul vero valore delle azioni offerte rispetto agli altri partecipanti, inclusa l'impresa emittente e la banca sottoscrittrice. Di conseguenza, questi investitori ben informati selezionano e investono solo nelle IPO con un prezzo di emissione che ritengono essere conveniente, mentre gli investitori meno informati agiscono in modo indiscriminato. Ciò porta a una situazione in cui gli investitori meno informati, non essendo in grado di distinguere le IPO più vantaggiose da quelle meno convenienti, finiscono per subire la "maledizione del vincitore". Sulle IPO meno convenienti, tali investitori ricevono la quota di azioni richiesta, mentre su quelle più vantaggiose, la loro richiesta viene superata dagli investitori meglio informati. Di conseguenza, i ritorni degli investitori meno informati sono condizionati dall'allocazione delle azioni e tendono ad essere inferiori alla media dei ritorni dell'underpricing. In alcuni casi estremi, gli investitori meno informati possono essere completamente esclusi dalle IPO più vantaggiose, ricevendo invece la piena allocazione nelle offerte meno convenienti. Questo scenario porta a rendimenti medi negativi per gli investitori meno informati, poiché sono esclusi dalle opportunità più redditizie e costretti a investire in offerte meno convenienti. Quando i rendimenti attesi delle azioni sono negativi, gli investitori meno informati

tendono a ritirarsi dal mercato, lasciandolo dominato esclusivamente dagli investitori meglio informati. Tuttavia, la teoria di Rock suggerisce che per il corretto funzionamento del mercato primario delle IPO è necessaria la partecipazione continua degli investitori meno informati. Questo perché la domanda generata dagli investitori informati da sola potrebbe non essere sufficiente a soddisfare l'offerta di azioni delle IPO vantaggiose. Di conseguenza, affinché gli investitori meno informati siano incentivati a partecipare al mercato, è essenziale che i rendimenti attesi delle azioni non siano negativi, ma almeno pari al tasso di rendimento medio. In altre parole, è necessario che tutte le IPO presentino un certo grado di underpricing atteso. Questo meccanismo garantisce una partecipazione costante di tutti gli investitori sul mercato, anche se comporta un costo evidente per le imprese emittenti. In questo contesto, la banca sottoscrittrice assume un ruolo cruciale nel bilanciare la pratica dell'underpricing per garantire la partecipazione continua degli investitori senza esagerare, al fine di evitare una competizione eccessiva sul mercato dei sottoscrittori. Questa delicatezza nell'equilibrare gli interessi delle imprese emittenti e degli investitori rivela la complessità dei rapporti nel processo di IPO e la necessità di trovare un compromesso tra la stabilità del mercato e gli incentivi economici delle parti coinvolte.

Proseguendo nell'analisi dei modelli informativi, emergono teorie sulla rivelazione delle informazioni nel contesto delle IPO. Seguendo l'assunto di Rock secondo il quale alcuni investitori possiedono una conoscenza più approfondita rispetto ad altri, il compito cruciale per la banca sottoscrittrice diviene l'estrazione di tali informazioni da questi investitori prima di stabilire il prezzo dell'offerta. Tuttavia, in assenza di incentivi adeguati, gli investitori potrebbero essere riluttanti a rivelare informazioni positive, poiché ciò potrebbe aumentare i prezzi delle azioni riducendo così i loro potenziali profitti. Al contrario, esiste un forte incentivo per gli investitori a fornire informazioni fuorvianti o addirittura false, inducendo l'idea che le prospettive future dell'impresa non siano così promettenti come in realtà sono, al fine di stabilire un prezzo d'offerta più basso. Di conseguenza, la

sfida cruciale per la banca sottoscrittrice consiste nel creare un meccanismo che incoraggi gli investitori a divulgare le proprie informazioni in modo veritiero, assicurando che sia nel loro miglior interesse farlo. Questo complesso dilemma evidenzia la necessità di sviluppare strategie e incentivi appropriati per garantire che il processo di rivelazione delle informazioni avvenga in modo trasparente e accurato, contribuendo così a una valutazione più equa e accurata delle azioni durante un'IPO. In tal modo, si promuove una maggiore fiducia e stabilità nei mercati finanziari, consentendo alle imprese emittenti di ottenere prezzi di emissione più appropriati e sostenibili nel lungo termine. Dalle ricerche di Benveniste e di altri studiosi emerge la possibilità di sviluppare una strategia specifica in determinate circostanze. Dopo aver raccolto le indicazioni di interesse degli investitori, la banca sottoscrittrice potrebbe adottare un approccio mirato nell'allocazione delle azioni. Questo potrebbe significare assegnare un numero limitato o addirittura nessuna azione agli investitori che adottano una posizione conservativa. Tale pratica è finalizzata a mitigare l'incentivo per gli investitori a distorcere le informazioni positive, poiché una tale distorsione potrebbe comportare l'esclusione dall'IPO. D'altra parte, gli investitori che adottano una posizione più aggressiva e, di conseguenza, rivelano informazioni favorevoli, potrebbero essere ricompensati con un'allocazione significativamente maggiore di azioni. In questo modo, si crea un sistema di incentivazione che premia la divulgazione accurata e trasparente delle informazioni rilevanti per l'IPO. Tuttavia, affinché tale sistema sia efficace, è necessario che ci sia una certa dose di underpricing, ovvero che il prezzo di emissione delle azioni sia leggermente inferiore al loro valore di mercato effettivo. Questo assicura che gli investitori siano incentivati a partecipare attivamente e a rivelare informazioni utili, contribuendo così a un processo di determinazione del prezzo più equo e accurato durante un'IPO. Quindi, nonostante ci sia underpricing, l'impresa trae beneficio dall'estrazione di informazione positiva in modo da alzare in prezzo d'offerta; comunque, più rilevante e positiva è l'informazione (e quindi è più alto l'incentivo a

trattenerla), più è alto l'underpricing. Se però sottoscrittori e investitori istituzionali si incontrano ripetutamente nel mercato dell'IPO, il costo di acquisizione delle informazioni può essere ridotto: infatti, in un gioco ripetuto, gli investitori devono pesare il guadagno ottenuto un'unica volta mentendo contro la possibilità di essere esclusi da tutte le IPO gestite da un certo sottoscrittore. Questo implica che le banche più attive nel mercato hanno un vantaggio naturale: riescono ad avere la cooperazione degli investitori in modo meno costoso delle banche meno attive, oltre ad avere la possibilità di fare "bundle" di offerte nel tempo. Dunque, nonostante l'underpricing, le imprese possono trarre vantaggio dall'estrazione di informazioni positive per alzare il prezzo d'offerta. Tuttavia, è importante notare che maggiore è la rilevanza e la positività delle informazioni (e quindi l'incentivo a trattenerle), maggiore sarà l'underpricing. Comunque, quando sottoscrittori e investitori istituzionali partecipano regolarmente al mercato delle IPO, il costo associato all'acquisizione delle informazioni può diminuire. In un contesto di gioco ripetuto, gli investitori devono considerare attentamente il beneficio a breve termine derivante dall'occultamento di informazioni rispetto al rischio di essere esclusi da tutte le IPO future gestite da un determinato sottoscrittore. Di conseguenza, le banche d'investimento più attive nel mercato hanno un vantaggio naturale: possono ottenere la cooperazione degli investitori in modo più efficiente rispetto alle banche meno attive. Inoltre, hanno la possibilità di combinare diverse offerte nel tempo, creando pacchetti di offerte che possono essere presentate agli investitori in modo più strategico e redditizio.

Sono stati sviluppati anche modelli di principale-agente per spiegare situazioni in cui si sono riscontrati accordi (e sanzioni) tra il sottoscrittore e gli investitori istituzionali, consentendo alla banca di trarre vantaggio dall'underpricing. In queste circostanze, la banca deve considerare un trade-off tra il guadagno percentuale derivante dall'IPO (direttamente proporzionale ai proventi dell'IPO) e i vantaggi ottenuti sotto forma di denaro o altri favori dagli investitori in cambio di underpricing. L'elevato

vantaggio informativo della banca rispetto all'impresa emittente crea un problema di azzardo morale, poiché lo sforzo della banca nell'affrontare questo aspetto non è osservabile. Questi problemi sono solitamente risolti nei modelli principale-agente tramite un menu di contratti proposti dall'impresa alla banca. Questi contratti possono variare in base alla domanda del mercato e includere una combinazione di percentuale del guadagno derivante dai proventi dell'IPO e il prezzo di emissione delle azioni. Ad esempio, se la domanda è bassa, la banca potrebbe optare per una percentuale elevata del guadagno e un prezzo di emissione più basso, mentre in caso di domanda elevata, potrebbe ridurre la percentuale del guadagno e alzare il prezzo delle azioni. Questo meccanismo permette di ottimizzare lo sforzo della banca in relazione alla domanda di mercato, garantendo una maggiore efficienza nella determinazione del prezzo dell'IPO. Inoltre, è importante notare che maggiore è l'incertezza sul valore dell'impresa, maggiore sarà l'asimmetria informativa e la dipendenza dal servizio offerto dalla banca, il che potrebbe portare a un aumento dell'underpricing.

Infine, ci sono teorie come quella di Ibbotson, che vedono l'underpricing come un segnale della qualità d'impresa che non è replicabile da chi invece ha bassa qualità. Supponendo infatti che l'impresa acquisisca fondi in due tempi, l'IPO e la fase successiva, si cerca di lasciare soddisfatti gli investitori lasciando più soldi sul tavolo e, una volta che emerge la vera qualità, ricevere ancora più fondi. Chi non ha la qualità necessaria si troverebbe davanti al rischio di perdere troppi proventi dall'IPO e di non ricevere molto neanche dopo perché presto emergerebbe la sua vera natura, evitando quindi di lanciare questo segnale.

Dopo aver esaminato i modelli che si concentrano sull'asimmetria informativa, è possibile passare a vedere le ragioni di natura istituzionale, che offrono tre principali spiegazioni sull'underpricing delle IPO. La prima spiegazione, proposta da Logue e Ibbotson, suggerisce che le imprese praticano l'underpricing deliberatamente per evitare azioni legali da parte

degli investitori insoddisfatti della performance delle azioni dopo l'IPO. Tuttavia, è importante sottolineare che questo rischio varia da paese a paese e potrebbe non essere significativo ovunque. La seconda spiegazione istituzionale riguarda il controllo del prezzo garantito dalla pratica di stabilizzazione svolta dal sottoscrittore. Questa pratica viene adottata per mantenere stabile il prezzo delle azioni durante il periodo immediatamente successivo all'IPO, mitigando così la volatilità del mercato e fornendo un ambiente più sicuro per gli investitori. La terza spiegazione suggerisce che ci possono essere vantaggi fiscali nell'underpricing delle azioni. Questo significa che in alcune situazioni, le imprese possono beneficiare di agevolazioni fiscali o di altri vantaggi finanziari se praticano l'underpricing durante l'IPO: di conseguenza, in base alla situazione specifica, i manager delle imprese devono valutare attentamente i potenziali vantaggi fiscali e i costi associati all'underpricing.

Quando si esamina la dinamica della proprietà e del controllo nelle IPO, emergono due approcci contrapposti. Secondo Brennan e Franks, l'underpricing rappresenta un'opportunità per i manager di preservare i loro benefici privati derivanti dal controllo dell'impresa. Questo concetto si basa sull'idea che concedere una quota considerevole di azioni agli investitori esterni aumenta il rischio di perdere il controllo decisionale sull'azienda perché, se monitorano, si accorgono del fatto che i manager non stanno massimizzando il valore dell'impresa, bensì dei propri benefici. Di conseguenza, l'assegnazione di piccole quote di azioni agli investitori esterni può ridurre il monitoraggio, poiché si creano problemi di free riding. Inoltre, una maggiore dispersione dell'azionariato può diminuire la probabilità di scalate ostili da parte di investitori esterni. In questo contesto, l'underpricing diventa uno strumento per stimolare la domanda di azioni e permettere ai manager di distribuire le azioni agli investitori in modo più diffuso e meno concentrato. Tuttavia, se i manager possiedono una parte significativa delle azioni, si adotta un approccio completamente diverso. In questa prospettiva, i manager tendono a minimizzare i benefici privati derivanti dal controllo aziendale, soprattutto se i costi associati sono

elevati. Seguendo questa logica, Stoughton e Zechner suggeriscono che i manager preferiscono offrire una quantità significativa di azioni agli investitori, in modo che siano questi ultimi a sopportare i costi del monitoraggio. Pertanto, l'underpricing assume un ruolo importante come incentivo per gli investitori ad acquistare azioni, specialmente se l'allocazione delle azioni non è ancora ottimale.

Tabella 3 - Principali teorie sull'underpricing descritte da Ljungqvist

Teorie sull'underpricing	Informazione asimmetrica	Winner's curse
		Rivelazione informazioni
		Principale-Agente
		Segnalazione qualità
	Ragioni istituzionali	Evitare azioni legali
		Stabilizzazione prezzo
		Fattori fiscali
	Proprietà e controllo	Tenere il controllo
		Ridurre i costi d'agenzia
	Approcci comportamentali	Cascade informative
		Investitori irrazionali
		Bias comportamentali

Tra le teorie che cercano di spiegare l'underpricing, esiste anche una branca meno consolidata, ovvero quella degli approcci comportamentali. Questi modelli si basano sull'idea che gli investitori non sempre agiscono razionalmente. In altre parole, potrebbero esserci investitori che, spinti da emozioni o convinzioni personali, sovrastimano il valore delle azioni di un'offerta pubblica iniziale. Di conseguenza, il prezzo di queste azioni risulta superiore al loro reale valore di mercato. Inoltre, gli approcci comportamentali suggeriscono che le imprese che emettono azioni potrebbero essere influenzate da bias comportamentali. Ad esempio, potrebbero non esercitare abbastanza pressione sulle banche

sottoscrittrici per ottenere una riduzione dell'underpricing. Questo comportamento potrebbe derivare da aspetti psicologici o da dinamiche sociali all'interno delle organizzazioni.

3.3 Evidenze empiriche e strategie

L'underpricing è un fenomeno ben documentato nei mercati finanziari, caratterizzato da un significativo aumento del prezzo delle azioni di una società nel primo giorno di negoziazione successivo a un'IPO. Gli studi di Logue (1973) e Ibbotson (1975) hanno inizialmente osservato questo fenomeno, mostrando che le azioni emesse tendono a essere sottovalutate al momento dell'offerta iniziale, con una media storica di underpricing del 19% negli Stati Uniti a partire dagli anni '60 .

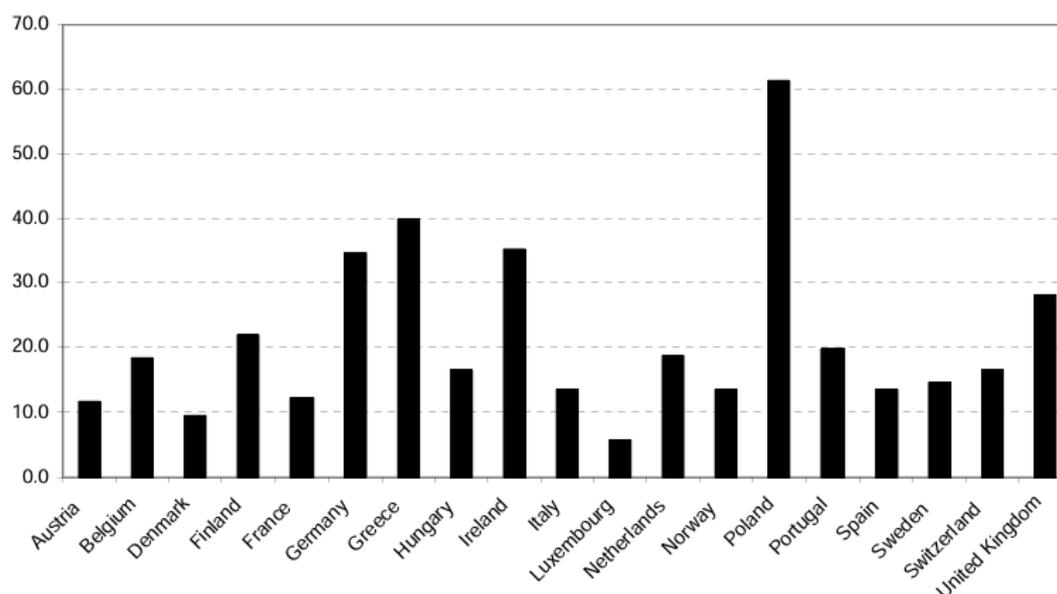


Figura 9 - Underpricing in Europa, 1990-2003. Fonte: Handbooks in finance-IPO underpricing, Ljungqvist.

L'underpricing non è costante nel tempo; per esempio, durante il boom delle dot-com alla fine degli anni '90, l'underpricing medio ha raggiunto picchi del 71% nel 1999 e del 57% nel 2000. Questo ha comportato

un'enorme quantità di capitale "lasciato sul tavolo" dalle società emittenti, stimata in 62 miliardi di dollari nei soli anni 1999 e 2000 negli Stati Uniti.

A livello globale, l'entità dell'underpricing varia notevolmente da paese a paese. In Europa, ad esempio, l'underpricing è stato significativamente inferiore in Francia rispetto alla Germania, come si può notare in Figura 9. In Asia, l'underpricing tende a essere più elevato rispetto all'America Latina, riflettendo differenze istituzionali e di mercato tra le diverse regioni.

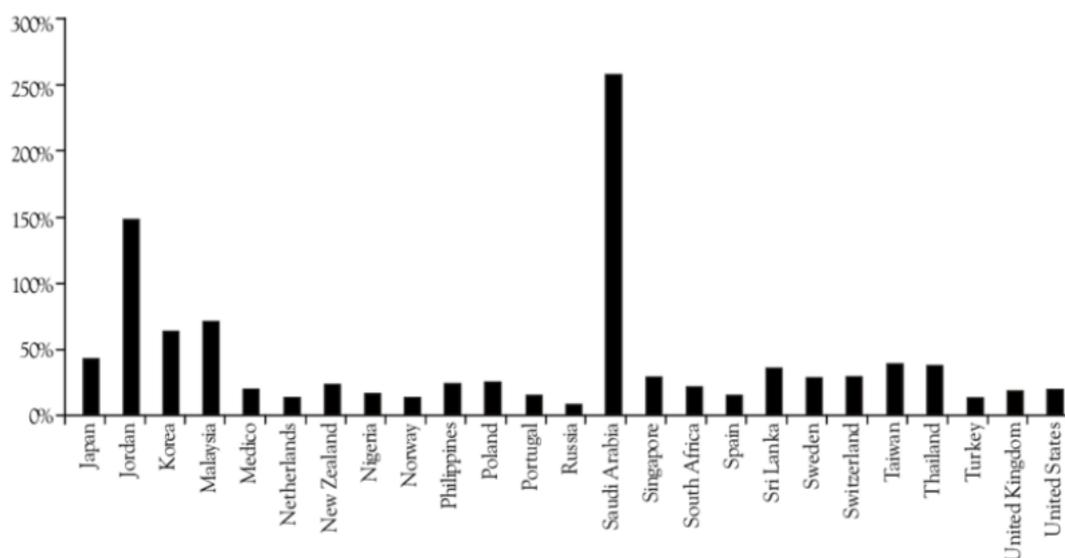


Figura 10 - Underpricing, confronto internazionale. Fonte: Loughran et al. (1994, uploaded 2012), Initial Public Offering: International Insights.

Grazie all'analisi delle cause e delle principali teorie sull'underpricing, dal lavoro di Ljungqvist emergono anche delle possibili soluzioni e strategie per cercare di mitigare questo fenomeno, che rappresenta un costo involontario per l'emittente. Questi approcci si concentrano principalmente sulla riduzione delle asimmetrie informative, sull'ottimizzazione delle azioni dell'emittente e sull'uso di metodologie alternative per la determinazione del prezzo, su interventi regolamentari e pratiche di mercato.

Uno dei modi più efficaci per ridurre l'underpricing è l'assunzione di sottoscrittori di alta reputazione. Secondi studi di Booth e Smith (1986), le banche con una reputazione migliore sono in grado di certificare la qualità

dell'emissione, riducendo così l'incentivo degli investitori a produrre informazioni proprie e mitigando il problema della "maledizione del vincitore". Inoltre, può servire come un segnale di alta qualità dell'azienda, incrementando la fiducia degli investitori e riducendo l'underpricing.

Un'altra possibilità è quella di introdurre variazioni nel processo di quotazione: un esempio recente di questa strategia è l'IPO di Google, che ha utilizzato un'asta per determinare il prezzo delle azioni. Questo approccio, sebbene insolito, ha il potenziale di ridurre l'underpricing eliminando l'intermediazione tradizionale dei sottoscrittori. Le aste possono aumentare la trasparenza del processo di pricing e assicurare che il prezzo d'offerta rifletta più accuratamente la domanda di mercato.

Per quanto riguarda gli emittenti, possono intraprendere azioni costose per ridurre l'underpricing fino al punto in cui il costo marginale di ridurre ulteriormente l'underpricing eguaglia il beneficio marginale, ovvero la riduzione della perdita di ricchezza che questo implica. Oltre a scegliere intermediari prestigiosi come già detto prima, sempre valutando fino a che punto sia conveniente, può essere efficace fornire informazioni dettagliate e trasparenti sull'azienda e sulle sue prospettive future. Ciò può comportare costi legati alla preparazione e alla divulgazione di rapporti finanziari completi e audit estensivi, ma la trasparenza riduce le asimmetrie informative e aumenta la fiducia degli investitori, riducendo così l'underpricing. Se il costo di una divulgazione completa fosse troppo elevato, si potrebbe pensare di fornire informazioni mirate che rispondono alle principali preoccupazioni degli investitori. Altre azioni prevedono un buon dimensionamento dell'offerta per fare in modo che si adatti al livello della domanda, o una strategia di allocazione delle azioni tra investitori istituzionali e retail, in quanto i primi sono spesso più informati e possono valutare meglio il valore delle azioni, riducendo il rischio di underpricing. Si potrebbero anche fare investimenti significativi in attività di marketing e roadshow per aumentare la visibilità dell'IPO e attirare una base più ampia di investitori. Il punto cruciale di questo approccio sta sempre nel

considerare attentamente il trade-off tra i costi di azioni preventive e i benefici derivanti dalla riduzione dell'underpricing. È importante anche considerare il ruolo della regolamentazione e delle pratiche di mercato. In alcuni mercati, come quello di Atene, i limiti di volatilità giornaliera possono influenzare l'entità dell'underpricing: le regolamentazioni che limitano le fluttuazioni di prezzo possono ritardare l'equilibrio tra domanda e offerta, rendendo necessario misurare l'underpricing su finestre temporali più lunghe. Tali interventi possono contribuire a stabilizzare il mercato e a ridurre le distorsioni nei prezzi delle IPO.

Queste strategie aiutano gli emittenti a ottimizzare i risultati delle loro IPO, riducendo le perdite di ricchezza associate all'underpricing; adottando queste misure, le aziende possono migliorare l'efficienza del processo e ottenere valutazioni più accurate e favorevoli nel mercato.

4 PMI: impatto ed evoluzione

In questa tesi sono stati esplorati temi fondamentali dell'economia contemporanea come i mercati finanziari e le offerte pubbliche iniziali: questi influenzano il modo in cui le imprese accedono al capitale necessario per la crescita e lo sviluppo. Non tutte le imprese vivono il momento della quotazione allo stesso modo, e la differenza può diventare ancora più evidente distinguendo tra grandi imprese, le cui IPO ricevono spesso l'attenzione dei media e degli investitori, e PMI che, come verrà ampiamente spiegato nel corso del capitolo, costituiscono la spina dorsale delle economie nazionali e globali, creando posti di lavoro e portando innovazione. Gli ostacoli che queste ultime incontrano sono molti, come un accesso limitato a certe fonti di finanziamento e risorse umane limitate, ma tendono a essere più flessibili e innovative, contribuendo significativamente al PIL e alla promozione di un'economia più sostenibile e inclusiva.

4.1 Definizione e requisiti

Prima di entrare nel vivo della trattazione, è opportuno dare un contesto e spiegare cosa si intende per Piccole e Medie Imprese. Quando si parla di PMI, si fa riferimento alle imprese che soddisfano precisi criteri stabiliti dalla Raccomandazione n.2003/361/EC della Commissione Europea del 6 maggio 2003. In particolare, un'impresa, per rientrare in questa categoria deve avere:

- Meno di 250 occupati
- Un totale di bilancio annuo al massimo di 43 milioni di euro oppure un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro.

In questa normativa si fa un'ulteriore suddivisione in micro e piccole imprese. Le piccole hanno un totale di bilancio o un fatturato annuo non superiore a 10 milioni, e meno di 50 occupati; per le microimprese, invece, si ha un limite di 2 milioni per il fatturato o per il totale di bilancio annuo, e meno di 10 occupati. Questa distinzione, ovviamente, non è fine a se stessa, ma serve ad avere un punto di riferimento comune per poter applicare normative e policy speciali e per distinguere i bisogni, le opportunità, i vincoli e i processi che variano in base alle dimensioni scelte per effettuare la classificazione.

La Commissione Europea stessa spiega perché sia necessaria una definizione, affermando che gli obiettivi con cui sono stati scelti i parametri di separazione tra le categorie consistevano nell'assicurarsi che le imprese che ne hanno più bisogno ricevano supporto e abbiano misure speciali che riducano il peso amministrativo, e che abbiano un aiuto ulteriore a ricevere supporto pubblico e capitale. Inoltre, si cerca di dare coerenza ed efficacia nel modo in cui le policy intervengono sulle varie imprese, limitando le distorsioni della competizione. Ovviamente, scegliere dei confini tra categorie non è mai semplice e, se da un lato si va a sostenere e favorire un determinato gruppo di imprese, ecco che le imprese che non rispettano i parametri per poco sono quelle che più sono in difficoltà. Per questo la Commissione si è riunita più volte per decidere se rivedere questa definizione e magari implementare dei cambiamenti. Effettivamente sono state individuate le sfide a livello di peso regolatorio che queste imprese che non rientrano per poco nella categoria di PMI, ma si è anche notato che sono problemi non specificamente legati alla definizione e, che, comunque, riguardano un segmento molto piccolo di imprese: per questo motivo la scelta è stata confermata.

Le varie riunioni fatte dalla Commissione in seguito all'introduzione della definizione di PMI hanno trovato vari riscontri positivi: è stata limitata la proliferazione di tante definizioni formando così una sorta di standard comune nell'UE; è stata fornita la flessibilità necessaria per adattarsi ai

requisiti di aree con policy particolari; più della metà degli stati UE hanno applicato questa definizione, con i rimanenti che hanno introdotto solo qualche piccola variazione per adattarla allo specifico contesto economico.

L'Unione Europea ha poi emanato altre due direttive su questa distinzione tra le categorie di imprese che vanno a completare e integrare la raccomandazione del 2003. Questa rimane ancora il punto di riferimento ed è fondamentale per l'accesso ai finanziamenti, ai programmi di sostegno e ad altre risorse riservate alle PMI, garantendo che solo chi rientra in queste categorie possa beneficiare delle politiche e dei programmi dell'UE.

La direttiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 si occupa degli obblighi di informazione finanziaria e stabilisce le regole per la redazione, la presentazione e la pubblicazione dei bilanci d'esercizio e dei bilanci consolidati. Introduce quindi soglie finanziarie per micro, piccole, medie e grandi imprese, portando semplificazioni per le microimprese per ridurre gli oneri amministrativi. Lo scopo è quello di migliorare la trasparenza finanziaria delle imprese e di facilitare la comparabilità dei bilanci tra i diversi stati membri.

La direttiva 2023/2775 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2023 modifica la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda le informazioni sulla sostenibilità delle imprese. Introduce nuovi obblighi per le imprese riguardo la divulgazione di informazioni non finanziarie, focalizzandosi sulle pratiche di sostenibilità, inclusi i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG); prevede quindi l'ampliamento delle imprese soggette a questi obblighi di divulgazione, includendo non solo le grandi imprese ma anche le PMI in certi contesti. L'obiettivo è quello di migliorare la trasparenza e la responsabilità delle imprese riguardo l'impatto ambientale e sociale delle loro attività, contribuendo alla transizione verso un'economia sostenibile.

La Tabella 4 riassume le soglie previste da ogni direttiva. Per la direttiva 2003/361 un'impresa rientra in una delle categorie se rispetta il numero di occupati congiuntamente ad almeno uno tra il vincolo di fatturato e il vincolo di totale di bilancio. Per le altre direttive, invece, basta che almeno due dei tre vincoli siano rispettati.

Tabella 4 - Direttive europee sulle PMI.

		Occupati	Fatturato (milioni €)	Tot. Bilancio (milioni €)
Direttiva 2003/361	Micro	< 10	<= 2	<= 2
	Piccole	< 50	<= 10	<= 10
	Medie	< 250	<= 50	<= 43
Direttiva 2013/34	Micro	< 10	<= 0.7	<= 0.35
	Piccole	< 50	<= 8	<= 4
	Medie	< 250	<= 40	<= 20
Direttiva 2023/2775	Micro	< 10	<= 0.9	<= 0.45
	Piccole	< 50	<= 10	<= 5
	Medie	< 250	<= 50	<= 25

4.2 Ruolo delle PMI nell'economia

Le PMI rappresentano la spina dorsale dell'economia mondiale in quanto giocano un ruolo cruciale non solo nel promuovere la crescita, ma anche nel garantire la stabilità sociale e l'innovazione tecnologica; sono spesso considerate il motore dell'economia per diverse ragioni che vanno dalla loro flessibilità operativa alla loro capacità di adattarsi rapidamente alle condizioni di mercato in evoluzione.

In "The Role of SMEs in Modern Economy", Savlovski e Robu affrontano l'argomento ricordando che inizialmente ogni azienda, prima di diventare grande, è passata da questo stato. Proprio per questo motivo, le PMI rappresentano per le grandi imprese il mondo da cui vengono e da cui verrà la competizione in futuro. Rappresentano il primo passo verso il mondo degli imprenditori ma anche magari il primo lavoro, il primo passo verso la carriera o verso il mondo degli imprenditori: per l'economia nel suo insieme aiutano a lanciare nuove idee o ad utilizzare efficacemente le risorse. Dal report annuale sulle PMI europee rilasciato dalla Commissione Europea si nota che questo segmento di imprese è senza dubbi predominante nell'economia (Figura 11): rappresenta più del 99% di tutte le imprese, influenzando in gran parte anche il numero di impiegati.

I vantaggi e le implicazioni che queste imprese offrono emergono chiaramente quando si considera infatti il loro significativo contributo all'occupazione. Sono dei veri e propri motori di creazione di posti di lavoro, rappresentando una leva fondamentale per l'espansione economica e la stabilità sociale: è importante sottolineare che generano il 64% dei posti di lavoro, una percentuale sorprendente che evidenzia il loro impatto tangibile sulla forza lavoro e sull'economia nel suo complesso.

Class size	Number of enterprises		Number of persons employed	
	Number	Share	Number	Share
Micro	22 744 173	93,5%	38 790 351	29,4%
Small	1 332 200	5,5%	25 602 334	19,4%
Medium-sized	204 786	0,8%	20 493 722	15,5%
SMEs	24 281 159	99,8%	84 886 407	64,4%
Large	43 112	0,2%	46 918 978	35,6%
Total	24 324 271	100,0%	131 805 385	100,0%

Figura 11 - Numero di imprese e di lavoratori per ogni classe di imprese. Fonte: Annual Report on European SMEs 2022/2003, European Commission.

Essendo l'ambiente economico in continuo mutamento, per le imprese che desiderano prosperare e mantenere la loro competitività, è diventata una virtù indispensabile la capacità di adattamento. Le PMI in particolare possono rispondere rapidamente alle mutevoli esigenze di mercato grazie alla loro flessibilità, agilità decisionale e alle dimensioni più contenute: è proprio grazie a questo che riescono a adattare i loro prodotti, servizi e processi aziendali rapidamente e in modo efficiente, in modo da garantire un allineamento costante con le richieste e le aspettative dei clienti. Non è da sottovalutare quest'adattamento rapido e mirato che porta vantaggi non solo dal punto di vista microeconomico, ma anche macroeconomico, con implicazioni significative: agiscono come un contrappeso naturale alle grandi aziende, rappresentando un fattore di bilancio per il potere di mercato delle imprese dominanti, e promuovono la concorrenza favorendo un mercato più aperto e dinamico, contrastando il rischio di monopolio e oligopolio con la loro presenza dinamica e diversificata. Inoltre, considerando che ci sono nicchie di mercato che sfuggono alle grandi imprese, ecco che la vicinanza ai bisogni e alle necessità del cliente diventa un'opportunità per le PMI di sfruttare uno spazio vitale per la diversificazione e l'innovazione. Si tratta di un processo che contribuisce

ad avere un contesto economico più stabile e resiliente, che alimenta la crescita economica su scala locale ma anche internazionale per potere affrontare con successo le sfide e le incertezze offerte dal panorama economico contemporaneo.

Infine, le PMI, come evidenziato da Robu in "The dynamic importance of SMEs in economy", hanno un effetto diretto sulla crescita del PIL, e questo effetto rappresenta la differenza tra il ritorno sul capitale investito e il suo costo.

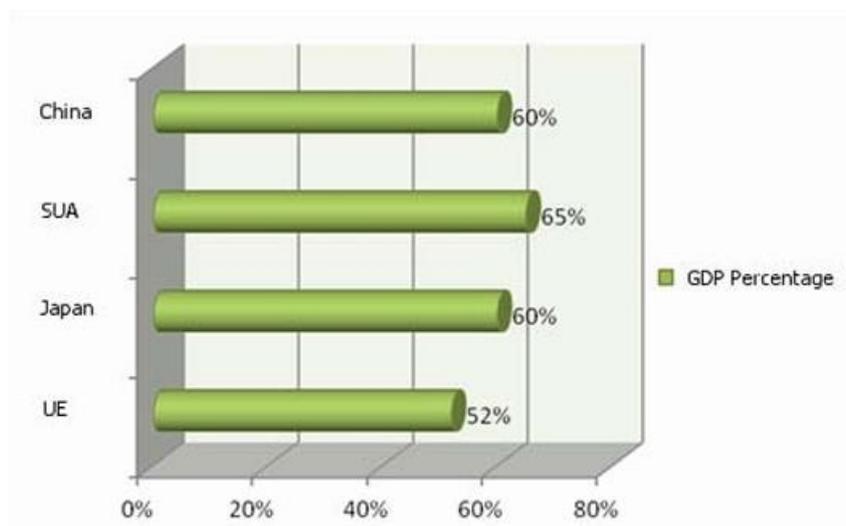


Figura 12 - Contributo delle PMI al PIL in Cina, USA, Giappone e UE. Fonte: "The dynamic and importance of SMEs in economy", Robu.

Le PMI svolgono quindi un ruolo fondamentale nel contribuire al PIL a prescindere dallo sviluppo economico di un Paese: analizzando i dati riportati in (Figura 12), emerge chiaramente la loro importanza economica su scala globale. In Europa si ha una percentuale già sopra il 50%, e comincia ad essere ancora più significativa in Cina e Giappone col 60%, dimostrando l'importanza economica anche nelle economie avanzate e non solo in quelle emergenti; negli USA si ha un contributo ancora più elevato, arrivando fino al 65% del PIL. Questi dati sono di grande aiuto a comprendere come, indipendentemente dal contesto o dal livello di

sviluppo, le PMI siano essenziali per la prosperità e la crescita di una nazionale.

4.3 Vincoli finanziari e AIM

Dopo aver elencato i vari punti di forza delle PMI e come queste contribuiscono all'economia rivestendo un ruolo centrale, è importante sottolineare anche le difficoltà a cui vanno incontro. Infatti, tutti questi benefici e vantaggi possono materializzarsi solo se queste possono sopravvivere e prosperare: l'accesso a fonti finanziarie è spesso citato come un fattore importante per la loro sopravvivenza e la crescita. Coprire le spese operative quotidiane, espandere le loro attività e competere efficacemente sul mercato, investire in nuove tecnologie, sono obiettivi che senza adeguati finanziamenti diventano infattibili: viene limitata significativamente la loro capacità di cogliere opportunità e di innovare, rendendo difficile mantenere una posizione stabile e competitiva.

La letteratura sul tema dei vincoli finanziari che le PMI si trovano ad affrontare è ampia e diversificata, in quanto molti hanno parlato del problema sotto più punti di vista. Un contributo significativo, che prova anche a riassumere la conoscenza esistente, è rappresentato dal lavoro intitolato "Financial Constraints and Small and Medium Enterprises: A Review" di Bakhtiari, Breunig, Magnani e Zhang. Questo studio sottolinea l'importanza di identificare i fattori che supportano o ostacolano la performance delle PMI, perché molti Stati hanno espliciti obiettivi di policy per creare un ambiente economico di supporto per migliorare l'occupazione e le prestazioni; nonostante gli elementi per costituire un ambiente imprenditoriale favorevole siano molti, molte ricerche hanno suggerito che è proprio l'accesso alle risorse finanziarie il vincolo principale per le PMI piuttosto che per le grandi imprese. Ci sono una serie di motivi per cui questo accade, e un esempio tratto dal lavoro di Beck e Demirguc-Kunt suggerisce che le grandi imprese riescono a far

fronte alle necessità finanziarie attraverso un qualche tipo di riallocazione interna: possono internalizzare molte delle loro esigenze di finanziamento attraverso la riallocazione del capitale, mentre le PMI devono fare affidamento principalmente su risorse finanziarie esterne.

La causa principale del problema, come spiega anche lo studio (Bakhtiari et al.), risiede nel fatto che i mercati finanziari, nella realtà, sono imperfetti, e l'informazione non può essere completamente condivisa tra tutti gli agenti economici. In un contesto ideale, tutti i partecipanti del mercato avrebbero perfetta conoscenza delle informazioni rilevanti; tuttavia, nella realtà, solo i proprietari o i manager di un'impresa conoscono il vero valore e le probabilità di successo del progetto di investimento che sta intraprendendo l'azienda. Gli investitori, dall'altro lato, non avendo accesso a queste informazioni dettagliate, non riescono a fare una valutazione precisa e si trovano ad assumere che ci sia una buona probabilità che il progetto sia un "limone", ovvero che richieda investimenti e sforzi ma che risulti poco redditizio o poco promettente. Tale percezione del rischio fa sì che gli investitori chiedano premi di rischio più elevati per i finanziamenti, rendendo così per le PMI molto costoso accedere al capitale esterno: questa asimmetria informativa è un concetto chiave che in questa tesi è già stato trattato con richiami anche al modello di Myers e Majluf, e rende meno conveniente per le PMI ricorrere a questa strada per sostenere i propri progetti.

In questo contesto risulta quindi evidente che la dimensione dell'impresa sia importante nel determinare la vulnerabilità alle imperfezioni del mercato: le imprese più grandi e mature sono meno colpite da questo problema per diversi motivi. Innanzitutto, hanno già una storia operativa che permette loro di costruire una reputazione e un track record finanziario che aiutano a mitigare i problemi informativi: si ha una base solida per gli investitori per valutare le performance e la stabilità dell'azienda. Inoltre, i significativi asset materiali di cui spesso dispongono possono essere usati come garanzia per ottenere finanziamenti: facendo da collaterale, questi

asset riducono il rischio percepito dagli istituti di credito e facilitano l'accesso al capitale. Al contrario, le imprese giovani e piccole, non avendo accumulato una storia operativa robusta, non possono offrire lo stesso livello di trasparenza e affidabilità agli investitori; la mancanza di grandi asset da usare come garanzia complica ulteriormente la situazione, esponendole maggiormente alle imperfezioni del mercato finanziario. Carpenter e Petersen, nel loro studio "Capital Market Imperfections, High-Tech Investment, and New Equity Financing", sottolineano come queste limitazioni influenzino negativamente la capacità delle PMI di ottenere finanziamenti esterni.

Negli ultimi anni, è stato molto importante nel supportare le PMI italiane l'Euronext Growth Milan (EGM), prima noto come AIM, un mercato che offre un accesso semplificato ai capitali ed è particolarmente adatto alle aziende in fase di espansione e che, senza dover affrontare i requisiti dei mercati principali, cercano di raccogliere fondi sul mercato azionario. L'Alternative Investment Market (AIM) in Italia è stato lanciato nel 2009 da Borsa Italiana ed è stato rinominato nel 2021 in EGM dopo l'acquisizione di Borsa Italiana da parte di Euronext, con l'obiettivo di una maggiore integrazione con i mercati europei e di ampliare le opportunità di attrarre investitori internazionali. Come è possibile notare in Figura 13, il numero di società quotate su questo mercato cresce anno dopo anno grazie ai numerosi vantaggi che offre.

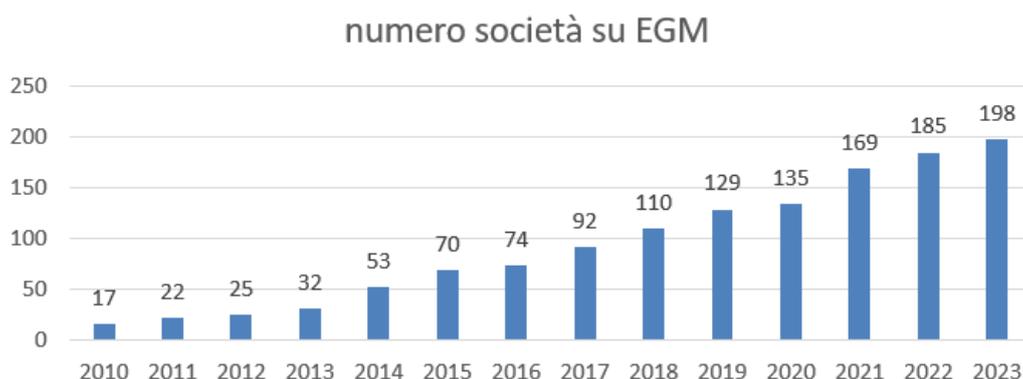


Figura 13 - Numero società quotate su EGM. Fonte: elaborazione personale di dati ricavati dal bollettino statistico della Consob

Il successo di EGM è attribuibile a vari fattori che rendono il processo di quotazione più semplice e accessibile alle PMI: uno degli aspetti chiave è la riduzione delle barriere all'ingresso, in quanto non sono richiesti una capitalizzazione di mercato minima né una corporate governance specifica e non c'è una soglia minima a livello di anni di esistenza della società, permettendo anche alle imprese più giovani di accedervi; tuttavia, è necessario garantire almeno un flottante del 10%. Un ulteriore vantaggio è l'assenza dell'obbligo di pubblicazione dei resoconti trimestrali, riducendo il carico amministrativo; questo, unito al supporto dal Euronext Growth Advisor, che assiste le aziende durante tutto il processo, e ad un percorso semplificato con tempi ridotti a 4-5 mesi, contribuisce a minimizzare la burocrazia e a offrire una flessibilità regolamentare che contraddistingue EGM.

Al termine di settembre 2023, come riporta Hybris Corporate Finance (<https://hybriscf.it/articolo/35/the-uronext-growth-milan-market-egm-at-september-2023-a-detailed-analysis>), le aziende quotate avevano raccolto complessivamente 278 milioni di euro tramite IPO, dimostrando un forte interesse degli investitori; diverse imprese hanno poi mostrato una crescita significativa, tanto che molte sono successivamente passate a segmenti di mercato più grandi come Euronext Milan (EXM) o il segmento STAR, evidenziando l'efficacia di EGM come trampolino di lancio verso

mercati più regolamentati e con maggiore visibilità. Nonostante i numerosi benefici, rimangono diverse sfide da affrontare, per esempio la bassa liquidità di mercato: sempre secondo Hybris Corporate Finance, oltre il 55% delle aziende quotate scambiava meno dello 0,1% della loro capitalizzazione di mercato nel terzo trimestre del 2023: questo problema può limitare l'attrattiva del mercato per gli investitori e la capacità delle aziende di raccogliere fondi attraverso successive emissioni di aziende.

Se si confronta poi EGM con gli altri mercati AIM esistenti in Europa, si nota ancora un distacco non indifferente, come riportato dal quotidiano La Stampa nel luglio 2023: Euronext Growth Paris registrava un +28% di emittenti e +57% in termini di capitalizzazione, mentre il divario si fa più ampio con AIM UK, che registrava +76% emittenti e +90% di capitalizzazione. Questo lascia intravedere la strada che EGM deve ancora fare per migliorare, e vari pilastri sono già stati individuati per raggiungere i livelli europei: un aspetto importante è l'introduzione di riforme nella governance aziendale, per aumentare la trasparenza e la fiducia degli investitori e rendere quindi EGM più attraente; un'altra possibilità è l'ampliamento della base di investitori attraverso varie iniziative, per aumentare la liquidità del mercato; infine un pilastro fondamentale è l'integrazione di criteri ESG. Un tema centrale dei mercati finanziari globali è proprio quello della sostenibilità, e le aziende che mettono in atto questi principi riescono ad attrarre un maggior numero di investitori e a migliorare la propria reputazione.

4.4 Regolazione e prospettive future

La centralità delle PMI nelle economie di tutto il mondo ha anche incentivato a studiare i fattori che supportano o ostacolano la loro crescita e prosperità, portando inevitabilmente a concentrarsi sulla regolazione. Questa viene definita come l'imposizione di regole da parte del governo per cambiare certi comportamenti economici, utilizzando anche sanzioni

per rafforzare il tentativo di influenzare ambiente e pratiche delle organizzazioni. La scarsità di risorse importanti che spesso colpisce le PMI non permette loro di affrontare le conseguenze di loro errori o di shock esterni, facendo sorgere la necessità di intervenire a livello di regolazione; se però non si conoscono gli effetti che questa ha sulle imprese diventa difficile stimolarle correttamente e implementare gli effetti desiderati.

La letteratura sull'argomento è vasta e vengono di seguito presentati due approcci diversi che tentano di spiegare che effetti ha la regolazione sulle PMI. Il lavoro svolto da Kitching e Smallbone nel 2010 individua tre macroaree da analizzare per cominciare a trattare il tema: le percezioni del manager, le differenze tra Paesi e i costi di conformità. Capire cosa percepisce il manager riguardo alla regolazione è molto importante e lo sanno anche i governi che, spesso, li intervistano per avere più informazioni: se, per esempio, certe regole o tematiche vengono percepite come un ostacolo o come una forma di supporto. Quello che viene recepito, in seguito, va a influenzare le decisioni di business dell'impresa e, per questo motivo, è da tenere in considerazione non soltanto la regolazione in sé ma anche fino a che punto viene recepita correttamente. Possono tuttavia sorgere vari problemi nel fare affidamento a questo tipo informazione: se si riuscisse davvero a cogliere la percezione del manager si avrebbe allora un aiuto importante per capire i possibili effetti di certe regole; purtroppo, non sempre chiedendo direttamente all'interessato si riesce ad ottenere la realtà dei fatti. Per spiegare meglio questo punto, basti pensare al fatto che spesso l'interessato non possiede conoscenze approfondite sugli argomenti che vengono trattati nella regolazione e di conseguenza non riesce a capire bene i dettagli e i relativi vantaggi e svantaggi; inoltre, questo tipo di figura tende a vedere come interne le cause di successo e come esterne quelle di fallimento. Come risultato, si ha che questo tipo di estrazione dell'informazione tramite intervista diretta può produrre implicazioni non veritiere e che non vanno considerate nella più ampia analisi in questione; il concetto teorico della percezione del

manager rimane giusto, ma in assenza di metodi precisi per capire cosa viene veramente percepito rimane quantomeno in dubbio la validità dell'informazione estratta.

Nei vari studi fatti sulle differenze tra Paesi, come quelli di Djankov del 2002, si cercava sempre di capire come certi regimi regolatori impattassero sulle PMI e sulle loro attività: i risultati di questi lavori portano ad associare a livelli maggiori di regolazione costi maggiori, implicando una diminuzione del numero di PMI o della loro crescita. Tralasciando magari la rappresentatività dei dataset utilizzati, che non sempre vanno a rispecchiare l'enorme realtà di questo segmento di imprese, alcuni autori hanno lavorato in questa direzione per mostrare che i diversi livelli di regolazione impattano sulla forma e non sulla quantità e sulla crescita. Capelleras nel 2008 mostra con studi empirici come alti livelli di regolazione possano portare certe PMI a rimanere non registrate, e Van Stel nel 2007 nota che si riesce a influenzare la formalità o l'informalità dell'economia; non sono stati trovati effetti significativi invece sulla quantità di imprese o con la loro crescita, mostrando che non c'è un legame semplice con la regolazione. Il problema degli studi sulle differenze tra Paesi sta nel fatto che ci si dimentica che ogni impresa può rispondere in modo diverso alle direttive in base alla propria situazione; questa dimensione va considerata, perché la regolazione non viene accettata passivamente ma porta spesso a cambiamenti che possono avere un impatto diverso in base a come un'azienda risponde. Questa argomentazione è stata introdotta da Kitching e Smallbone ma viene ripresa in seguito anche da altri autori, come verrà spiegato a breve nella presente tesi.

La terza macroarea vuole analizzare i costi di conformità, come quelli associati alla tassazione o al capire e adattarsi alle nuove regole. In realtà, questo argomento è molto ampio e andrebbero inclusi nell'analisi una serie di costi indiretti dovuti per esempio ad una serie di cambiamenti non implicitamente richiesti che ma che l'impresa si trova ad affrontare per

implementare le nuove regole, o più semplicemente aspetti legati allo stress psicologico; questi elementi rendono molto difficili metodi econometrici o simili che puntano ad una precisione e accuratezza elevate. Un punto importante dello studio di Chittenden del 2002 sta nel fatto che questi costi vanno ad impattare maggiormente le imprese più piccole; spesso però la dimensione dell'azienda è solo una delle determinanti che possono avere potenzialmente effetti significativi, e sarebbe quindi opportuno approfondire di caso in caso.

Per provare a trattare il problema dell'effetto della regolazione sulle PMI, Mallett, Wapshott e Vorley nel 2019 sviluppano un framework qualitativo nel lavoro "How Do Regulations Affect SMEs? A Review of the Qualitative Evidence and a Research Agenda". Questo framework è formato da quattro processi che individuano per studiare attentamente e dettagliatamente gli effetti tenendo in considerazione l'eterogeneità e la dinamicità delle PMI. Il primo processo è quello di identificazione e interpretazione, ovvero quello in cui il manager si rende conto delle normative rilevanti per l'impresa e capisce che ci possono essere implicazioni per l'impresa. Il fatto che si parli anche di interpretazione lascia intendere che la normativa spesso non viene recepita allo stesso modo da tutti i manager; al contrario, alcuni tendono a vedere certi aspetti in modo rilevante piuttosto che altri, o ancora peggio non tutti riescono a cogliere certi elementi pensati per creare vantaggi alle PMI. Per ovviare a questi problemi, si potrebbe mediare tra le parti attraverso reti di comunicazione più informali o, lato manager, cercando di accrescere le proprie competenze a livello di regolazione; in ogni caso, lo scopo per cui nasce una certa normativa verrà in qualche modo filtrato in base all'identificazione e all'interpretazione dei manager, creando una disconnessione con gli obiettivi regolatori. Il secondo processo, denominato strategizzazione, va ad esaminare come le PMI pianificano e adottano strategie per conformarsi alle regolazioni: avendo spesso risorse limitate si trovano a dover gestire le regolazioni senza compromettere le loro operazioni fondamentali. Dovendo a volte adeguare le pratiche

operative, la formazione del personale o l'investimento in nuove tecnologie o consulenze legali, la strategizzazione richiede di considerare l'impatto a lungo termine delle regolazioni e per questo motivo i manager spesso cercano un bilanciamento tra l'esigenza di conformità e la necessità di rimanere competitivi.

Gli ultimi due processi sono quelli di negoziazione e adattamento. Con il termine negoziazione gli autori intendono spiegare che, nel capire come una certa normativa influenza un'impresa, non bisogna vederla come un'entità a sé stante, ma come immersa in un ambiente sociale ed economico che la influenza. Questo fa sì che, nel trovare la strategia migliore per implementare delle normative, il manager deve fare modifiche e aggiustamenti dovuti ai vincoli che implica un ambiente più complesso e più grande dell'ideale impresa isolata. Il termine adattamento si riferisce invece all'insieme dei processi con i quali le PMI mettono infine in pratica la risposta alla regolazione. Questo implica differenti scale di risposta, perché ogni impresa si adatta alle normative in modo diverso e affrontando sfide diverse, che possono essere più o meno significative. Se per esempio i costi di conformità sono bassi e solo pochi dipendenti vengono influenzati da una normativa, i requisiti normativi possono essere implementati in modo semplice richiedendo poco sforzo all'impresa. Il concetto più importante del lavoro di Mallett (et al.) risiede però nel fatto che questi quattro processi non vanno visti come una lista ordinata di passi da seguire, ma come un insieme di processi che si sovrappongono e influenzano l'un l'altro, complicando il framework e rispecchiando la realtà complessa dell'influenza della regolazione sulle PMI.

Studiare come una certa normativa si riflette sulla realtà delle PMI è molto importante perché le politiche governative giocheranno un ruolo cruciale nel plasmare il loro futuro: misure per garantire l'accesso ai finanziamenti, supportare le transizioni digitali e sostenibili e mitigare l'impatto dell'inflazione sono fondamentali. Proprio quest'ultima è stata una delle sfide più significative per le PMI negli ultimi anni: l'aumento dei costi

energetici, dei salari e la carenza di materie prime hanno contribuito ad aumentare i costi di produzione; inoltre, i tassi di interesse più elevati hanno reso il finanziamento più costoso, limitando ulteriormente la loro capacità di investire e crescere. Le prospettive economiche rimangono quindi incerte: l'integrazione di nuove tecnologie sarà probabilmente determinante per il successo futuro, con investimenti in strumenti digitali, automazione e tecnologie efficienti. Garantire che dispongano delle risorse e del supporto necessari per attuare questi investimenti rimane la sfida più grande.

5 Analisi Empirica dell'IPO

La letteratura economica ha ampiamente affrontato gli effetti della quotazione in borsa, producendo un numero consistente di studi empirici che ne analizzano le diverse implicazioni. Questo capitolo si propone di esplorare tali studi, fornendo una panoramica critica delle principali evidenze emerse dalla letteratura, per poi procedere con un'analisi empirica: nella prima parte, verrà condotta una rassegna della letteratura esistente sull'argomento, con l'obiettivo di delineare un quadro delle dinamiche e delle conseguenze che la quotazione può avere sulle imprese; nella seconda parte del capitolo verrà presentata un'analisi empirica basata su un dataset costruito appositamente per questo studio.

5.1 Evidenze empiriche dalla letteratura sull'IPO

La vasta gamma di spiegazioni offerte dalla letteratura teorica sulle motivazioni che spingono le aziende verso un'IPO costituisce un punto di partenza importante per comprendere il contesto strategico di questa importante decisione. Tuttavia, l'analisi empirica ha svolto un ruolo fondamentale nel fornire una visione più dettagliata e specifica dei fattori che guidano effettivamente tale scelta strategica. Attraverso un approccio metodologico basato sull'analisi empirica ed econometrica delle tendenze, dei modelli e dei fattori che influenzano la quotazione, si cerca di approfondire ulteriormente la comprensione delle motivazioni che spingono le aziende verso questa operazione di mercato. Con un approccio che consente di esaminare da vicino le dinamiche specifiche che caratterizzano il contesto, si può fornire un quadro più completo anche

concentrandosi sull'analisi dei dati raccolti da studi condotti in diversi contesti geografici, cercando punti comuni e informazioni più generalizzabili.

Uno dei contributi di maggior rilievo sull'argomento è rappresentato dallo studio condotto da Panetta, Pagano e Zingales nel 1998, "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis". In questo lavoro, i ricercatori hanno esaminato approfonditamente i fattori che spingono le aziende italiane a intraprendere un'IPO, avvalendosi di un vasto database di aziende private nel Paese. Attraverso un confronto tra le caratteristiche ex-ante ed ex-post delle IPO e quelle delle aziende private, hanno identificato diversi aspetti chiave che influenzano la decisione di quotarsi:

- Dimensione aziendale: la dimensione dell'azienda emerge come un fattore significativo, con imprese di maggiori dimensioni che mostrano una maggiore propensione a intraprendere il percorso dell'IPO.
- Rapporto tra valore di mercato e valore contabile (market-to-book ratio): i risultati indicano che un aumento di una deviazione standard nel rapporto tra valore di mercato e valore contabile del settore aumenta le probabilità di un'IPO del 25%. Questo suggerisce che le condizioni di mercato e il valore relativo dell'azienda rispetto al settore possono influenzare la decisione.
- Necessità di riequilibrare i conti: è emerso che molte aziende considerano l'IPO non solo come un mezzo per finanziare investimenti futuri e la crescita stessa, ma anche come un'opportunità per riequilibrare i propri conti dopo periodi di intensi investimenti e crescita.
- Riduzione dei costi del credito e aumento del turnover nel controllo: dopo l'IPO, le aziende tendono a beneficiare di una riduzione dei costi del credito e di un aumento del turnover nel controllo, indicando un miglioramento nella loro posizione finanziaria e un maggiore interesse da parte degli investitori.

Questi risultati evidenziano che le motivazioni che spingono le aziende a quotarsi vanno oltre la mera necessità di finanziare la crescita. Esse includono la volontà di ottimizzare la struttura finanziaria, migliorare il controllo e accedere a nuove opportunità di finanziamento e investimento. Pertanto, le aziende private che considerano seriamente l'opzione di andare in borsa dovrebbero valutare attentamente queste considerazioni emerse dall'analisi empirica. È fondamentale comprendere il contesto di mercato per determinare se le condizioni attuali sono favorevoli e pianificare con cura la transizione post-IPO, preparandosi adeguatamente ad affrontare i cambiamenti operativi, i nuovi requisiti di reporting e le dinamiche di performance che accompagnano questo importante passo strategico.

Il campione analizzato dai tre autori prevedeva 2181 imprese italiane che tra il 1982 e il 1992 avessero almeno una minima possibilità di quotarsi e con un equity di almeno 5 miliardi di lire (3.2 milioni di dollari US); delle 139 quotazioni avvenute sulla borsa di Milano nel periodo di tempo considerato, alcune furono scartate perché riguardavano banche o assicurazioni o imprese finanziarie e quindi differiscono intrinsecamente nella natura delle operazioni e delle informazioni contabili, altre per mancanza di informazioni sul dataset che utilizzavano, ovvero quello fornito dalla Centrale dei Bilanci. Il campione conteneva quindi 69 IPO, di cui 40 riguardavano imprese indipendenti e 29 "carve-out", cioè distaccate da società madri più grandi. In Figura 14 vengono riportate le principali statistiche descrittive per il campione IPO analizzato da Pagano, Panetta e Zingales durante l'anno di quotazione e sarà quindi possibile poi confrontare questi valori con quelli del campione raccolto nell'analisi svolta per la presente tesi.

	Mean	Median	St. Dev	Min	Max	Obs.
Total assets (billions of lire)	440.8	163.3	888.0	11.6	6,234.7	66
Shareholders' equity (billions of lire)	138.3	48.2	360.5	7.5	2,790.0	66
Sales (billions of lire)	257.2	123.5	352.7	3.5	1,737	66
Employees	1,447.7	759.5	2,190	3	12,906	66
ROA	0.14	0.13	0.85	0.002	0.40	66
ROS	0.19	0.15	0.12	0.01	0.52	66
Leverage	0.38	0.40	0.24	0	0.81	66
Coverage	10.24	3.80	18.51	1	100	66
Taxes	0.21	0.21	0.13	0.01	0.60	65
Industry market-to- book	1.66	1.25	0.55	0.75	2.89	66
Capex	0.35	0.31	0.21	0.00	0.87	64
Investments	0.09	0.05	0.12	-0.15	0.49	66
Equity financing	0.09	0.003	0.16	0.00	0.68	66
Debt financing	0.06	0.032	0.20	-0.38	0.79	66

Figura 14 - Statistiche del campione di Panetta Pagano Zingales nell'anno di quotazione.
 Fonte: Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64

Gli autori hanno poi condotto un'analisi di regressione per capire gli effetti della quotazione sulle imprese, e tra i risultati principali si notano un calo della profittabilità e un calo della leva finanziaria immediatamente dopo l'IPO.

Più recentemente, il lavoro di Carpenter e Rondi "Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms" svolto sulle imprese italiane conferma le implicazioni trovate da Panetta, Pagano e Zingales e approfondisce il confronto con le imprese statunitensi. Dallo studio emerge che negli USA le imprese tendono a raccogliere molto capitale con l'IPO rispetto alla loro dimensione e a crescere rapidamente a livello di asset, capitale e occupazione. Lo stesso non si può dire delle imprese italiane, che non raccolgono proventi importanti né mostrano una crescita significativa; risultano anche molto più grandi e mature al momento della quotazione rispetto alla media statunitense. Questi comportamenti lasciano intendere delle differenze anche dal punto di vista manageriale, in quanto appare chiaro che i dirigenti delle imprese degli USA pensino alla quotazione come un metodo per accrescere rapidamente le

dimensioni dell'impresa mentre i manager italiani raramente si rivolgono all'IPO per gli stessi motivi.

Il campione utilizzato in questo studio è un panel non bilanciato di 1715 imprese manifatturiere nel periodo 1977-1999: contiene solo imprese con almeno 5 osservazioni consecutive e i dati contengono informazioni su stato patrimoniale e conto economico, oltre a età, proprietà, affiliazione con gruppo e attività di business. Solo una piccola parte è quotata in borsa: delle 137 imprese pubbliche, 57 hanno avuto l'IPO nel periodo osservato, e di queste vengono analizzate la dimensione, la crescita, la leva finanziaria e la profittabilità intorno al periodo dell'IPO. Vengono anche tenuti in considerazione e analizzati i proventi dell'IPO e come questi siano stati poi utilizzati dalle imprese. Per confronto, viene anche studiato un campione di 3189 imprese quotate statunitensi osservate nel periodo 1981-1997.

N. firms	IPO sample ¹
	57
<i>I. Firm characteristics</i>	
Employees	579
Real sales (Mill. ITL, 1980 = 100)	71,428
Real total assets (Mill. ITL, 1980 = 100)	73,412
Age	23.0
<i>II. Financial characteristics</i>	
Leverage	0.310
Debt/assets	0.162
Long term debt/assets	0.092
<i>III. Operating characteristics</i>	
Return on assets	0.171
Return on equity	0.585
Investment rate	0.160
<i>IV. Characteristics of the IPO</i>	
Gross proceeds/total assets	0.243
Net proceeds/total assets	0.102
Net proceeds/gross proceeds	0.531

Figura 15 - Caratteristiche del campione IPO del campione studiato da Carpenter e Rondi.
 Fonte: Carpenter, R. E., Rondi, L. (2006). Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms. *Small Business Economics*, 27, 387-407.

In Figura 15 si nota il dettaglio delle caratteristiche del campione IPO per lo studio in questione: oltre alle variabili di dimensione dell'impresa di cui si è già discusso in precedenza, è importante analizzare la parte riguardante i proventi dell'IPO. Il rapporto tra i proventi lordi e il totale attivo di fine periodo vale 0.243, mentre per il campione statunitense è 0.994. Inoltre, molti dei proventi ricavati dall'IPO non vanno neanche nelle casse dell'azienda perché bisogna osservare che il rapporto tra proventi netti (definiti come proventi lordi meno quelli trattenuti dagli stakeholder esistenti) e quelli lordi è circa 0.531, indicando che praticamente metà del denaro raccolto con la quotazione non può essere sfruttato dall'impresa. Questa analisi è importante perché può portare alla luce uno dei vari motivi per cui spesso con l'IPO non si hanno effetti desiderati, e rappresenta anche uno spunto per un confronto con l'analisi empirica effettuata in questa tesi e che verrà presentata più avanti.

In un altro ambito geografico, un contributo rilevante è emerso dall'analisi condotta da Boehmer e Ljungqvist nei primi anni del 2000, nel loro studio "On the decision to go public: Evidence from privately-held firms". Questo lavoro si proponeva di mettere alla prova le teorie riguardanti il timing dell'IPO, utilizzando un campione di imprese tedesche che avevano annunciato l'intenzione di quotarsi in borsa, e analizzandole dal momento dell'annuncio fino alla quotazione effettiva. I risultati ottenuti sono stati coerenti con le previsioni chiave di due modelli teorici:

- Il primo modello, proposto da Benninga, Helmantel e Sarig nel 2003 ("The timing of initial public offerings"), propone che un'impresa prenda una decisione dinamica tra rimanere privata o quotarsi in borsa, valutando il trade-off tra le valutazioni che gli investitori esterni sono disposti a offrire per le azioni e la perdita dei benefici privati del controllo associata alla decisione di quotarsi. Miglioramenti nei flussi di cassa e nelle prospettive future di un'impresa tendono ad aumentare le valutazioni da parte degli investitori, influenzando quindi la scelta di quotarsi e il momento in cui farlo.

- Il secondo modello, sviluppato da Pastor e Veronesi nel 2003 (“Stock prices and IPO waves”), pone l’accento sui cambiamenti nelle valutazioni piuttosto che sui livelli stessi delle valutazioni di mercato. Secondo questo modello, la probabilità che le imprese decidano di quotarsi in borsa aumenta in seguito a miglioramenti nelle condizioni di mercato, indipendentemente dai livelli di valutazione. Inoltre, più imprese scelgono di quotarsi quando l’incertezza riguardo alla loro futura profittabilità è elevata.

In sintesi, l’indagine condotta in territorio tedesco conferma le teorie che prevedono un aumento delle IPO quando le valutazioni esterne sono alte o in aumento, e quando l’incertezza sulla futura redditività delle imprese è elevata. Tuttavia, le imprese il cui controllo è caratterizzato da numerosi benefici privati hanno meno probabilità di optare per la quotazione in borsa. È importante notare che la strategia di campionamento adottata è particolare, in quanto è focalizzata sulle imprese che hanno manifestato una preferenza per l’IPO, il che limita la generalizzabilità dei risultati ad altre imprese private che non hanno espresso tale preferenza; inoltre, non è possibile trarre conclusioni definitive sulle cause che spingono un’impresa ad annunciare un’IPO. L’aspetto rilevante di questo studio risiede nella sua analisi temporale, che consente di esaminare come i cambiamenti nelle caratteristiche dell’impresa e nelle condizioni di mercato influenzino la decisione di procedere con l’IPO dopo aver annunciato l’intenzione di andare in borsa.

Dopo aver esaminato analisi empiriche condotte su campioni di aziende in specifiche regioni geografiche, emerge un quadro più ampio e globale attraverso il lavoro di Kim e Weisbach del 2008, “Motivations for public equity offers: an international perspective”. Attraverso l’analisi di un vasto campione composto da migliaia di IPO provenienti da decine di Paesi, gli autori confermano e ampliano le conclusioni osservate precedentemente negli altri studi. Ricontrano che le ragioni principali che spingono le aziende a optare per un’offerta pubblica di azioni includono la ricerca di

capitale per finanziare investimenti strategici e, in particolare, per sfruttare finestre temporali in cui le valutazioni di mercato sono particolarmente elevate, mirando a massimizzare il valore per gli azionisti e a sfruttare al meglio le condizioni di mercato favorevoli. Il campione analizzato in questo studio è formato da 16958 IPO avvenute su 38 Paesi, avvenute tra il 1990 e il 2003.

Year	Asia (ex Japan)	Japan	Australia & NZ	Cont'l Europe	UK	Latin Am	US	Canada	Total
1990	67	3	4	13			152	3	242
1991	317	55	4	28	2	6	299	2	713
1992	534	17	26	26	15	9	410	4	1,041
1993	717	83	58	45	17	17	523	169	1,629
1994	1,172	135	92	77	90	33	445	161	2,205
1995	1,090	166	27	91	47	6	461	126	2,014
1996	899	139	51	128	143	15	668	198	2,241
1997	223	131	57	200	121	11	449	202	1,394
1998	84	76	26	242	60	3	247	131	869
1999	135	95	84	369	32	3	395	88	1,201
2000	322	189	126	396	168	6	313	102	1,622
2001	209	142	45	110	70	3	70	30	679
2002	221	109	55	53	51	1	64	1	555
2003	254	106	73	23	42	3	51	1	553
Total	6,244	1,446	728	1,801	858	116	4,547	1,218	16,958
%	36.8	8.5	4.3	10.6	5.1	0.7	26.8	7.2	100.0

Figura 16 - Dettaglio IPO campione di Kim e Weisbach. Fonte: Kim, W., Weisbach, M. S. (2008). Motivations for public equity offers: an international perspective, *Journal of Financial Economics*, 87(2), 281-307.

Questa ricerca fornisce un'ulteriore conferma dell'importanza delle motivazioni finanziarie e strategiche che guidano le decisioni di IPO a livello internazionale, trovando dei punti comuni nonostante le varie differenze geografiche ed economiche.

5.2 Analisi descrittiva del campione

Questa sezione si propone di presentare il dataset costruito per questa tesi con un'analisi descrittiva volta a descrivere il comportamento delle

imprese italiane prima e dopo l'IPO in un contesto più recente, in modo da esaminare i cambiamenti nel tempo dell'IPO sul mercato italiano.

5.2.1 Campione e raccolta dati

I dati riguardano 160 imprese italiane che nell'arco temporale tra il 2005 e il 2020 hanno deciso di quotarsi sul mercato italiano. I segmenti considerati sono EXM (ex MTA) e EGM (ex AIM) di Borsa Italiana S.P.A. perché sono quelli che sono stati maggiormente approfonditi nel corso della tesi, e la scelta dell'arco temporale deriva dalla decisione di voler ricoprire un arco di tempo ampio che permetta comunque di avere abbastanza informazioni sulle imprese da due anni prima della quotazione fino a tre anni dopo. Il dataset usato per condurre questo studio è stato creato a partire dai dati messi a disposizione dal database Eikon Refinitiv: usando l'applicazione screener, è stato possibile scegliere le imprese con sede in Italia e quotate sul mercato italiano tra il primo gennaio 2005 e il 31 dicembre 2020. Un filtro molto importante utilizzato è stato quello sulla classificazione GICS (Global Industry Classification Standard), attraverso il quale è stato possibile rimuovere le imprese facenti parte dei settori Real Estate e Financials. La decisione di escludere le imprese finanziarie dall'analisi è motivata dal fatto che la natura del loro business è di gran lunga diversa e non può essere direttamente confrontata con quella delle imprese non finanziarie; per questo motivo, l'attenzione dello studio si è concentrata esclusivamente su queste ultime, ritenendo di poter effettuare un confronto più omogeneo e significativo.

Le imprese sono state osservate su un arco temporale che va dal 2003 al 2023 per avere dati su almeno 2 anni prima per le imprese che hanno effettuato l'IPO nel 2005 e fino a 3 anni dopo per le imprese andate in borsa nel 2020. Dal database di Eikon Refinitiv sono state alla fine ottenute 158 imprese; per cercare di ampliare il campione è stata effettuata lo stesso tipo di ricerca sul database Orbis riuscendo a trovare i

dati su altre 2 imprese, ottenendo quindi nel complesso un campione di 160 aziende. I dati che sono stati raccolti includono una serie di informazioni sia anagrafiche che descrittive riguardanti le società analizzate. Queste informazioni comprendono, tra le altre cose, dettagli come l'età delle imprese e il settore economico di cui fanno parte, che permette di inquadrarle in un contesto specifico del mercato.

Inoltre, nonostante l'assenza di un database pubblico delle imprese italiane a proprietà familiare, è stato possibile consultare singolarmente per ogni azienda, sul database di Eikon Refinitiv, un report annuale sugli investitori della società e sui vari direttori, in modo da poter valutare se l'azienda fosse a proprietà familiare o meno: è così possibile effettuare ulteriori analisi in base a questo parametro. Oltre a questo, sono stati raccolti anche dati finanziari fondamentali, come quelli relativi al bilancio aziendale, che fornisce una visione complessiva della situazione patrimoniale, e al conto economico, che mostra i ricavi e i costi sostenuti durante l'anno. Un dettaglio degli indicatori e delle variabili presenti nel dataset sarà comunque analizzato più avanti nel corso della tesi.

Sono anche presenti dati relativi all'IPO come i proventi lordi e i proventi netti (già definiti in questo capitolo come proventi lordi meno quelli trattenuti dagli stakeholder esistenti), il prezzo di offerta delle azioni durante l'IPO e il prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazioni sul mercato, in modo da calcolare l'underpricing. Questi dati sulla quotazione sono stati ricavati per la maggior parte dal database Eikon Refinitiv, integrando con "indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati" di Mediobanca, cioè una serie di rapporti e studi economici e finanziari che l'ufficio studi di Mediobanca pubblicava regolarmente fino al 2019. Laddove alcuni dati ancora non fossero presenti, si è utilizzato il sito di Yahoo Finance o sono stati consultati singolarmente i documenti di ammissione delle società, usufruendo dei siti web delle società che mettono a disposizione la sezione di "investor relations". Il dataset, incrociando le informazioni provenienti dalle varie fonti elencate, è stato

costruito su Excel, dove è stato possibile studiare inizialmente le caratteristiche dei dati con dei grafici temporali che verranno in seguito presentati; per ulteriori analisi prevalentemente cross-sezionali del campione è stato anche utilizzato il software di visual analytics Tableau; infine il software statistico Stata ha permesso di esaminare in maniera più approfondita i dati sia per quanto riguarda l'analisi descrittiva che il modello econometrico di regressione.

5.2.2 Descrizione del campione

Il campione presenta 160 IPO collocate nell'arco temporale tra il 2005 e il 2020. Dalle figure 17 e 18 è possibile notare che un grande numero di quotazioni si ha soprattutto nell'ultimo periodo: è evidente l'effetto della crisi finanziaria del 2008, che ha portato ad un drastico calo delle IPO; circa dal 2017 invece si registra una forte crescita delle quotazioni. È possibile anche notarlo dal fatto che tra il 2017 e il 2020 si ha circa il 50% del numero di IPO del campione.

ipoyear	Freq.	Percent	Cum.
2005	5	3.13	3.13
2006	9	5.63	8.75
2007	12	7.50	16.25
2008	2	1.25	17.50
2009	1	0.63	18.13
2010	4	2.50	20.63
2011	3	1.88	22.50
2012	3	1.88	24.38
2013	7	4.38	28.75
2014	12	7.50	36.25
2015	13	8.13	44.38
2016	8	5.00	49.38
2017	20	12.50	61.88
2018	21	13.13	75.00
2019	29	18.13	93.13
2020	11	6.88	100.00
Total	160	100.00	

Figura 17 - Dettaglio IPO del campione.

Numero di IPO per anno

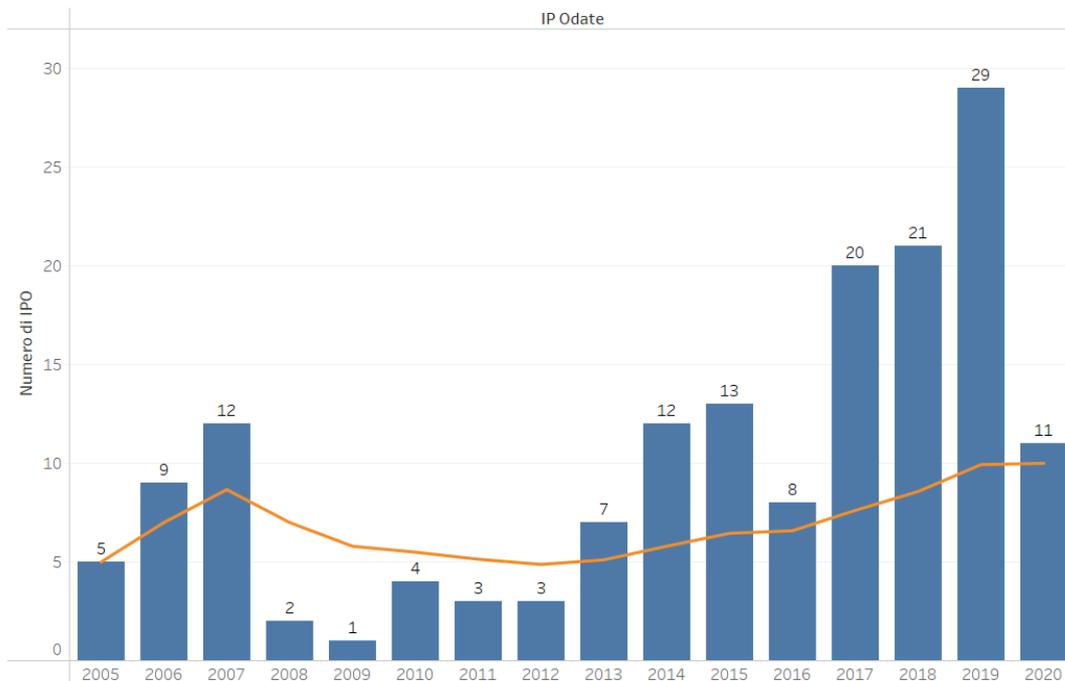


Figura 18 - Grafico IPO per anno e media nel tempo del numero di IPO

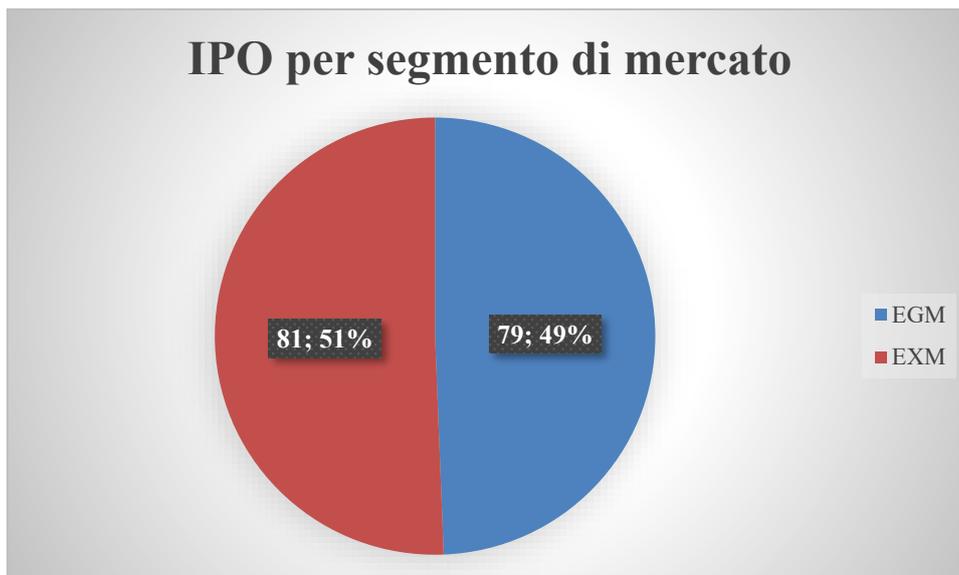


Figura 19 - Numero di IPO su EGM e su EXM nel campione.

In Figura 19 viene evidenziato come sostanzialmente il campione sia bilanciato tra quotazioni tra EGM e su EXM: ciò è stato possibile grazie al trend in continua crescita negli ultimi anni sul mercato delle PMI. Questo segmento di mercato è stato approfondito nel capitolo 4 della tesi e sta effettivamente guidando la crescita del numero di imprese quotate in Italia grazie ai requisiti poco restrittivi per la quotazione. Per assegnare ogni azienda a una specifica categoria settoriale, è stata adottata la classificazione GICS (Global Industry Classification Standard), introdotta nel 1999 da MSCI in collaborazione con Standard & Poor's con l'obiettivo di creare un criterio uniforme e universalmente accettato per la categorizzazione settoriale delle industrie. La logica sottostante, come riportato sul sito di Borsa Italiana, prevede che ogni impresa venga classificata in un settore in funzione del proprio core business, misurato sulle voci contabili di ricavo. I settori individuati dal GICS sono 11:

- Utilities Sector (imprese appartenenti al settore dei beni pubblici quali gas, acqua, ecc.);
- Materials Sector (imprese appartenenti al settore manifatturiero);

- Information Technology Sector (imprese appartenenti ai settori hardware, software e semiconduttori);
- Industrials Sector (settore industriale);
- Health Care Sector (imprese appartenenti al settore farmaceutico e biotecnologico);
- Energy Sector (imprese appartenenti al settore energetico);
- Consumer Staples Sector (imprese meno sensibili ai cicli economici);
- Consumer Discretionary Sector (imprese che si rivelano maggiormente sensibili ai cicli economici);
- Communications Services Sector (settore delle telecomunicazioni)
- Financials Sector (settore della finanza) e Real Estate Sector (settore immobiliare).

Usando questa classificazione, il campione viene ripartito tra le varie categorie come illustrato in Figura 20.



Figura 20 - Numero di IPO del campione per settore GICS.

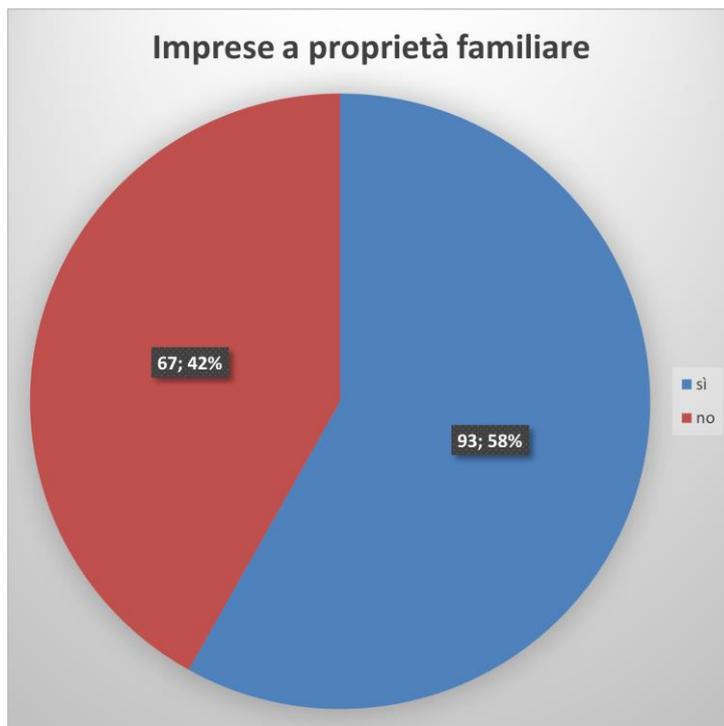


Figura 21 - Numero di imprese a proprietà familiare nel campione.

In Figura 21 viene riportato nel grafico il risultato del lavoro svolto sul campione di suddivisione delle imprese in imprese a proprietà familiare e non familiare. Un'impresa è stata valutata come tale se lo stakeholder che detiene la quota di controllo è un singolo individuo. Nel caso in cui un singolo detenesse una quota significativa ma non di maggioranza, si è controllato se tra i direttori e gli amministratori risultassero persone appartenenti alla stessa famiglia, in modo da capire se comunque una famiglia fosse molto influente nelle scelte strategiche della società. Le fonti per questo tipo di informazioni sono state lo "shareholders report" disponibile per ogni azienda su eikon refinitiv, in cui è stato costruito un template dove fosse possibile vedere anno per anno le quote possedute dai maggiori azionisti, e la sezione ESG "Officers & Directors" per vedere negli anni chi ha ricoperto ruoli di direttore o amministratore.

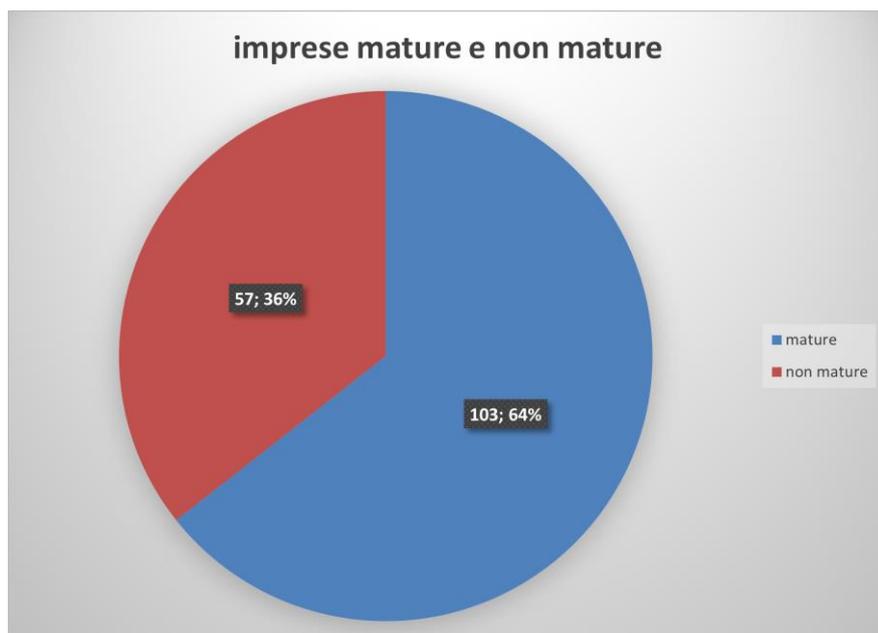


Figura 22 - Numero di imprese mature nel campione.

Si è deciso inoltre di analizzare il campione sotto un altro punto di vista, ovvero quello della maturità delle imprese nell'anno di quotazione: l'IPO potrebbe avere effetti diversi su imprese giovani, in fase di espansione rapida, e su altre più mature e stabili. Per realizzare questa suddivisione, si è scelto di considerare come mature le imprese che sono andate in borsa dai 14 anni in su, in modo da avere comunque una numerosità campionaria corposa anche per le più giovani, come mostrato in Figura 22.

5.2.3 Descrizione variabili del dataset

Prima di illustrare le caratteristiche delle imprese del campione sotto i vari punti di vista adottati per effettuare uno studio che permettesse il più possibile di cogliere gli aspetti più importanti sul contesto della quotazione, è opportuno spiegare le variabili utilizzate nel corso dell'analisi:

- *family*: variabile binaria uguale a 1 se l'impresa è a proprietà familiare, 0 altrimenti;
- *GICS_sector_name* e *GICS_sector_code*: nome e codice del settore GICS di cui l'impresa fa parte;
- *AnniAllaQuotazione*: età dell'impresa alla quotazione calcolato come anno della quotazione meno anno della fondazione;
- *Underpricing*: misura dell'underpricing calcolata come prezzo delle azioni alla chiusura del primo giorno di negoziazioni sul mercato meno il prezzo di offerta delle azioni durante l'IPO fratto quest'ultimo;
- *GrossProceeds*: proventi lordi della quotazione;
- *NetProceeds*: proventi netti della quotazione, cioè lordi meno quelli ricavati da azioni già esistenti e che non vanno nelle casse della società;
- *NetOverGross*: rapporto proventi netti su lordi;
- *NetProceedsOverAssets*: rapporto proventi netti su totale attivo;
- *empl*: numero di dipendenti;
- *sales*: fatturato;
- *totalass*: totale attivo;
- *ebitda* e *ebit*: margine operativo lordo e netto;
- *uai* e *utili*: utili ante imposte e utili netti;
- *mat* e *immat*: immobilizzazioni materiali e immateriali nette;
- *equity*: capitale sociale;
- *ltdebt* e *debt*: debiti finanziari a lungo termini e debiti finanziari totali;
- *liab*: passività totali;
- *curr_ass* e *curr_liab*: attività correnti e passività correnti;
- *capex* e *capexPPE*: investimenti in capitale fisso e capex su immobilizzazioni materiali;
- *acquistoIntangibili* e *acquistintan/immobIntan*: investimenti in attività immateriali e rapporto tra gli investimenti e le attività immateriali;

- *quick_ratio* e *current_ratio*: il quick ratio è il rapporto tra le attività correnti meno il magazzino e le passività correnti, il current ratio è il rapporto tra le attività correnti e le passività correnti;
- *roa*, *ros*, *roe*: il roa è stato calcolato come ebitda su totale attivo, il ros come ebit sul fatturato, il roe come utili netti su equity;
- *leverage*: leva finanziaria calcolata come totale debiti finanziari su totale attivo;
- *longTermLeverage*: rapporto tra debiti finanziari a lungo termine su totale attivo;
- *debtOverEquity*: rapporto debiti finanziari su equity;
- *controllingShare*: percentuale delle azioni detenuta dall'azionista di maggioranza.

5.2.4 Caratteristiche delle imprese nell'anno di quotazione

Un tipo di analisi molto importante per questo studio consiste nell'esaminare le imprese nell'anno della quotazione: questo permette infatti non solo di capire la situazione recente sul mercato azionario ma soprattutto di fare dei confronti temporali. Grazie al vasto arco temporale ricoperto dal campione è possibile individuare trend e particolarità che riguardano come cambia nel tempo la tipica impresa italiana che si quota; inoltre, si possono andare a confrontare i dati di questo studio con quelli di altre pubblicazioni meno recenti sul territorio italiano per vedere cambiamenti ancora più marcati.

Tabella 5 - Panoramica del campione nell'anno di quotazione.

	Media	Mediana	Std.dev	Obs.
Impiegati	1291	154	4253	152
Fatturato (€)	331 milioni	36.7 milioni	938 milioni	159
Totale attivo (€)	450 milioni	52.9 milioni	1370 milioni	159
Roa	0.122	0.108	0.107	159
Ros	0.042	0.091	0.581	153
Roe	0.103	0.086	0.223	159
Debt (€)	134 milioni	10.4 milioni	514 milioni	159
LongTerm Debt (€)	85.5 milioni	5.11 milioni	368 milioni	159
Leverage	0.200	0.180	0.143	159
LongTerm Leverage	0.121	0.095	0.111	159
Debt-Equity ratio	0.685	0.443	0.932	159
Capex (€)	17.2 milioni	2.03 milioni	5.05 milioni	145
Età (anni)	32.37	22.5	32.09	160
Proventi lordi (€)	136 milioni	11.5 milioni	343 milioni	118
Proventi netti (€)	28.2 milioni	5.07 milioni	73.1 milioni	146
Proventi netti su lordi	0.703	0.989	0.389	118
Proventi netti su totale attivo	0.218	0.168	0.243	145
Underpricing	0.174	0.057	0.612	132
Quick_ratio	16.8	1.25	117	159
Current_ratio	17.1	1.61	117	159

In Tabella 5 viene riportata una panoramica dell'anno di quotazione su tutto il campione analizzato. L'indicatore che per questa tesi è ritenuto più importante è la mediana perché la media è influenzata fortemente dai

valori estremi. Gli outliers, cioè valori molto più grandi o più piccoli rispetto agli altri, possono distorcere la media, rendendola non rappresentativa. La mediana, invece, essendo il valore centrale di un dataset ordinato, non è influenzata dalle code della distribuzione e fornisce una rappresentazione più accurata del “valore tipico” del dataset. L’impresa mediana che si quota, per il campione in questione, ha circa 22 anni, 154 impiegati, 36 milioni di euro di fatturato e un totale attivo di 53 milioni. Rispetto al campione di Carpenter e Rondi (2006) si nota una diminuzione netta di fatturato e totale attivo, mentre età e impiegati abbastanza simili. Per quanto riguarda i proventi della quotazione, si nota che, mentre nello studio passato il rapporto proventi netti su lordi si assestava sul 53%, per il campione attuale si è arrivati ad una mediana del 98%.

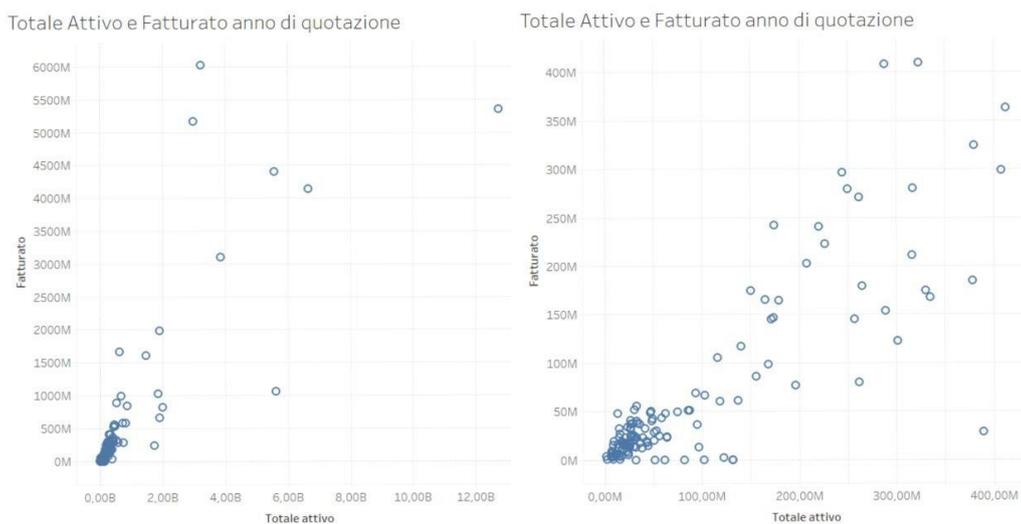


Figura 23 - Totale attivo e fatturato nell'anno di quotazione.

Tabella 6 - Panoramica della mediana di ogni indicatore in base a mercato e proprietà familiare nell'anno di quotazione. Gli apici (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività (1%, 5%, 10%) per il test di differenza delle mediane Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney). Fonte: elaborazione personale.

	EGM	EXM	Family:no	Family:yes
Numero imprese	79	81	67	93
empl	65,5	725,5 ^a	104,5	211 ^c
sales (milioni €)	17,3	184 ^a	28,2	41,6 ^c
Totalass (milioni €)	24,1	262 ^a	43,1	64,3
roa	0,108	0,107	0,098	0,111
ros	0,089	0,106 ^b	0,095	0,089
roe	0,071	0,111 ^b	0,080	0,09
debt (milioni €)	4,36	42,5 ^a	9,54	11,1
longTerm debt (milioni €)	2,34	20,9 ^a	4,80	5,35
Leverage	0,181	0,178	0,176	0,184
longTermLeverage	0,093	0,096	0,114	0,093
debt/equity	0,417	0,492	0,348	0,511
capexPPE	0,318	0,234 ^b	0,277	0,286
Età (anni)	15	34 ^a	15	31 ^a
netOverGross	1	0,492 ^a	1	0,9
netOverAssets	0,221	0,112 ^a	0,166	0,171
underpricing	0,057	0,057	0,051	0,058
quick_ratio	1,51	1,14 ^c	1,43	1,22
current_ratio	1,725	1,51	1,64	1,60

In Tabella 6 viene riportato il dettaglio del valore della mediana per ogni indicatore mostrando come varia in base a mercato, proprietà familiare o anno dell'IPO. Le differenze più marcate, come ci si aspetterebbe, sono tra EGM e EXM proprio per la natura dei segmenti di mercato, con EGM preposto alla quotazione di PMI. Diventa già più importante la differenza tra i due mercati a livello di proventi netti su lordi, con una mediana di 1 per il segmento delle PMI e quasi 0.5 per il classico EXM ex MTA. Anche il

valore dei proventi netti sugli asset totali è leggermente più alto per EGM con un valore del 22% contro l'11%. Per quanto riguarda la proprietà familiare, l'unica differenza importante che si nota è quella sull'età dell'impresa nell'anno di quotazione, con le imprese familiari che si assestano su una mediana di 31 risultando quindi più mature, oltre ad essere leggermente più grandi a livello di dipendenti e fatturato.

Per valutare statisticamente una differenza tra i gruppi, è stato utilizzato il test Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) sulle mediane su Stata; questo è stato preferito al famoso test t per campioni indipendenti che si concentra sulle medie come misura di tendenza centrale. Il test in questione è un test statistico non parametrico che si basa sui ranghi piuttosto che sui valori numerici effettivi, ed è quindi particolarmente utile in situazioni in cui non è opportuno confrontare direttamente le medie dei gruppi, come quando i dati presentano distribuzioni non simmetriche o sono affetti da outliers che potrebbero distorcere i risultati se si usasse la media.

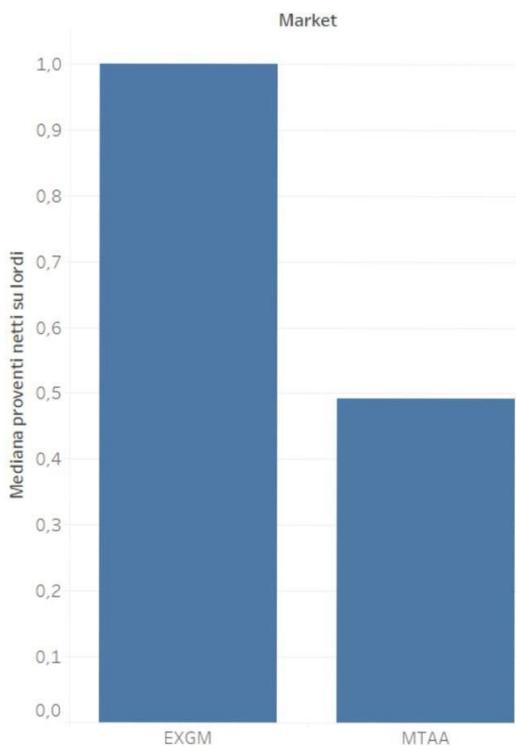
Da un confronto sulla maturità delle imprese nell'anno di quotazione, mostrato in Tabella 7, emergono ulteriori considerazioni. Infatti, quasi per ogni variabile si ha una differenza significativa tra i due gruppi. Una differenza evidente e ovvia riguarda la dimensione aziendale, col campione maturo che presenta valori più alti per ogni indicatore (impiegati, fatturato, totale attivo). Un'altra differenza importante, che comunque ci si può aspettare, riguarda la redditività: le imprese più giovani mostrano valori significativamente più bassi, e ciò è probabilmente dovuto all'ambiente meno stabile e profittevole che spesso caratterizza un'impresa nelle prime fasi di sviluppo. Per quanto riguarda invece la struttura finanziaria, si hanno valori di indebitamento maggiori per le imprese più mature con un livello di significatività del 10% per la leva finanziaria e del 5% per il rapporto debito su equity; si potrebbe spiegare questo comportamento pensando al fatto che le imprese più giovani, avendo una storia meno lunga e dando non molte garanzie, non riescono

ad avere accesso al debito nelle stesse condizioni con cui magari riescono le imprese più mature.

Tabella 7 - Panoramica della mediana di ogni indicatore in base alla maturità nell'anno di quotazione. Gli apici (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività (1%, 5%, 10%) per il test di differenza delle mediane Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney). Fonte: elaborazione personale.

	Giovani	Mature
Numero imprese	57	103
empl	69	314 ^a
sales (milioni €)	23,1	51,3 ^a
Totalass (milioni €)	27,4	109 ^a
roa	0,095	0,115 ^a
ros	0,079	0,101 ^b
roe	0,05	0,101 ^a
debt (milioni €)	4,43	20,4 ^a
longTerm debt (milioni €)	2,44	9,84 ^a
Leverage	0,162	0,199 ^c
longTermLeverage	0.084	0.102 ^c
debt/equity	0,331	0,527 ^b
capexPPE	0,331	0,264 ^c
Età (anni)	6	38 ^a
netOverGross	1	0,879 ^a
netOverAssets	0,203	0,165
Underpricing	0,056	0,058
quick_ratio	1,32	1,23
current_ratio	1,70	1,59

Proventi netti su lordi per mercato



Proventi netti su asset per mercato

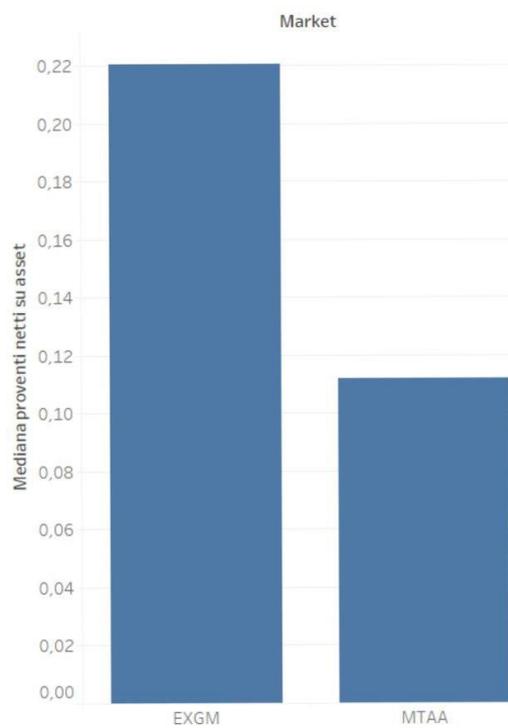


Figura 24 - Mediana proventi netti su lordi per mercato e proventi netti su asset totali per mercato. Fonte: elaborazione personale.

Età alla Quotazione per conduzione familiare

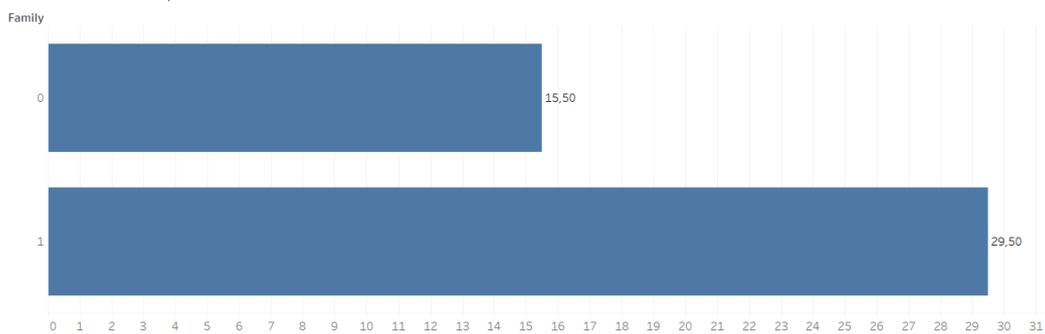


Figura 25 - Mediana dell'età alla quotazione per proprietà familiare. Fonte: elaborazione personale.

Roa per maturità imprese

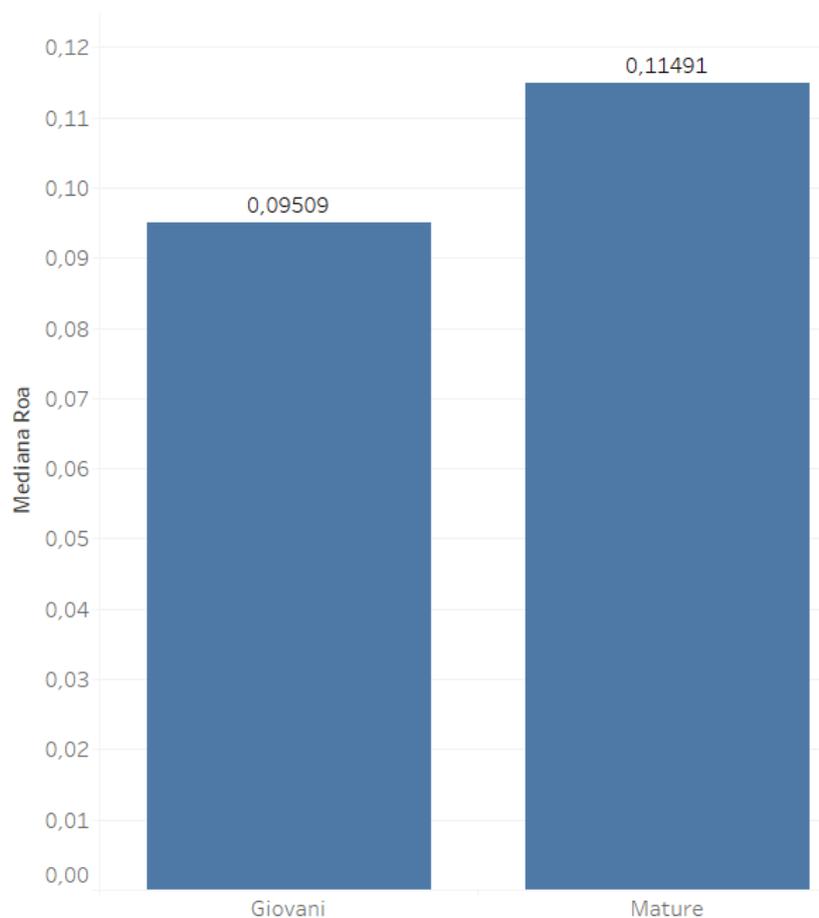


Figura 26 - Mediana del roa nell'anno di quotazione per maturità delle imprese. Fonte: elaborazione personale.

Tabella 8 - Dettaglio dei valori mediani degli indicatori per settore nell'anno di quotazione. Fonte: elaborazione personale.

	energy	materials	industrials	cons. discr.	cons. staples	health care	IT	comm. Serv.	utilities
Numero imprese	3	6	39	35	12	10	23	27	5
empl	991	103,5	268,53	409	146	688	102	61	140
sales (milioni €)	3100	39	48	165	51,4	74,4	15,5	20,1	74,8
totalass (milioni €)	1800	90,4	93,7	150	112	135	26,3	30,1	96,8
roa	0,137	0,084	0,107	0,118	0,088	0,099	0,12	0,098	0,089
ros	0,099	0,085	0,106	0,095	0,056	0,133	0,078	0,113	0,168

roe	0,186	0,049	0,116	0,112	0,066	0,099	0,059	0,084	0,118
debt (milioni €)	278	12.3	21.7	15.2	22.8	17.8	6.05	4.47	10.5
longTerm debt (milioni €)	171	5.83	9.84	11.8	14	5.35	2.60	2.48	6.94
leverage	0,123	0,221	0,194	0,18	0,158	0,156	0,201	0,135	0,209
longTerm leverage	0.076	0.089	0.125	0.104	0.083	0.083	0.095	0.049	0.14
debt/equity	0,277	0,489	0,578	0,501	0,321	0,282	0,444	0,377	0,437
capexPPE	0,14	0,318	0,241	0,248	0,206	0,231	0,355	0,346	0,185
età	46	59,5	30	34	24,5	22	13	11	8
netOver Gross	0,537	1	0,997	0,587	0,999	1	0,889	1	1
NetOver Assets	0,182	0,214	0,126	0,178	0,165	0,216	0,212	0,223	0,305
Under pricing	0,079	0,048	0,059	0,054	0,0004	0,024	0,136	0,028	0,169
Quick_ratio	1.375	1.195	1.16	1.12	1.105	1.38	1.91	1.42	1.19
Current_ratio	1.88	1.585	1.55	1.61	1.46	1.82	1.99	1.43	1.19

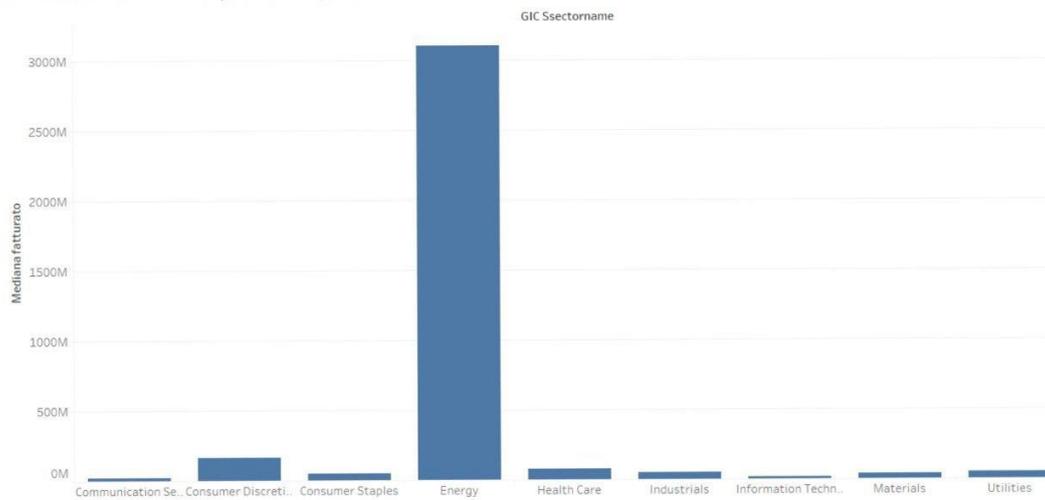
La Tabella 8 offre una panoramica dettagliata dei valori mediani degli indicatori chiave per settore relativi all'anno di quotazione delle imprese nel campione. Il settore "industrials" si distingue per il numero elevato di aziende, cioè 39, seguito da "consumer discretionary" e dal settore IT, riflettendo in una maggiore propensione alla quotazione la loro natura competitiva e innovativa. Questa natura più dinamica e in rapida evoluzione del settore IT si manifesta anche nell'età delle imprese: insieme alle imprese di telecomunicazioni e di beni pubblici risultano essere molto meno mature del resto del campione. Un comportamento opposto si riscontra nel settore dei materiali e in quello energetico, le cui imprese risultano molto più mature oltre che grandi, come mostrato in figura 23.

La dimensione delle imprese, misurata attraverso il numero di dipendenti, le vendite e il totale attivo, varia notevolmente tra i settori: le imprese del settore energetico sono solo tre ma risultano molto più grandi delle altre,

mentre quelle di telecomunicazioni e informatiche si quotano quando ancora non sono molto grandi. Per quanto riguarda la redditività, continua il settore energetico ad avere i valori più alti contrapponendosi alle imprese manifatturiere che riportano valori decisamente bassi nell'anno di quotazione. Sull'indebitamento, invece, la situazione è inversa, e risultano più indebitate le manifatturiere e le industriali. Le imprese del settore dei beni pubblici e di quello energetico si differenziano dalle altre per gli investimenti in capitale fisso, soprattutto per la natura del loro business, mentre non si riscontrano particolari differenze tra le altre imprese. Passando agli indici di liquidità, che sono indicatori della capacità di un'azienda di far fronte ai propri obblighi a breve termine, si hanno valori in generale non molto diversi, ma con le imprese IT che si distinguono con un valore mediano di 1.99 per il rapporto corrente, mostrando una forte posizione di liquidità, e con le imprese "utilities" che con un rapporto corrente di 1.19 indicano una maggiore vulnerabilità a problemi di liquidità nel breve termine rispetto alle altre.

Della quotazione si possono ancora analizzare i proventi e l'underpricing. Le differenze più evidenti tra i settori si riscontrano sullo 0.5 circa di valore mediano di proventi netti su lordi dei settori energetico e delle imprese sensibili ai cicli economici, mentre le altre riportano valori molto più alti. Infine, l'underpricing risulta più alto nei settori "utilities" e IT: le imprese informatiche spesso operano in un ambiente innovativo e competitivo, dove il successo di un'azienda può dipendere da fattori incerti come l'adozione di nuove tecnologie e l'introduzione di prodotti rivoluzionari. Questa incertezza può portare gli investitori a richiedere uno sconto maggiore sul prezzo di offerta iniziale per compensare i rischi percepiti, risultando in un underpricing più elevato.

Mediana fatturato alla quotazione per settore



Mediana fatturato alla quotazione per settore

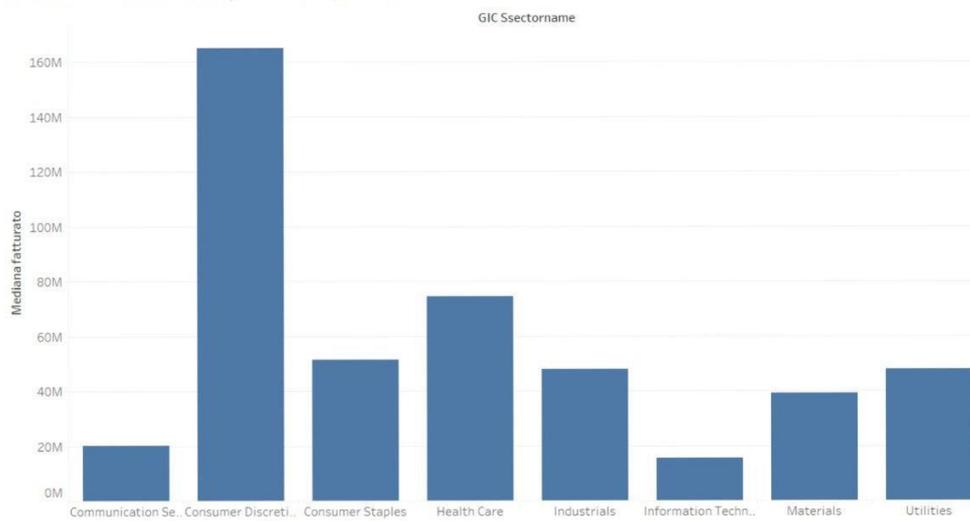


Figura 27 – Fatturato mediano alla quotazione per settore. Nella seconda immagine viene riportato il dettaglio escludendo il settore energetico. Fonte: elaborazione personale

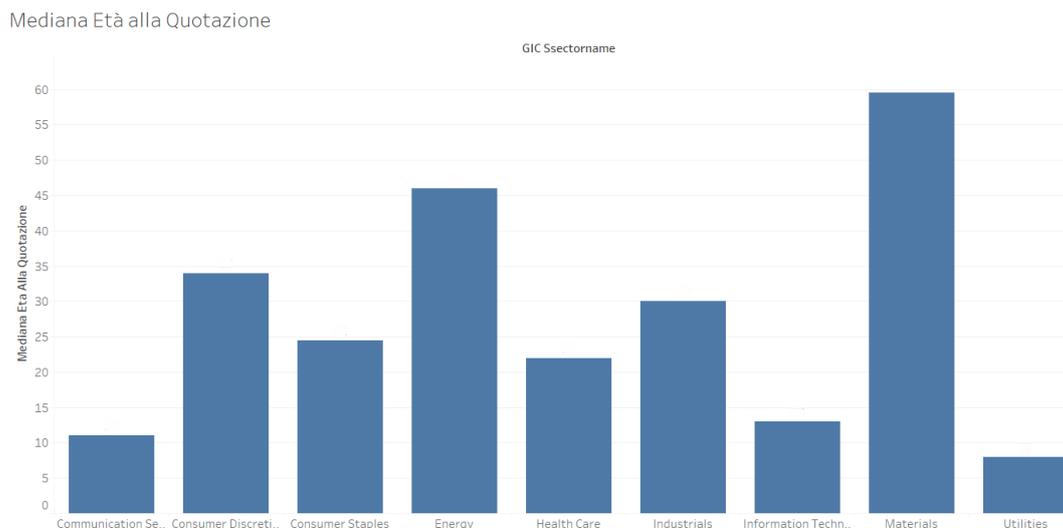


Figura 28 - Dettaglio dell'età mediana delle imprese nell'anno di quotazione per ogni settore.

5.2.5 Andamento storico delle caratteristiche delle imprese nell'anno di quotazione

L'analisi dell'andamento storico delle caratteristiche delle imprese al momento della quotazione in borsa rappresenta un aspetto cruciale per comprendere le dinamiche e le evoluzioni del mercato azionario italiano. Il periodo analizzato è caratterizzato da alcuni eventi economici particolari, come la crisi finanziaria del 2008 e la successiva ripresa, e anche dall'introduzione di regolamentazioni e strumenti che hanno influenzato il comportamento delle imprese e degli investitori. Lo scopo è quello di identificare i cambiamenti nelle principali variabili economico-finanziarie, settoriali e dimensionali, in modo da fornire un quadro dettagliato delle condizioni al momento della quotazione negli anni e permettendo di individuare pattern ricorrenti e possibili correlazioni.

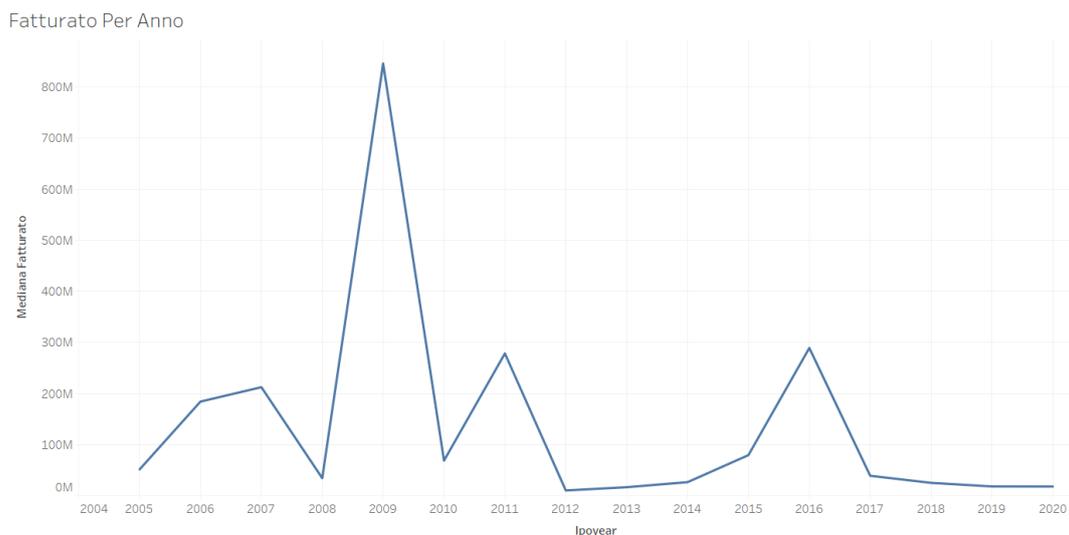


Figura 29 - Andamento storico mediana fatturato nell'anno di quotazione. Fonte: elaborazione personale.

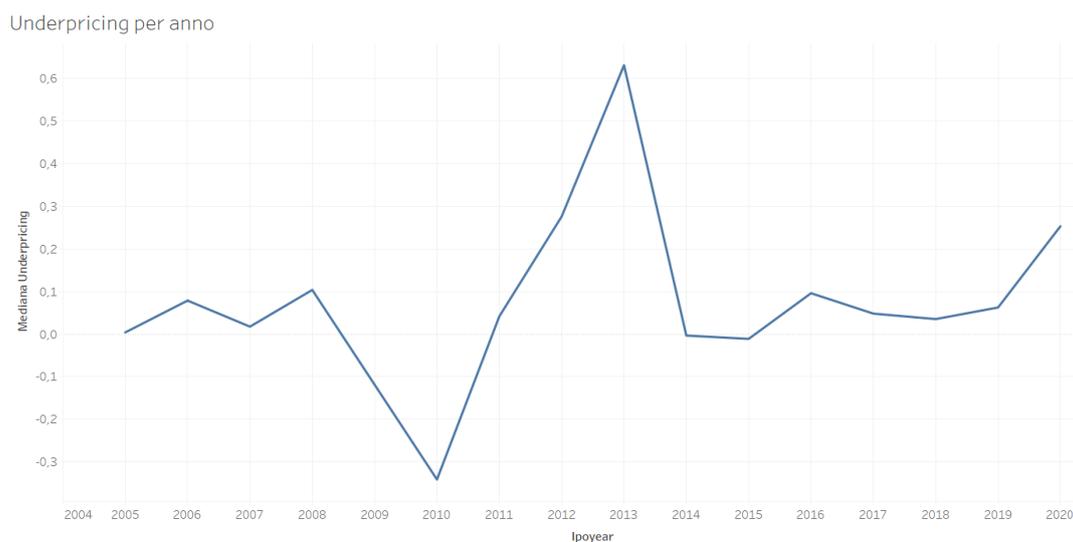


Figura 30 - Andamento storico mediana underpricing. Fonte: elaborazione personale.

Come si nota in Figura 29, in cui viene riportato il valore mediano anno per anno del fatturato delle imprese del campione, la dimensione delle imprese che si quotano va diminuendo: si vede infatti chiaramente un trend decrescente che va a confermare l'aumento delle quotazioni sul mercato EGM delle pmi. Il picco sul 2009 è dato dal fatto che nel campione è presente un'unica grande impresa quotata in quell'anno,

portando quindi il fatturato mediano a valori anormali. In Figura 30 viene invece riportato l'andamento storico della mediana dell'underpricing: oltre al fatto di aver toccato valori negativi negli anni della crisi, non si nota un trend evidente. Unica nota da evidenziare è il picco sul 2013, di cui si hanno solo 3 dati a disposizione di cui valori "anormali", portando quindi l'underpricing ad essere molto più elevato rispetto agli altri anni.

Un altro tipo di informazione che offre spunti significativi per interpretare le sfide e le opportunità che hanno caratterizzato il processo di quotazione in Italia in questi anni è quello sui proventi della quotazione, il cui andamento nel tempo riflette le condizioni economiche generali, le dinamiche di mercato e le strategie aziendali adottate dalle imprese. Il grafico in Figura 31 riporta i valori nel tempo del rapporto proventi netti su lordi: già dagli studi di Carpenter e Rondi del 2006 si può vedere un netto cambiamento. Nella prima parte dell'arco temporale considerato, si ha un declino di questo valore fino agli anni della crisi; dopodiché si ha una ripresa che, negli ultimi anni, si assesta su una mediana di 1. Il fatto che i valori di questo rapporto stiano aumentando negli ultimi anni è un segnale positivo perché l'azienda che si quota può così massimizzare i benefici finanziari derivanti dall'accesso al mercato azionario: un alto rapporto indica che una parte significativa dei fondi raccolti attraverso la quotazione è effettivamente disponibile per l'azienda, che dispone così di più capitale per finanziare progetti di crescita, innovarsi e rafforzare la propria posizione finanziaria. Il grafico riportato in Figura 32 illustra l'evoluzione della mediana dei proventi netti rispetto al totale attivo per le IPO del campione. Anche in questo caso emergono segnali positivi: dopo un calo significativo iniziale, dovuto probabilmente alle difficoltà economiche generali del periodo della crisi, si ha una forte ripresa che presenta inizialmente delle oscillazioni. Dal 2016 in poi, il grafico mostra una crescita costante, con un incremento particolarmente accentuato tra il 2018 e il 2020, anno in cui il valore raggiunge il suo massimo superando lo 0.5. Questa crescita potrebbe essere indicativa di un miglioramento delle condizioni economiche generali e di una maggiore efficienza delle

imprese che si sono quotate negli ultimi anni: un alto valore di questo rapporto è infatti indicativo di una quotazione di successo che ha un impatto trasformativo sulla capacità finanziaria e strategica dell'azienda. In sintesi, il fatto che sia il rapporto proventi netti su lordi che proventi netti su totale attivo stiano crescendo nel tempo, assicura non solo che mediamente le aziende stiano raccogliendo capitali in modo efficiente, ma anche che questi abbiano un'impatto sostanziale sul bilancio e sulle capacità operative, migliorando le prospettive di crescita e di successo a lungo termine.

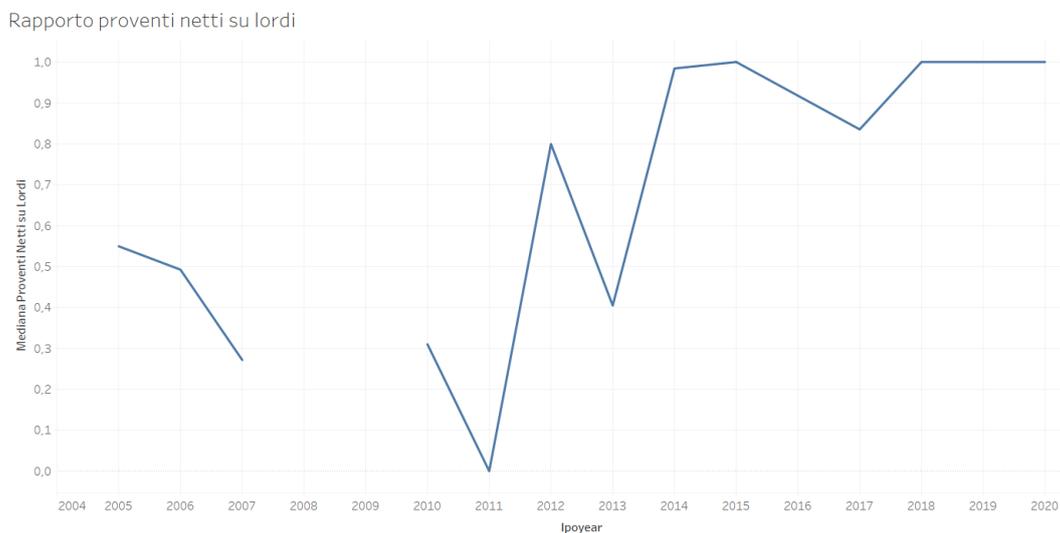


Figura 31 - Andamento storico della mediana del rapporto proventi netti su proventi lordi per il campione. Fonte: elaborazione personale.

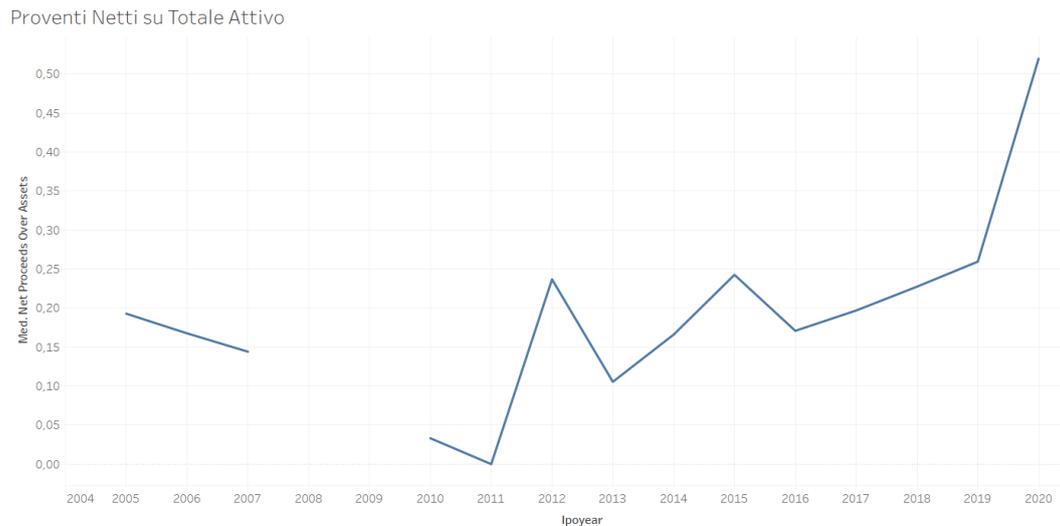


Figura 32 - Andamento storico della media del rapporto proventi netti su totale attivo per il campione. Fonte: elaborazione personale.

Per dare una significatività statistica a questo miglioramento nel tempo di determinati valori che riguardano sia le imprese in sé che le loro quotazioni, si è diviso il dataset in due gruppi in base all'anno dell'IPO in modo da poter effettuare dei test. È stato scelto di dividere il dataset in imprese che hanno effettuato l'IPO tra il 2005 e il 2012 e imprese quotate tra il 2013 e il 2020 in modo da tenere fuori per il secondo gruppo gli effetti della crisi finanziaria del 2009. In base a questa suddivisione sono quindi stati calcolati i valori delle mediane per ogni indicatore, riportati in Tabella 9. Gli apici riportati fanno riferimento ai valori di significatività statistica trovati effettuando il Wilcoxon rank-sum test (Mann-Whitney) sulla differenza delle mediane, così da determinare se le differenze osservate tra i gruppi sono sufficientemente robuste da non essere attribuibili al caso.

Tabella 9 - Andamento storico delle mediane delle principali variabili, dividendo per IPO avvenute tra il 2005 e il 2012 e IPO tra il 2013 e il 2020. Gli apici (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività (1%, 5%, 10%) per il test di differenza delle mediane Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney). Fonte: elaborazione personale.

	2005-2012	2013-2020
Numero imprese	39	121
empl	746,05	101,15 ^a
sales (milioni €)	156	24,5 ^a
Totalass (milioni €)	191	41,5 ^a
roa	0,111	0,107
ros	0,088	0,096
roe	0,077	0,088
debt (milioni €)	31,4	8,27 ^a
longTerm debt (milioni €)	16,2	3,94 ^c
Leverage	0,179	0,180
longTermLeverage	0,072	0,106
debt/equity	0,513	0,443
capexPPE	0,265	0,291
Età (anni)	33	19
netOverGross	0,49	1 ^a
netOverAssets	0,159	0,188
Underpricing	0,05	0,058
quick_ratio	1.07	1.35 ^c
current_ratio	1.51	1.66

Le imprese del gruppo con IPO più recente presentano una mediana del numero di dipendenti significativamente inferiore rispetto all'altro (101 contro 746, con significatività del 1%), suggerendo che le imprese più piccole hanno trovato maggior accesso al mercato dei capitali in tempi più recenti: a conferma di questa tendenza, anche le vendite e il totale dell'attivo sono notevolmente inferiori nel secondo periodo. Per quanto riguarda la redditività, non si registrano particolari differenze indicando che

le aziende quotate più recentemente non sono state in grado di generare un rendimento leggermente migliore per i loro azionisti.

Sull'indebitamento, notando un calo significativo della mediana del debito finanziario totale e del debito finanziario a lungo termine, si potrebbe essere portati a dire che vi è una tendenza verso una maggiore prudenza finanziaria o una minore necessità di indebitamento più recentemente: in realtà, questo potrebbe solo essere il risultato del fatto che sempre più pmi stanno quotandosi in borsa, abbassando le mediane di questi valori. A sostegno di quest'ultima ipotesi, si può andare ad osservare i valori di leva finanziaria e del rapporto debito/equity, che vanno a rapportare il debito con il totale dell'attivo e con l'equity; questi indicatori non mostrano alcun cambiamento significativo, portando a pensare che non vi sia stata effettivamente una diminuzione nel tempo del livello di indebitamento con cui un'impresa va a quotarsi. Non si registrano variazioni significative neanche sull'indicatore capex su immobilizzazioni materiali, né sull'underpricing.

L'età mediana delle imprese al momento dell'IPO è diminuita drasticamente, da 29 a 18 anni, indicando che le aziende più giovani stanno cercando di entrare in borsa prima rispetto al passato. Si nota inoltre un miglioramento della liquidità: l'indicatore "quick ratio" è aumentato da 1,07 a 1,35 (con significatività del 10%): quindi, recentemente, le imprese sono entrate sul mercato con una maggiore capacità di coprire i propri debiti a breve termine, riflettendo una maggiore attenzione alla gestione della liquidità.

Quello che era stato anticipato nelle figure 31 e 32 sui proventi della quotazione viene qui confermato dall'alta significatività ottenuta col test Wilcoxon sulla differenza delle mediane per il rapporto proventi netti su lordi. Viene quindi ribadita la tendenza recente di una quotazione che riesce a raccogliere più capitale e che può effettivamente apportare una buona quantità di risorse all'azienda in modo da sfruttare l'IPO per crescere e innovarsi. Molti dei cambiamenti osservati negli ultimi anni,

probabilmente, sono da attribuire al fatto che le pmi stanno finalmente trovando il loro posto nel mercato dei capitali, anche grazie al mercato apposito: si può osservare questa tendenza vedendo che molte delle differenze discusse in questa sezione riprendono dei concetti di cui si è già discusso nella sezione dedicata al confronto delle caratteristiche delle imprese nell'anno di quotazione per mercato di quotazione (EGM o EXM).

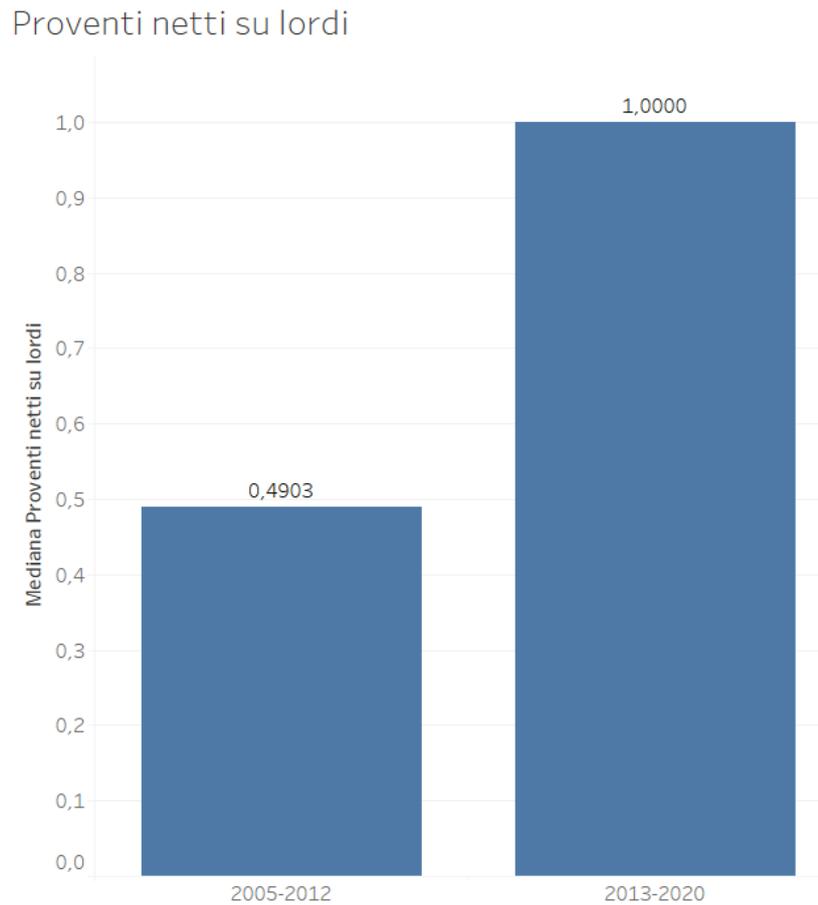


Figura 33 - Mediana proventi netti su lordi per le imprese con IPO nel 2005-2012 e 2013-2020.
Fonte: elaborazione personale.

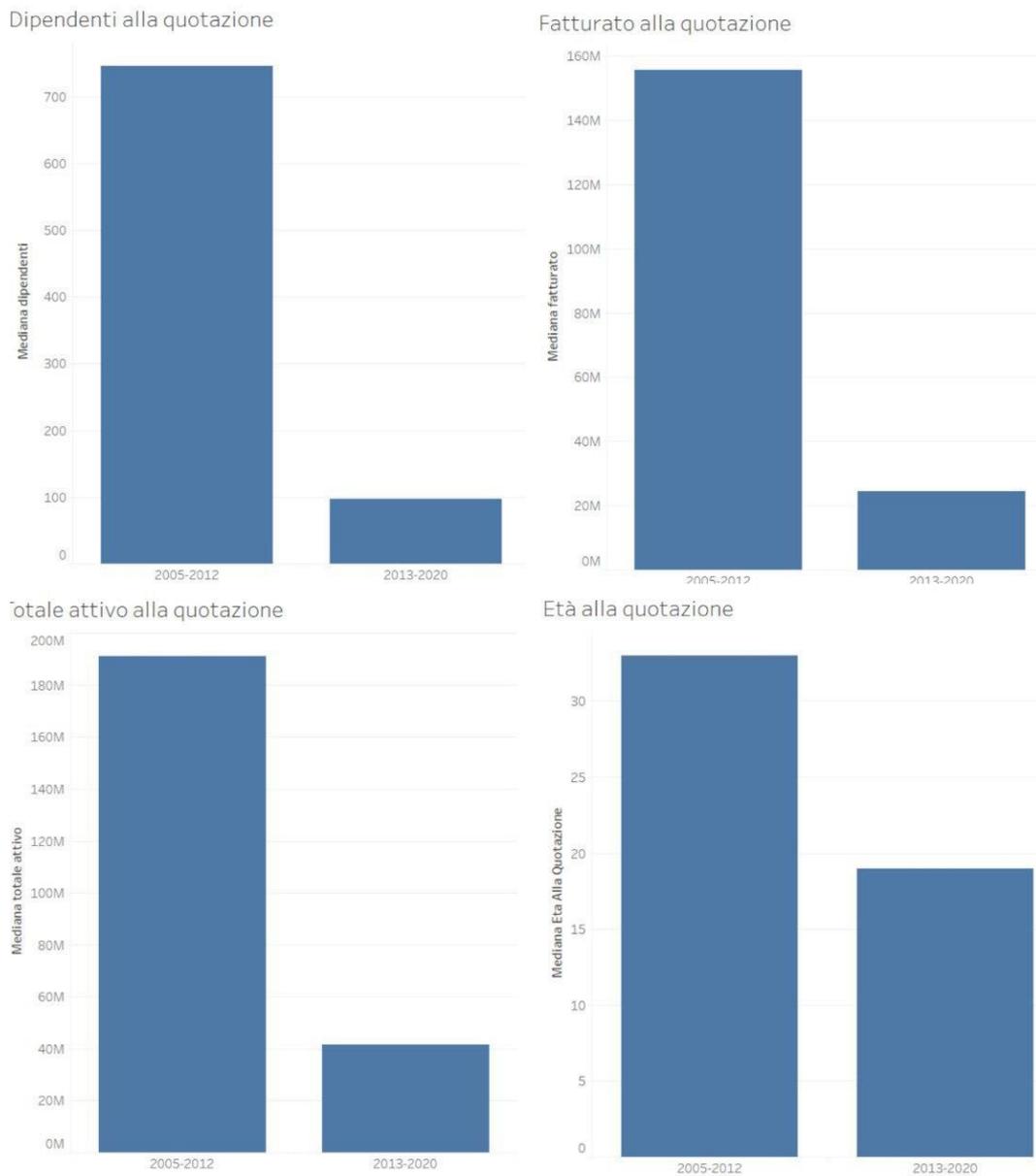


Figura 34 - Dettaglio mediana dipendenti, fatturato, totale attivo e età delle imprese nell'anno di quotazione dividendo il campione in imprese con IPO dal 2005 al 2012 e IPO dal 2013 al 2020. Fonte: elaborazione personale.

5.2.6 Serie temporali sulle imprese pre e post quotazione

Per iniziare a comprendere gli effetti diretti e indiretti dell'IPO, si può effettuare anche un'analisi delle variabili principali negli anni intorno a

questo evento: attraverso delle serie temporali si cerca di individuare tendenze chiave per capire cosa succede all'impresa e si possono identificare differenze sui comportamenti dei diversi tipi di aziende.

Tabella 10 – Serie temporale della mediana delle variabili principali per il campione. Fonte: elaborazione personale.

	t-1	t+0	t+1	t+2	t+3
empl	148,5	154	180	212,5	257,5
sales (milioni €)	33,8	36,7	46,9	61	72,7
totalass (milioni €)	35	52,9	65,2	91	108
roa	0,14	0,108	0,1	0,1	0,1
ros	0,09	0,091	0,08	0,08	0,07
roe	0,14	0,086	0,085	0,08	0,07
leverage	0,22	0,18	0,245	0,245	0,26
capexPPE	0,266	0,281	0,266	0,221	0,193
quick_ratio	1	1,25	1,19	1,13	1,13
current_ratio	1,31	1,61	1,565	1,46	1,45
controllingshare(%)	71,1	55,03	55,11	53,29	53,97

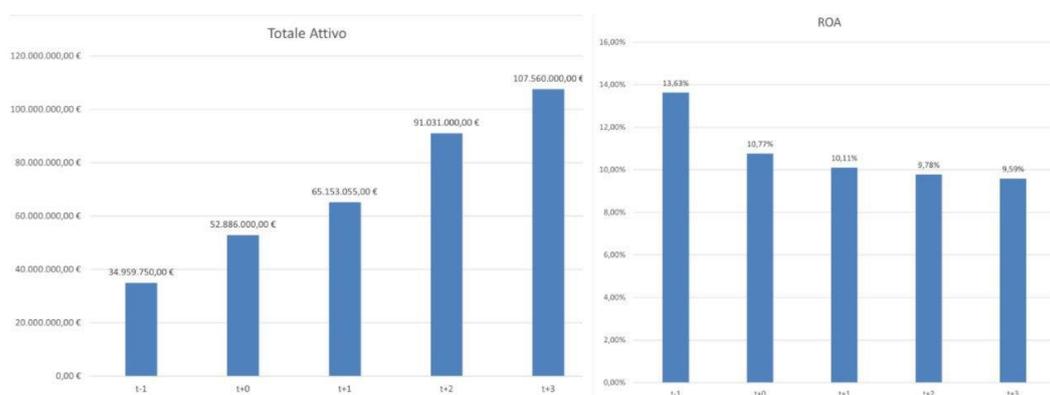


Figura 35 - Serie temporali delle mediane del totale attivo e del roa per il campione. Fonte: elaborazione personale.

La Tabella 10 mostra i valori mediani di diverse variabili chiave relative alle aziende nel periodo che va da un anno prima dell'IPO fino a tre anni dopo. Si nota innanzitutto una crescita importante delle dimensioni aziendali: il numero di dipendenti, le vendite e il totale attivo aumentano costantemente, potenzialmente grazie all'accesso a maggiori capitali e alla visibilità acquisita, mostrando una tendenza positiva a espandere la loro forza lavoro e le risorse aziendali e a generare ricavi dopo la quotazione. Una nota negativa si comincia a intravedere con l'andamento della redditività: roa, ros e roe cominciano a scendere già dall'anno della quotazione, suggerendo le ipotesi viste in letteratura di scelta dell'ipo nel momento migliore, magari di overperformance, dell'azienda, in modo da generare più ricavi. Sulla struttura finanziaria non si notano cambiamenti importanti, ma si osserva una diminuzione della leva finanziaria nell'anno dell'IPO e un rapporto capex su immobilizzazioni materiali che diminuisce nei tre anni dopo. La liquidità, rappresentata dai "quick" e "current" ratio, subisce un incremento iniziale che va poi a stabilizzarsi su valori leggermente più bassi ma comunque migliori rispetto ai valori pre-IPO.

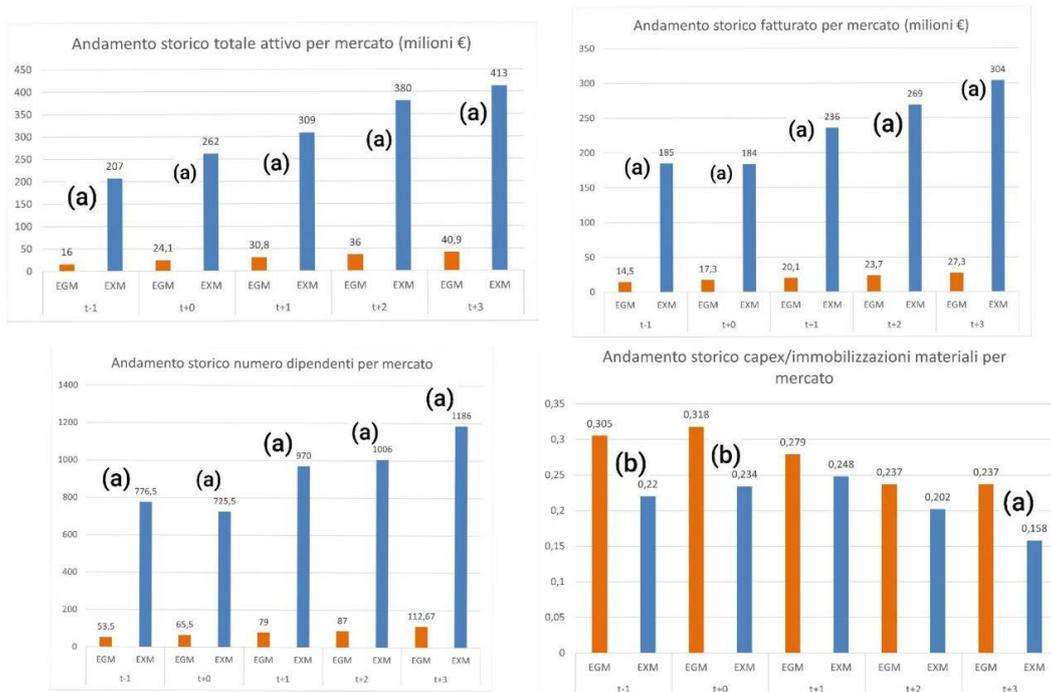


Figura 36 - Serie temporali delle mediane degli indicatori più rilevanti in base al mercato di quotazione. Le lettere (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%) per il test Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) sulla differenza delle mediane. Fonte: elaborazione personale.

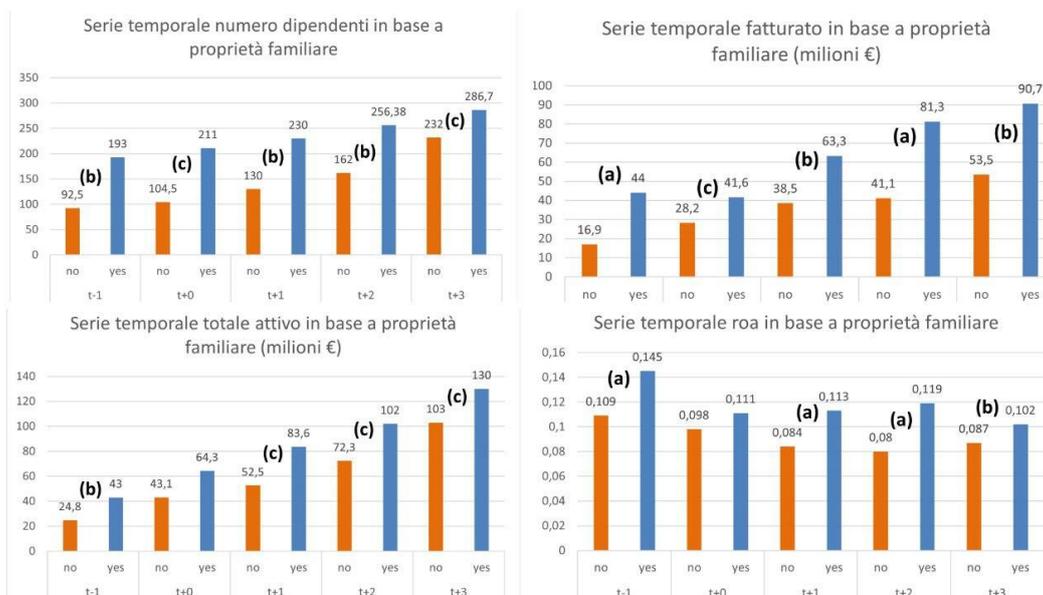


Figura 37 - Serie temporali delle mediane degli indicatori più rilevanti in base alla proprietà familiare. Le lettere (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%) per il test Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) sulla differenza delle mediane. Fonte: elaborazione personale.

(1%,5%,10%) per il test Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) sulla differenza delle mediane.
Fonte: elaborazione personale.

Nelle figure 36, 37, 38 e 39 vengono riportati i valori delle serie temporali delle mediane di alcuni indicatori dividendo in gruppi in base a mercato di quotazione, proprietà familiare, maturità, anno dell'IPO. Le differenze più significative per mercato riguardano la dimensione dell'impresa, come ci si aspetta chiaramente per la natura di EXM e EGM; si nota invece una differenza importante sul rapporto tra i capex e le immobilizzazioni materiali, con EGM che riporta valori più alti sia inizialmente che dopo tre anni.

Dividendo i dati invece per proprietà familiare, si notano differenze tra i due gruppi sulla redditività degli asset che rimane praticamente sempre più basse per le imprese non familiari, oltre ad avere un trend in continua decrescita; invece, per le familiari, si ha un andamento oscillante ma che si tiene comunque al di sopra dell'altro gruppo. A livello di dimensione aziendale mostrano differenze quasi sempre significative in base ai valori assoluti sia di numero di dipendenti che di fatturato e totale attivo, mentre entrambi i gruppi riportano continua crescita per tutti questi indicatori.

Anche dalla suddivisione per maturità delle imprese si notano comportamenti particolari. Per numero di dipendenti e fatturato si ha lo stesso comportamento, ovviamente su scale diverse, per tutt'e due i gruppi. Sulla redditività e, in particolare, sul roa, si nota che per l'anno prima dell'IPO non ci sono differenze significative tra mature e giovani, e infatti si assestano su un valore del 13%. Per le giovani, però, si registra un calo drastico del roa, che scende prima al 9% e poi subito al 7%; per le altre si ha comunque una diminuzione ma meno importante, calando gradualmente all'11% per arrivare ad un 10% dopo 3 anni dall'IPO. Sugli investimenti si ha una differenza soprattutto iniziale, in quanto per le mature crescono leggermente tra t-1 e l'anno della quotazione, mentre per le giovani si ha un andamento oscillante; entrambi i gruppi riportano però poi un calo continuo da t+1 a t+3.

Per quanto riguarda invece il confronto riportato in figura 39 tra le imprese che si sono quotate tra il 2005 e il 2012 e tra il 2013 e il 2020 si notano, a conferma di quanto visto nel corso dell'analisi, grandi differenze sulla dimensione mediana dell'impresa (data da dipendenti, fatturato, totale attivo), ma anche sulla serie temporale della liquidità, data dal rapporto corrente: entrambe presentano lo stesso andamento, ma i valori per le imprese quotate più recentemente sono sempre significativamente più alti.

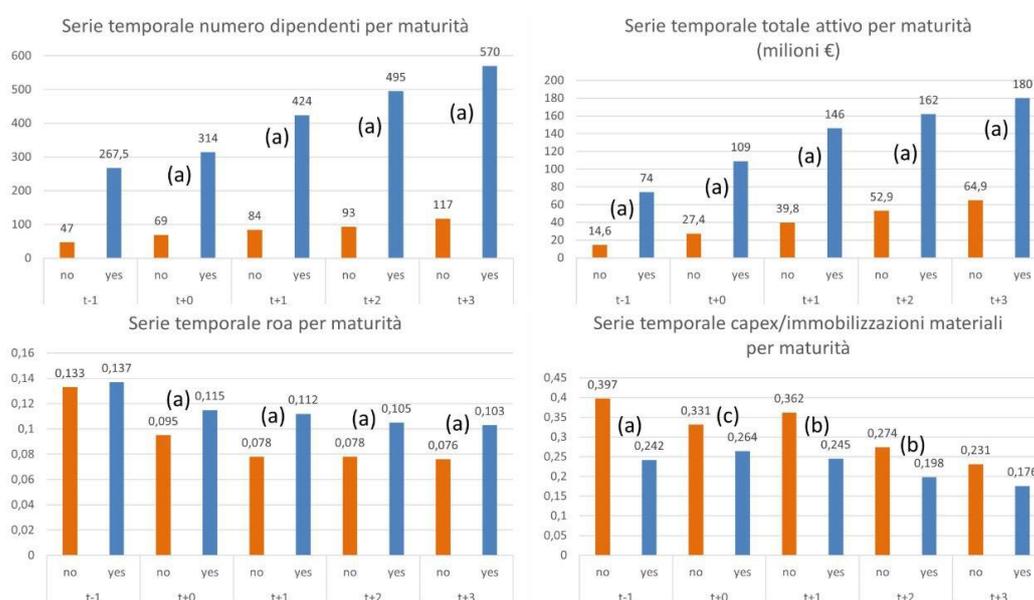


Figura 38 - Serie temporali delle mediane degli indicatori più rilevanti in base alla maturità. Le lettere (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%) per il test Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) sulla differenza delle mediane. Fonte: elaborazione personale.

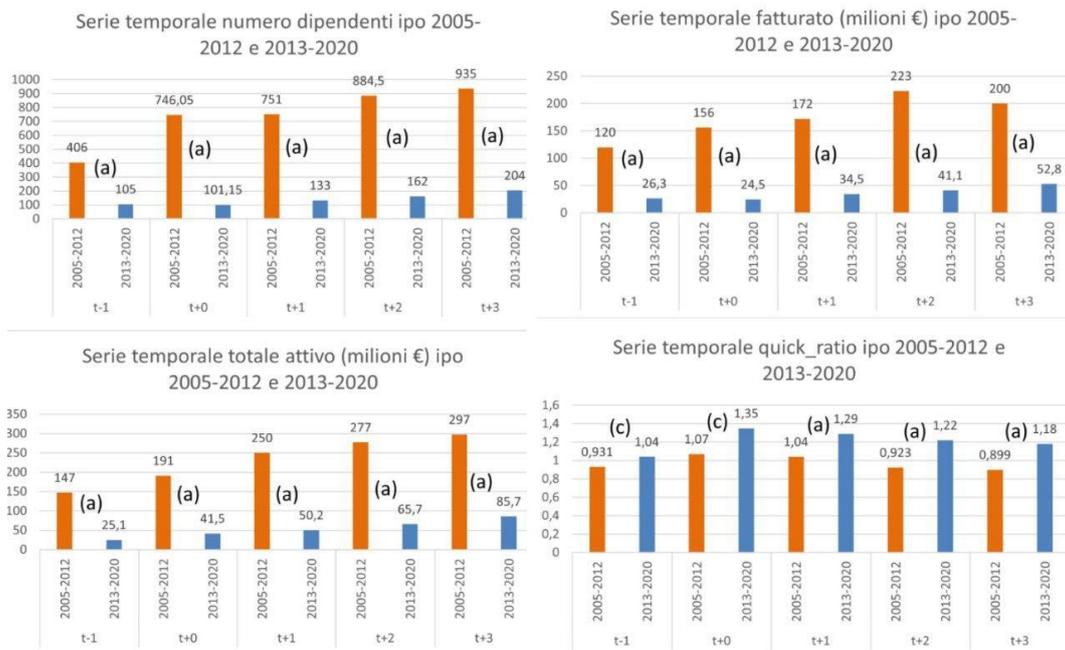


Figura 39 - Serie temporali delle mediane degli indicatori più rilevanti in base all'anno di quotazione. Le lettere (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%) per il test Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) sulla differenza delle mediane. Fonte: elaborazione personale.

Nelle tabelle 11, 12, 13, 14, 15, vengono riportati dei confronti tra la situazione prima e dopo la quotazione, in base alle variabili principali utilizzate nel corso dell'analisi: i valori mostrati rappresentano le mediane delle medie calcolate su due anni per le imprese per cui sono disponibili osservazioni, e su queste vengono poi eseguiti dei test di significatività. Il test utilizzato è il Wilcoxon sign-rank per la differenza delle mediane, il quale è un test non parametrico che si applica nel caso di un campione singolo con due misure accoppiate: tipicamente viene usato per valutare l'efficacia di un trattamento misurandone gli effetti prima e dopo l'applicazione.

Campione intero

Per quanto riguarda il campione intero in tabella 11, si nota, in contrasto con quanto trovato precedentemente, un calo del numero di dipendenti rispetto alla situazione pre-quotazione: questo lascia pensare ad una ristrutturazione della forza lavoro, forse per migliorare l'efficienza operativa; le vendite e il totale attivo, invece, crescono significativamente. Si continua a riscontrare, a proposito della redditività, un calo importante per tutti gli indicatori: il roa, per esempio, passa dal 13,6% al 10,2%, e il roe crolla dal 14,6% all'8,4%. Si nota anche un lieve aumento della leva finanziaria, e del rapporto capex su immobilizzazioni materiali, anche se non significativo.

Confronto mercato EGM e mercato EXM

Confrontando tra mercato EGM e EXM in tabella 12, troviamo un aumento significativo di tutte le variabili dimensionali per entrambi i mercati. Anche sulla redditività non si notano differenze, in quanto diminuisce concordemente; unica nota è che su EGM accade con una significatività dell'1% anche per ros e roe. Si riscontrano invece leggere discrepanze per la leva finanziaria e per capexPPE. La leva, infatti, aumenta leggermente per EGM, mentre scende per EXM con una significatività del 10%; EGM, poi, riduce in modo rilevante il rapporto capex su immobilizzazioni materiali, da 0.39 a 0.29, mentre in EXM aumenta lievemente da 0.20 a 0.22.

Confronto in base alla proprietà familiare

Altre considerazioni emergono dividendo il campione in base alla proprietà familiare in tabella 13. Se non riscontrano infatti particolari cambiamenti riguardo al totale attivo rispetto a quanto già analizzato prima, si registra

una tendenza opposta per il numero di dipendenti: per le imprese non familiari si ha un incremento significativo da 155 a 191, mentre per le familiari si un calo importante da 294 a 219. Anche per il fatturato si registra un calo per le familiari. Altra differenza, ma lieve, si nota sulla leva finanziaria che diminuisce leggermente per le non familiari e aumenta di poco invece per le familiari.

Confronto in base alla maturità

La tabella 14 confronta le caratteristiche delle imprese pre e post IPO in base alla loro maturità alla quotazione in borsa. Le imprese mature hanno un numero mediano di dipendenti maggiore rispetto alle non mature, tuttavia si nota una differenza importante: mentre per le più giovani si ha un significativo incremento degli impiegati, per le altre si una significativa diminuzione; lo stesso comportamento si riscontra per le vendite, mentre per il totale attivo entrambi riportano una crescita significativa all'1%. I test sulla profittabilità rispecchiano quanto trovato precedentemente sulle serie temporali: per le mature si ha una profittabilità pre ipo simile o leggermente più alta, ma dopo la quotazione si riscontra un calo drastico per le giovani, portandosi a livelli molto inferiori rispetto alle altre. Non si notano differenze sulla leva finanziaria, che cresce leggermente in tutti e due i casi, mentre gli investimenti riportano piccole differenze non significative, con una lieve diminuzione del rapporto capex su immobilizzazioni materiali per le giovani e un piccolo incremento per le mature. Gli indici di liquidità migliorano significativamente post IPO per entrambe le categorie, suggerendo un miglioramento della gestione della liquidità dopo la quotazione leggermente più significativo per le non mature.

Confronto in base all'anno dell'IPO (2005-2012) vs (2013-2020)

Sulla base del confronto tra le imprese con un IPO nell'arco temporale 2005-2012 e quelle del 2013-2020, illustrato in tabella 15, si possono fare ulteriori riflessioni. Le variabili dimensionali seguono l'andamento visto per il campione generale: il numero di dipendenti cresce in modo significativo per entrambi i gruppi (da 720 a 835 per le più datate, da 157 a 160 per le più recenti), mentre il fatturato e il totale attivo crescono sempre in modo significativo. Anche della redditività si può dire quanto già analizzato prima, ovvero un calo generale di tutti gli indicatori, significativo sia nel caso delle ipo recenti che dell'altro gruppo. A proposito invece della leva finanziaria, si riscontra un cambiamento nel tempo: se per le imprese con ipo del 2005-2012 si registra un calo con un livello di significatività 1% da 0.293 a 0.242, per quelle più recenti si ha un aumento, seppur non significativo, da 0.219 a 0.252. Altro indicatore per cui nel tempo si è invertita la tendenza è il rapporto capexPPE: nel passato si aveva un valore pre-ipo di 0.183 e post ipo di 0.234, riportando quindi un aumento importante, con una significatività dell'1%; sempre con lo stesso livello di significatività, si registra invece ultimamente un calo di questo indicatore, che passa da 0.277 a 0.271.

Tabella 11 - Caratteristiche delle imprese rilevate nei due anni medi che precedono e nei due anni che seguono l'IPO. (*) Test Wilcoxon sign-rank sulla differenza delle mediane. (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%). Fonte: elaborazione personale.

	Pre IPO	Post IPO	(*)
num osservazioni	91	152	
Empl	241,8	201,9	(a)
sales (milioni €)	38,2	57,8	(a)
totalass (milioni €)	39,8	81,3	(a)
Roa	0,136	0,102	(a)
Ros	0,088	0,077	(a)
Roe	0,146	0,084	(a)
debt (milioni €)	10,5	17,1	(a)
longTerm debt (milioni €)	4,85	11,9	(a)
Leverage	0,236	0,25	(b)
longTerm leverage	0,127	0,142	
capex (milioni €)	3,66	3,5	(a)
capexPPE	0,242	0,258	
quick_ratio	1,01	1,18	(a)
current_ratio	1,3	1,51	(a)
controllingshare(%)	59,86	55,1	

Tabella 12 - Confronto tra i mercati sulle caratteristiche delle imprese rilevate nei due anni medi che precedono e nei due anni che seguono l'IPO. (*) Test Wilcoxon sign-rank sulla differenza delle mediane. (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%). Fonte: elaborazione personale.

	EGM			EXM		
	pre IPO	post IPO	(*)	pre IPO	post IPO	(*)
num osservazioni	32	73		59	79	
empl	82,5	92	(a)	834,5	1123,7	(a)
sales (milioni €)	13,2	23,1	(a)	200	253	(a)
totalass (milioni €)	15,2	32,6	(a)	218	330	(a)
roa	0,145	0,086	(a)	0,13	0,109	(b)
ros	0,087	0,062	(a)	0,088	0,091	
roe	0,22	0,046	(a)	0,107	0,118	
debt (milioni €)	3,39	7,74	(a)	51,3	83,8	(a)
longTerm debt (milioni €)	1,65	5,35	(a)	24,4	37,4	(a)
leverage	0,24	0,265		0,236	0,224	(c)
longTerm leverage	0,14	0,146		0,124	0,133	
capex (milioni €)	0,457	0,843	(b)	7,56	13	(a)
capexPPE	0,396	0,293	(b)	0,207	0,225	(c)
quick_ratio	1	1,36	(a)	1,02	1,06	(a)
current_ratio	1,25	1,63	(a)	1,35	1,39	(a)
controllingshare(%)				59,86	57,19	

Tabella 13 - Confronto in base alla proprietà familiare sulle caratteristiche delle imprese rilevate nei due anni medi che precedono e nei due anni che seguono l'IPO. (*) Test Wilcoxon sign-rank sulla differenza delle mediane. (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%). Fonte: elaborazione personale.

	Non familiari			Familiari		
	pre IPO	post IPO	(*)	pre IPO	post IPO	(*)
num osservazioni	32	61		59	91	
Empl	124,5	160	(a)	299	229	(a)
sales (milioni €)	22	37,6	(a)	73,3	64,1	(a)
totalass (milioni €)	26	61,9	(a)	87,4	89,2	(a)
Roa	0,104	0,08	(a)	0,146	0,116	(a)
Ros	0,086	0,073	(a)	0,088	0,081	(c)
Roe	0,108	0,055	(a)	0,163	0,097	(a)
debt (milioni €)	7,88	16,7	(a)	19	17,1	(a)
longTerm debt (milioni €)	3,99	12,4	(a)	9,07	11,7	(a)
Leverage	0,247	0,233		0,231	0,257	(c)
longTerm leverage	0,114	0,151		0,132	0,139	
capex (milioni €)	1,79	1,97	(a)	3,72	4,32	(a)
capexPPE	0,301	0,309		0,233	0,248	
quick_ratio	1,06	1,27	(a)	1	1,07	(a)
current_ratio	1,23	1,39	(a)	1,32	1,53	(a)
controllingshare(%)				59,86	55,5	

Tabella 14 - Confronto in base alla maturità sulle caratteristiche delle imprese rilevate nei due anni medi che precedono e nei due anni che seguono l'IPO. (*) Test Wilcoxon sign-rank sulla differenza delle mediane. (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%). Fonte: elaborazione personale.

	Non mature			Mature		
	pre-IPO	post IPO	(*)	pre IPO	post IPO	(*)
num osservazioni	28	53		63	99	
Empl	86,5	92,5	(a)	645,1	451	(a)
sales (milioni €)	14,5	35,6	(a)	98,1	93,9	(a)
totalass (milioni €)	15,7	50,5	(a)	132	154	(a)
Roa	0,136	0,07	(a)	0,135	0,112	(a)
Ros	0,077	0,046	(a)	0,094	0,088	
Roe	0,098	0,030	(a)	0,158	0,114	(a)
debt (milioni €)	3,29	11,3	(a)	31,7	24,1	(a)
longTerm debt (milioni €)	1,57	7,64	(a)	12,6	14,2	(a)
Leverage	0,229	0,232		0,252	0,257	(a)
longTerm leverage	0,11	0,119		0,132	0,145	
capex (milioni €)	2,59	1,31	(a)	5,44	7,13	(a)
capexPPE	0,4	0,35		0,208	0,225	
quick_ratio	1,05	1,27	(a)	0,999	1,12	(a)
current_ratio	1,19	1,36	(b)	1,34	1,55	(a)
controllingshare(%)	57,5	49,3		70,2	57,4	

Tabella 15 - Confronto tra gli archi temporali di quotazione sulle caratteristiche delle imprese rilevate nei due anni medi che precedono e nei due anni che seguono l'IPO. (*) Test Wilcoxon sign-rank sulla differenza delle mediane. (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%). Fonte: elaborazione personale.

	IPO 2005-2012			IPO 2013-2020		
	pre-IPO	post IPO	(*)	pre IPO	post IPO	(*)
num osservazioni	32	37		59	115	
empl	720	835	(a)	157	160	(a)
sales (milioni €)	134	244	(a)	28,9	37,6	(a)
totalass (milioni €)	178	264	(a)	26,2	60,3	(a)
roa	0,132	0,105	(c)	0,136	0,099	(a)
ros	0,087	0,076	(b)	0,092	0,077	(a)
roe	0,106	0,088	(b)	0,162	0,084	(a)
debt (milioni €)	49,3	55,2		7,53	15	(a)
longTerm debt (milioni €)	16,9	17,8		3,37	10,5	(a)
leverage	0,293	0,242	(a)	0,219	0,251	
longTerm leverage	0,125	0,077	(c)	0,129	0,146	(b)
capex (milioni €)	7,54	9,99	(a)	2,47	2,2	(a)
capexPPE	0,183	0,234	(a)	0,277	0,271	(a)
quick_ratio	0,964	0,954	(a)	1,06	1,26	(a)
current_ratio	1,27	1,36	(a)	1,34	1,54	(a)
controllingshare(%)	57,48	58,2		70,17	52,22	

5.3 Analisi econometrica del campione

In questa parte della tesi viene condotta un'analisi econometrica dettagliata per esaminare l'effetto della quotazione in borsa sul comportamento delle imprese del campione in termini di struttura finanziaria, investimento e crescita; questa ricerca si ispira a un quadro metodologico introdotto da Pagano, Panetta e Zingales, i quali sono stati tra i primi a esplorare gli effetti dell'IPO sulle aziende. L'analisi si concentra sul mercato italiano, cercando anche di valutare non solo il mercato nel suo insieme ma anche esplorando alcune possibili suddivisioni del dataset.

5.3.1 Il modello

I dati relativi alle società quotate sul mercato italiano riguardano il periodo che va dal 2004 al 2023, includendo dati panel relativi a imprese che si sono quotate tra il 2005 e il 2020; il modello proposto consente di osservare gli effetti della quotazione non solo nell'anno dell'IPO, ma anche nei tre anni successivi, includendo una finestra di controllo che comprende l'anno precedente la quotazione. I dati presentano due dimensioni principali: una cross-sezionale, che riguarda le differenze tra le diverse imprese, e una temporale, che considera le variazioni nel tempo per ciascuna impresa. La regressione con effetti fissi è ampiamente utilizzata per analizzare i dati panel, poiché consente di tenere sotto controllo l'influenza delle variabili omesse che possono variare tra le diverse imprese ma che rimangono costanti nel tempo; oltre agli effetti fissi specifici per ciascuna azienda, è possibile ampliare il modello per includere anche effetti temporali. Questi catturano le variazioni che sono uniformi tra tutte le imprese, ma che cambiano nel tempo, permettendo così di controllare l'influenza di fattori esterni che possono incidere sul contesto economico generale durante il periodo di studio. Nel presente

lavoro è stato adottato un modello di regressione che incorpora sia gli effetti fissi aziendali che temporali, ispirandosi al modello introdotto da Pagano, Panetta e Zingales nel 1998 e successivamente rielaborato in ulteriori studi, tra cui quelli di Carpenter, Rondi (2004) e di Paleari, Pellizzoni, Vismara (2008). Il modello scelto è stato progettato per esaminare l'impatto che la quotazione in borsa ha sul comportamento delle imprese nel periodo successivo all'IPO, utilizzando un insieme di variabili che riflettono la situazione finanziaria, la crescita e la performance delle aziende, e assume la seguente forma:

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

I simboli i e t rappresentano rispettivamente le diverse imprese e i vari periodi temporali; in particolare il periodo temporale considerato va dal 2004 al 2023. L'indice j indica invece gli anni che vanno da 0 a +3 rispetto all'anno in cui si è verificata l'IPO. La $y_{i,t}$ rappresenta un indicatore specifico, che può essere finanziario, di crescita, o di performance, rilevato per l'impresa i nel periodo t . La variabile IPO_{t-j} è una dummy che assume valore 1 se l'IPO è avvenuta nell'anno $t-j$, e 0 altrimenti; i suoi parametri β_j stimati nel modello permettono di comprendere l'impatto dell'IPO sulla variabile y : un valore positivo di β_j indicherebbe un aumento dell'indicatore y a seguito della quotazione in borsa, rispetto alla situazione precedente, mentre un valore negativo indicherebbe una diminuzione. Per questo motivo, il periodo precedente all'IPO serve come riferimento di controllo per lo stesso soggetto (impresa) dopo la quotazione. Le variabili f_i e δ_t rappresentano rispettivamente gli effetti specifici a livello di impresa e gli effetti temporali, mentre $\varepsilon_{i,t}$ è il termine di errore che cattura l'influenza di fattori non inclusi nel modello. La costante α viene interpretata come parte degli effetti fissi legati sia alle singole imprese che al tempo.

Inoltre, nel caso del numero di dipendenti, del fatturato, del totale attivo e dei capex, il modello è stato trasformato da lineare-lineare a log-lineare, in

modo da avere una variazione percentuale indotta dalla quotazione, e assume quindi la seguente forma:

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

Stata Per implementare in Stata il modello di regressione, si è iniziato definendo i dati come panel utilizzando il comando `xtset`; in seguito, è stata utilizzata la funzione `xtreg` con l'opzione `fe`, che permette di stimare il modello con effetti fissi. Per introdurre gli effetti temporali, è stata introdotta tra le variabili dipendenti anche `i.year` (corrisponde all'insieme di variabili dummy temporali), in quanto, attraverso il comando `testparm`, è stato testato e appurato il fatto che fosse sempre necessaria l'introduzione degli effetti temporali. Infine, si è associata all'opzione `fe` anche l'opzione `vce(robust)` per consentire il corretto calcolo del test (e del p-value) in presenza di eteroschedasticità.

Dapprima viene condotta la regressione sul campione nel suo insieme; per valutare poi le differenze cross-sezionali tra i vari gruppi individuati nel campione, sono state condotte ulteriori analisi introducendo delle variabili "dummy". Il primo confronto è stato effettuato distinguendo sull'anno di quotazione (2005-2012 e 2013-2020), poi si sono confrontati i mercati EGM e EXM; grazie alla variabile *family* si è effettuato un confronto tra imprese a proprietà familiare e non, e infine si è analizzata la differenza tra imprese giovani e mature.

5.3.1 Analisi delle regressioni

In questa sezione vengono presentati e commentati i risultati dell'analisi di regressione effettuata in questo lavoro di tesi, partendo dal campione intero per poi andare a osservare come cambia la situazione se si divide il campione in base all'anno dell'IPO, al mercato di quotazione, alla proprietà familiare o alla maturità dell'impresa nell'anno di quotazione. In

tabella 16 viene mostrata una panoramica della regressione, riportando sulle colonne il numero di osservazioni e di imprese per ogni campione usato, i coefficienti della regressione per le variabili dell'IPO dalla quotazione fino a tre anni dopo, e il p-value del test F, che serve a valutare l'importanza globale del modello: testa l'ipotesi nulla secondo cui tutti i coefficienti delle variabili indipendenti, eccetto l'intercetta, siano uguali a zero, ovvero che le variabili indipendenti non abbiano alcun effetto significativo sulla variabile dipendente. Se il valore p associato al test F è inferiore a un livello di significatività predefinito (di solito 5% o 10%), si rifiuta l'ipotesi nulla, e quindi il modello con le variabili indipendenti incluse è significativamente migliore rispetto a un modello in cui non sono presenti. Non vengono riportati in tabella i coefficienti dell'intercetta e delle dummy temporali perché non è di interesse in questa analisi. Viene invece riportato, tra parentesi, sotto ogni coefficiente della regressione, il valore di deviazione standard ad esso associato: il rapporto tra il coefficiente stimato della variabile indipendente e la sua deviazione standard permette di calcolare la statistica t. Accanto a ogni variabile indipendente viene infatti mostrato il valore del test t che serve a verificare se il coefficiente di quella specifica variabile è significativamente diverso da zero, e quindi se ha un effetto statisticamente significativo sulla variabile dipendente.

In prima analisi viene osservato il risultato della regressione sul campione intero. Ci si aspetta, sia in base al concetto teorico di quotazione che ai risultati intravisti nell'analisi descrittiva precedentemente effettuata, un incremento della dimensione aziendale: questa aspettativa viene confermata da ogni indicatore usato come proxy della dimensione, e vengono riportati nel modello attraverso il logaritmo per avere una regressione loglineare e apprezzare le variazioni percentuali. Sul numero di dipendenti, nella prima riga, si nota subito come già a due anni dall'IPO si abbia un incremento altamente significativo di circa il 50%. Questa crescita viene confermata dall'incremento del fatturato, che dopo due o tre anni va ad aumentare significativamente di praticamente il 100%,

raddoppiando quindi le proprie vendite. Anche il totale attivo mostra segnali incredibilmente positivi, con incrementi anche più alti rispetto alle vendite senza perdere di significatività. Tutti i test F hanno un p-value dello 0%, a conferma della validità del modello. Questo forte segnale di crescita delle dimensioni aziendali è sicuramente positivo perché mostra chiaramente l'impatto che ha l'IPO sull'azienda non solo a breve termine ma anche nel lungo periodo, come manifestato dai valori ottenuti a t+3.

Un altro risultato che si osserva con la regressione, ma che già era stato anticipato con l'analisi descrittiva, è un drastico calo della profittabilità. Il roa, il ros, il roe mostrano tutti un calo significativo non solo nel primo anno, ma anche fino a t+3, arrivando nel caso del roa ad un calo di 3-4 punti percentuali, e nel caso del ros e del roe anche a 6-7 punti percentuali. Mentre una diminuzione di questi indici per il primo anno è intuibile e di facile spiegazione, il fatto che questa riduzione sia permanente e si protragga anche oltre apre le porte a varie spiegazioni. Infatti, per quanto riguarda il periodo di tempo immediatamente successivo ci si aspetta un decremento degli indici di profittabilità in quanto aumentano in breve tempo le risorse dell'azienda determinando un incremento repentino dei denominatori. Questo fenomeno invece del protrarsi nel tempo del declino della profittabilità è coerente con quanto trovato nella letteratura, come nello studio di Paleari, Pellizzoni, Vismara (2008) e di Pagano, Panetta, Zingales (1998), che trovano anche delle spiegazioni plausibili basate non solo sull'osservazione del fenomeno ma su ulteriori analisi e test condotti per verificare se fosse proprio l'IPO a causare questo abbassamento. Una prima ipotesi è che gli imprenditori pianificano di far coincidere il momento della quotazione con quello in cui l'impresa si trova in una situazione di profittabilità insolitamente alta (market timing), così da indurre valutazioni positive circa il loro valore; quindi, il risultato ottenuto sulla profittabilità dopo l'IPO sarebbe semplicemente dovuto ad un ritorno degli indici ad una situazione normale. In realtà, indagando ulteriormente, Pagano et al. trovano che soltanto un terzo di questa riduzione è attribuibile ad un normale ritorno

alla media: provano quindi a dare altre spiegazioni basate sui problemi informativi. Una parte dal presupposto che si verifichi una situazione di selezione avversa, e quindi che le imprese si quotino quando la loro profittabilità sta per scendere permanentemente, l'altra sull'azzardo morale, con gli azionisti di controllo che hanno un grande incentivo a estrarre benefici privati alle spese degli azionisti di minoranza.

Per quanto riguarda la struttura di capitale, si nota un calo significativo della leva finanziaria appena viene effettuata l'offerta pubblica iniziale: questa, prevedibilmente, è una conseguenza dell'afflusso di capitale di equity proveniente dalla quotazione. Questo trend decrescente sembra voler continuare anche l'anno dopo, anche se in modo meno significativo (si passa dall'1% di t+0 al 5% di t+1): questo potrebbe indicare la volontà dell'impresa di voler riequilibrare la loro struttura di capitale dopo la quotazione. Ci si aspetterebbe invece che a lungo termine ci sia un incremento della leva finanziaria, come ipotizzato spesso in letteratura, come conseguenza delle migliori condizioni di accesso al debito una volta che l'azienda va in borsa: questa situazione non viene riscontrata nel campione, che presenta invece valori di t+2 e t+3 bassi e negativi ma, comunque, non statisticamente significativi.

In merito agli investimenti, si è condotta l'analisi di regressione sia sui Capex che sull'indicatore capexPPE, per valutare separatamente il comportamento degli investimenti e per rapportarli all'andamento crescente degli asset fissi dell'impresa. Usando anche in questo caso il logaritmo nella variabile dipendente, si riescono ad apprezzare le variazioni percentuali. Tutti i coefficienti da t+0 a t+3 sono altamente significativi, ad indicare la presenza di un effetto sui capex dell'IPO; si evince dalla tabella che effettivamente i capex crescono dopo la quotazione, arrivando già circa ad un +70% dopo tre anni. Non si può dire lo stesso però di capexPPE: l'unico coefficiente significativo è su t+2 e mostra una decrescita debolmente significativa (10% per il p-value del test

t) del 7,5%, mentre per il resto non si hanno evidenze statisticamente significative.

Gli indici di liquidità, il *quick ratio* e il *current ratio*, come già intravisto nella sezione dedicata all'analisi descrittiva, crescono significativamente già nell'anno dell'IPO ma soprattutto anche a lungo termine, incrementando quindi l'abilità delle imprese di far fronte ai loro obblighi di breve termine.

Infine, si ha un effetto significativo negativo anche sulla quota di controllo degli azionisti di maggioranza. Anche questo risultato è ampiamente prevedibile, perché con l'offerta pubblica di azioni a nuovi azionisti si ha una diluizione delle quote in mano ai vecchi azionisti. Inoltre, questo calo mette in luce la volontà che tipicamente hanno gli azionisti di imprese private di voler monetizzare il proprio investimento, vendendo una parte delle proprie azioni a nuovi investitori. Questo risultato è coerente con quanto ottenuto da Pagano, Panetta, Zingales (1998), che propongono come ipotesi quelle già prima elencate: una possibile differenza tra le motivazioni ipotizzate dagli autori e quelle che si prova a dare in questo lavoro di tesi si può cercare nel rapporto tra proventi netti e lordi della quotazione, che mostra, come visto nell'analisi descrittiva, un trend crescente negli anni, suggerendo quindi che in realtà i proventi vanno sempre più all'impresa piuttosto che ai vecchi azionisti. Per testare questa ipotesi, verrà analizzato anche l'effetto dell'IPO sulle quote di controllo separando le imprese in base all'anno della quotazione.

Confronto in base all'anno dell'IPO (2005-2012) vs (2013-2020)

Suddividendo le imprese in base all'anno di quotazione, l'analisi di regressione conferma un effetto positivo dell'IPO sia sulle imprese quotate nel primo periodo che nel secondo. Non si hanno differenze sulle dimensioni aziendali, con forte crescita registrata in entrambi i casi, spesso con un livello di significatività dell'1%. Per quanto riguarda invece

la profittabilità, il roa, il ros, il roe mostrano in ogni caso dei coefficienti negativi, ad indicare un declino appunto come riscontrato nel campione intero, solo che il test t risulta significativo per le imprese quotate più recentemente mentre nulla si può dire invece sulle altre. Sulla struttura finanziaria, indicata dal *leverage*, si ha come differenza il fatto che per le IPO 2005-2012 il calo si protrae, con un livello di significatività dell'1%, fino a t+1, in cui si registra un calo di 0,054: questa situazione potrebbe essere interpretata come la volontà di ribilanciare i propri conti dopo la quotazione, andando a rimborsare debito. Non succede lo stesso per l'altro gruppo, i cui coefficienti perdono di significatività. La situazione riguardante gli investimenti non mostra differenze a livello assoluto; invece, per capexPPE si ha un calo significativo a t+1 e t+2 per quelle più recenti, coerentemente con quanto trovato da Pagano, Panetta Zingales (1998), ad indicare come non sia migliorata la propensione ad investire dopo la quotazione. Per chiudere questo confronto, si può riprendere il discorso delle quote di controllo: il declino significativo delle quote di controllo è in ogni caso significativo a t+3, nonostante quindi il trend di proventi netti su lordi sia in netta crescita. Quindi la quotazione va sicuramente ad influire sulle casse dell'impresa ma gli investitori vogliono comunque avere la possibilità di vedere una certa liquidità nel loro investimento, oltre alla diminuzione della quotazione per semplice diluizione.

Confronto mercato EGM e mercato EXM

I mercati EGM e EXM seguono ciò che accade per il campione intero con la crescita dimensionale dell'impresa, in quanto l'IPO sortisce effetti immediati e permanenti su ogni indicatore a livello significativo sia statisticamente che quantitativamente. Non si hanno differenze neanche per quanto riguarda la profittabilità, sempre in decrescita dopo l'IPO con valori leggermente più in declino per EGM a t+3.

Lato investimenti i due mercati si comportano in modo simile a quanto analizzato in base all'anno dell'IPO: sul mercato EGM, che guida un po'

ultimamente l'aumento delle quotazioni sul mercato borsistico italiano, si ha infatti un calo significativo del rapporto capex su immobilizzazioni materiali, confermando la tendenza a non tenere testa con gli investimenti al ritmo di crescita aziendale. Si notano inoltre differenza sugli indici di liquidità: il *quick ratio* è in netta crescita per le PMI, anche se a tassi decrescenti, con comunque un aumento di 0,19 di questo valore tre anni dopo la quotazione con un livello di significatività del 10%. Per il current ratio si ha una situazione analoga; per entrambi gli indicatori, dopo un impatto significativo positivo fino a un anno dopo la quotazione, non si registra nulla di significativo statisticamente per EXM. Si registra per il mercato EGM una crescita significativa al livello del 10% sia nel breve che nel lungo termine del rapporto tra gli investimenti in asset intangibili e le attività immateriali.

Confronto in base alla proprietà familiare

La quotazione sembra avere un impatto molto più forte a livello di dimensione aziendale suddividendo le imprese in base alla proprietà familiare: le aziende non familiari, infatti, registrano incrementi di oltre il 100% a lungo termine sia per il numero di dipendenti, che per il fatturato e il totale attivo. Le familiari crescono sicuramente da questo punto di vista ma in modo più modesto, con circa un 60% in più per gli indicatori di dimensione a t+3. Per gli indicatori di profittabilità si ha un declino in entrambi i gruppi, con valori spesso peggiori ma non significativi per le non familiari, e cali più modesti ma significativi statisticamente per le familiari.

Sotto il profilo degli investimenti, anche in questo caso, come per la profittabilità, si hanno valori più alti ma non significativi per le non familiari, mentre per le familiari si hanno coefficienti più bassi ma fortemente significativi. Tuttavia, la situazione non mostra miglioramenti se si guarda al capexPPE: unico impatto significativo dell'IPO si ha a t+2 per le non familiari con un -0,96; in generale si hanno valori negativi ma statisticamente non significativi per entrambi i gruppi. Gli indicatori di liquidità continuano a riportare il trend seguito da questa suddivisione, con

valori sempre più alti per le non familiari ma, in questo caso, il test t riporta un livello di significatività dell'1% per il current ratio anche tre anni dopo l'IPO. Infine, non si ha un calo della quota di controllo per imprese non familiari, ma non si hanno valori per il test t tali da poter attribuire alla quotazione questo effetto.

Confronto in base alla maturità

Infine, viene effettuato un confronto degli effetti della quotazione in base alla maturità delle imprese. Si nota dalla tabella che l'incremento percentuale del numero di dipendenti è maggiore per le più giovani: a t+3 il coefficiente di riferimento indica un 77% di crescita rispetto alla situazione pre-IPO, mentre per le altre si arriva ad un 45% che comunque indica un forte incremento. Per il fatturato e le vendite non si riscontrano particolari differenze. Anche per la profittabilità questa suddivisione non porta a differenze, in quanto si ha in ogni caso un declino di tutti gli indicatori sia a breve che a lungo termine; nel caso del roa, per le giovani, si arriva perfino ad un calo di 6-7 punti percentuali dopo il primo anno dalla quotazione, sempre con un livello di significatività dell'1%.

Diversa è invece la situazione sulla struttura del capitale: il calo che caratterizza il campione nel suo insieme viene ritrovato in questo caso solo per le imprese mature, con un calo significativo fino a due anni dopo la quotazione, confermando l'ipotesi di una ristrutturazione del capitale. Lo stesso non si può dire delle imprese giovani, che registrano sì un calo della leva finanziaria nell'anno dell'IPO, per via dell'immissione di nuovo capitale, ma che mostrano coefficienti positivi da t+1 in poi, seppur non significativi. Quick e current ratio crescono per entrambi i gruppi, indicando quindi che sia le imprese giovani che mature aumentano la loro capacità di far fronte ai propri obblighi di breve termine, mentre la quota di controllo scende, a t+3, in ogni caso, ma in modo molto più drastico per le mature.

Tabella 16 – Analisi del comportamento ex-post delle imprese del campione di imprese quotate. (*) Si riferisce al test t di significatività dei coefficienti della regressione. (**, ***, *) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività dell'(1%,5%,10%). Test F riporta il valore del p-value relativo al test F, che testa l'ipotesi nulla che tutti i coefficienti delle variabili dipendenti siano zero. Nella regressione si è tenuto conto degli effetti fissi e temporali.

	campione usato	obs	imprese	t+0	t+1	t+2	t+3	test F (pValue)	R²
ln(empl)	campione intero	739	158	0,199*** (0,041)	0,354*** (0,053)	0,506*** (0,068)	0,579*** (0,074)	0,00	0,366
	ipo 2005-2012	178	38	0,116 (0,087)	0,209** (0,113)	0,346** (0,150)	0,297** (0,146)	0,00	0,22
	ipo 2013-2020	561	120	0,247*** (0,048)	0,457*** (0,071)	0,654*** (0,097)	0,813*** (0,114)	0,00	0,41
	EGM	359	77	0,171*** (0,062)	0,324*** (0,073)	0,408*** (0,081)	0,49*** (0,093)	0,00	0,39
	EXM	380	81	0,231*** (0,054)	0,377*** (0,073)	0,594*** (0,101)	0,663*** (0,104)	0,00	0,366
	non familiari	303	65	0,503*** (0,198)	0,899*** (0,365)	1,33*** (0,551)	1,72*** (0,685)	0,00	0,374
	familiari	436	93	0,164*** (0,032)	0,328*** (0,053)	0,453*** (0,058)	0,49*** (0,062)	0,00	0,44
	giovani	260	55	0,337*** (0,083)	0,544*** (0,108)	0,756*** (0,118)	0,774*** (0,128)	0,00	0,466
	mature	479	103	0,138*** (0,036)	0,249*** (0,047)	0,351*** (0,059)	0,459*** (0,071)	0,00	0,394

Tabella 16 – continua:

	campione usato	obs	imprese	t+0	t+1	t+2	t+3	test F (pValue)	R²
In(sales)	campione intero	766	160	0,428*** (0,191)	0,745*** (0,249)	0,977*** (0,318)	1,13*** (0,411)	0,00	0,193
	ipo 2005-2012	184	39	0,854 (0,599)	1,16* (0,647)	1,33** (0,65)	1,37* (0,818)	0,00	0,162
	ipo 2013-2020	582	121	0,284*** (0,085)	0,592*** (0,087)	0,813*** (0,099)	0,984*** (0,118)	0,00	0,282
	EGM	380	79	0,293*** (0,098)	0,408*** (0,096)	0,597*** (0,109)	0,678*** (0,128)	0,00	0,32
	EXM	386	81	0,501* (0,309)	1*** (0,407)	1,23*** (0,502)	1,4** (0,628)	0,00	0,218
	non familiari	323	67	1,21*** (0,133)	2,49*** (0,153)	3,63*** (0,125)	4,63*** (0,123)	0,00	0,673
	familiari	443	93	0,194*** (0,042)	0,372*** (0,058)	0,516** (0,079)	0,558*** (0,083)	0,00	0,486
	giovani	275	57	0,39*** (0,157)	0,835*** (0,214)	1,06*** (0,189)	0,993*** (0,225)	0,00	0,27
	mature	491	103	0,48* (0,271)	0,778** (0,422)	1,07* (0,599)	1,4* (0,789)	0,00	0,296
In(totalass)	campione intero	776	160	0,602*** (0,121)	0,839*** (0,161)	1,08*** (0,222)	1,26*** (0,28)	0,00	0,387
	ipo 2005-2012	188	39	0,873** (0,362)	1,13*** (0,386)	1,34*** (0,464)	1,47*** (0,523)	0,00	0,308
	ipo 2013-2020	588	121	0,504*** (0,066)	0,701*** (0,076)	0,902*** (0,107)	1,04*** (0,125)	0,00	0,504
	EGM	382	79	0,515*** (0,081)	0,607*** (0,086)	0,68*** (0,106)	0,736*** (0,109)	0,00	0,493
	EXM	394	81	0,631*** (0,178)	0,976*** (0,235)	1,32*** (0,316)	1,53*** (0,391)	0,00	0,42
	non familiari	326	67	0,948*** (0,067)	1,64*** (0,092)	2,37*** (0,133)	3*** (0,151)	0,00	0,851
	familiari	450	93	0,423*** (0,084)	0,576*** (0,077)	0,705*** (0,092)	0,762*** (0,091)	0,00	0,485
	giovani	277	57	0,604*** (0,074)	0,87*** (0,099)	1,08*** (0,139)	1,09*** (0,148)	0,00	0,616
	mature	499	103	0,603*** (0,157)	0,871*** (0,236)	1,18*** (0,351)	1,47*** (0,456)	0,00	0,441

Tabella 16 – continua:

	campione usato	obs	imprese	t+0	t+1	t+2	t+3	test F (pValue)	R²
roa	campione intero	776	160	-0,022*** (0,006)	-0,033*** (0,008)	-0,043*** (0,01)	-0,033*** (0,01)	0,00	0,104
	ipo 2005-2012	188	39	-0,012 (0,013)	-0,02 (0,02)	-0,04 (0,027)	-0,042 (0,03)	0,01	0,218
	ipo 2013-2020	588	121	-0,028*** (0,008)	-0,041*** (0,011)	-0,047*** (0,013)	-0,032** (0,014)	0,00	0,11
	EGM	382	79	-0,033*** (0,01)	-0,059*** (0,014)	-0,066*** (0,018)	-0,054*** (0,019)	0,00	0,115
	EXM	384	81	-0,013* (0,007)	-0,012 (0,008)	-0,027*** (0,011)	-0,023** (0,011)	0,00	0,221
	non familiari	326	67	-0,012 (0,008)	-0,04** (0,014)	-0,048*** (0,016)	-0,021 (0,014)	0,00	0,168
	familiari	450	93	-0,029*** (0,009)	-0,027*** (0,009)	-0,037*** (0,011)	-0,037*** (0,011)	0,00	0,117
	giovani	277	57	-0,039*** (0,012)	-0,067*** (0,018)	-0,068*** (0,018)	-0,064*** (0,016)	0,02	0,112
	mature	499	103	-0,014** (0,006)	-0,015** (0,007)	-0,026*** (0,011)	-0,012 (0,01)	0,00	0,175
ros	campione intero	750	160	-0,003 (0,007)	-0,04*** (0,01)	-0,055*** (0,013)	-0,053*** (0,014)	0,00	0,1
	ipo 2005-2012	181	39	-0,023 (0,022)	-0,057 (0,044)	-0,101* (0,059)	-0,12* (0,069)	0,05	0,318
	ipo 2013-2020	571	121	-0,007 (0,009)	-0,056*** (0,014)	-0,064*** (0,017)	-0,054*** (0,02)	0,00	0,1
	EGM	372	79	-0,012 (0,012)	-0,078*** (0,019)	-0,085*** (0,022)	-0,086*** (0,028)	0,00	0,132
	EXM	380	81	-0,002 (0,01)	-0,024 (0,015)	-0,047*** (0,019)	-0,05*** (0,02)	0,00	0,204
	non familiari	310	67	-0,109* (0,066)	-0,262** (0,136)	-0,378* (0,203)	-0,465* (0,266)	0,00	0,166
	familiari	442	93	0,004 (0,008)	-0,021* (0,012)	-0,034*** (0,013)	-0,033*** (0,011)	0,03	0,09
	giovani	262	57	-0,011 (0,02)	-0,087*** (0,027)	-0,088*** (0,30)	-0,103*** (0,027)	0,00	0,129
	mature	490	103	0 (0,006)	-0,017** (0,007)	-0,035*** (0,011)	-0,022** (0,011)	0,00	0,132

Tabella 16 – continua:

	campione usato	obs	imprese	t+0	t+1	t+2	t+3	test F (pValue)	R²
roe	campione intero	712	160	-0,053*** (0,013)	-0,066*** (0,017)	-0,081*** (0,018)	-0,075*** (0,019)	0,00	0,126
	ipo 2005-2012	167	39	-0,009 (0,02)	0,004 (0,03)	-0,017 (0,003)	-0,037* (0,019)	0,00	0,212
	ipo 2013-2020	545	121	-0,068*** (0,016)	-0,088*** (0,022)	-0,102*** (0,025)	-0,089*** (0,032)	0,00	0,128
	EGM	340	79	-0,079*** (0,022)	-0,117*** (0,026)	-0,106*** (0,028)	-0,074*** (0,031)	0,00	0,194
	EXM	372	81	-0,026** (0,013)	-0,017 (0,020)	-0,058*** (0,022)	-0,069*** (0,022)	0,00	0,18
	non familiari	297	67	-0,103 (0,075)	-0,202 (0,144)	-0,249 (0,21)	-0,296 (0,284)	0,00	0,209
	familiari	415	93	-0,059*** (0,015)	-0,049*** (0,019)	-0,077*** (0,019)	-0,077*** (0,022)	0,00	0,153
	giovani	240	57	-0,076*** (0,027)	-0,113*** (0,035)	-0,098*** (0,035)	-0,087*** (0,035)	0,00	0,206
	mature	472	103	-0,048*** (0,013)	-0,051*** (0,016)	-0,074*** (0,017)	-0,067*** (0,020)	0,00	0,159
leverage	campione intero	776	160	-0,05*** (0,01)	-0,026** (0,011)	-0,016 (0,012)	-0,004 (0,012)	0,00	0,136
	ipo 2005-2012	182	39	-0,065*** (0,022)	-0,054*** (0,019)	-0,024 (0,02)	-0,002 (0,02)	0,00	0,251
	ipo 2013-2020	567	121	-0,047*** (0,011)	-0,019 (0,014)	-0,014 (0,018)	-0,025 (0,021)	0,00	0,117
	EGM	382	79	-0,05*** (0,012)	-0,016 (0,017)	0,001 (0,019)	0,008 (0,017)	0,00	0,128
	EXM	394	81	-0,045*** (0,014)	-0,025* (0,015)	-0,017 (0,016)	0,002 (0,018)	0,00	0,188
	non familiari	326	67	-0,040* (0,022)	-0,017 (0,033)	-0,011 (0,047)	-0,02 (0,05)	0,00	0,208
	familiari	450	93	-0,05*** (0,012)	-0,026** (0,013)	-0,016 (0,014)	-0,004 (0,016)	0,00	0,17
	giovani	277	57	-0,040* (0,021)	0,007 (0,023)	0,013 (0,026)	0,021 (0,020)	0,00	0,202
	mature	499	103	-0,057*** (0,09)	-0,042*** (0,013)	-0,024* (0,015)	-0,016 (0,017)	0,00	0,18

Tabella 16 – continua:

	campione usato	obs	imprese	t+0	t+1	t+2	t+3	test F (pValue)	R²
ln(capex)	campione intero	720	160	0,386*** (0,109)	0,569*** (0,121)	0,621*** (0,147)	0,764*** (0,144)	0,00	0,125
	ipo 2005-2012	171	39	0,337* (0,2)	0,501** (0,26)	0,491* (0,264)	0,617*** (0,234)	0,00	0,137
	ipo 2013-2020	549	121	0,406*** (0,127)	0,58*** (0,142)	0,651*** (0,186)	0,794*** (0,193)	0,00	0,125
	EGM	352	79	0,324** (0,170)	0,488*** (0,207)	0,313 (0,296)	0,576** (0,298)	0,00	0,12
	EXM	368	81	0,443*** (0,126)	0,632*** (0,16)	0,91*** (0,182)	0,91*** (0,194)	0,00	0,188
	non familiari	291	67	0,68 (0,487)	1,37* (0,901)	1,7 (1,36)	2,07 (1,73)	0,00	0,149
	familiari	429	93	0,425*** (0,12)	0,478*** (0,125)	0,575*** (0,137)	0,77*** (0,137)	0,00	0,175
	giovani	251	57	0,11 (0,243)	0,396* (0,26)	0,575** (0,324)	0,638*** (0,279)	0,00	0,144
	mature	469	103	0,448*** (0,114)	0,536*** (0,118)	0,485*** (0,131)	0,662*** (0,13)	0,00	0,168
	capexPPE	campione intero	706	158	0,009 (0,03)	-0,029 (0,03)	-0,075* (0,04)	-0,05 (0,04)	0,00	0,028
ipo 2005-2012		173	39	0,101 (0,093)	0,098 (0,099)	-0,035 (0,058)	-0,033 (0,054)	0,02	0,11
ipo 2013-2020		533	119	-0,035 (0,037)	-0,108** (0,053)	-0,149** (0,077)	-0,141 (0,096)	0,00	0,026
EGM		339	77	-0,047 (0,042)	-0,115*** (0,047)	-0,158** (0,077)	-0,025 (0,051)	0,00	0,04
EXM		367	81	0,063 (0,048)	0,058 (0,045)	0,0105 (0,038)	-0,041 (0,038)	0,00	0,084
non familiari		283	66	-0,288 (0,203)	-0,576 (0,415)	-0,963* (0,614)	-1,21 (0,805)	0,05	0,05
familiari		423	92	0,03 (0,035)	-0,034 (0,034)	-0,036 (0,034)	-0,019 (0,031)	0,00	0,115
giovani		241	56	-0,055 (0,081)	-0,105 (0,092)	-0,16 (0,12)	-0,131 (0,106)	0,00	0,07
mature		465	102	0,019 (0,026)	-0,011 (0,026)	-0,057* (0,035)	-0,033 (0,034)	0,00	0,063

Tabella 16 – continua:

	campione usato	obs	imprese	t+0	t+1	t+2	t+3	test F (pValue)	R ²
ln(acquisto Intangibili)	campione intero	499	117	0,686*** (0,119)	0,522*** (0,153)	0,511*** (0,151)	0,492*** (0,145)	0,00	0,087
	ipo 2005-2012	110	24	0,350 (0,272)	0,330 (0,272)	0,236 (0,261)	0,152 (0,236)	0,02	0,076
	ipo 2013-2020	389	93	0,774*** (0,133)	0,573*** (0,185)	0,594*** (0,187)	0,606*** (0,176)	0,00	0,094
	EGM	259	59	0,989*** (0,161)	0,569** (0,243)	0,573*** (0,238)	0,385* (0,211)	0,00	0,169
	EXM	240	58	0,376* (0,178)	0,509*** (0,193)	0,516*** (0,192)	0,702*** (0,181)	0,00	0,114
	non familiari	211	50	1,97*** (0,59)	3,47*** (1,24)	4,86*** (1,84)	6,45*** (2,47)	0,00	0,163
	familiari	288	67	0,855*** (0,151)	0,495*** (0,182)	0,474*** (0,169)	0,248* (0,138)	0,00	0,174
	giovani	183	43	0,416* (0,24)	0,104 (0,36)	-0,026 (0,36)	0,192 (0,234)	0,06	0,157
mature	316	74	0,765*** (0,137)	0,553*** (0,161)	0,659*** (0,146)	0,539*** (0,134)	0,00	0,183	
acquistintang/immobIntan	campione intero	496	117	-0,12 (0,39)	0,225 (0,452)	0,23 (0,45)	0,21 (0,68)	0,14	0,066
	ipo 2005-2012	112	24	0,822 (0,618)	0,495 (0,669)	0,459 (0,652)	1,8* (1,08)	0,14	0,307
	ipo 2013-2020	384	93	-0,687 (0,472)	-0,482 (0,55)	-0,768 (0,552)	-1,45** (0,73)	0,37	0,031
	EGM	256	59	0,165 (0,699)	1,42* (0,80)	1,97* (1,11)	2,4* (1,4)	0,10	0,128
	EXM	240	58	0,05 (0,13)	-0,176 (0,25)	-0,306 (0,308)	-0,755 (0,509)	0,00	0,216
	non familiari	212	50	0,171 (0,49)	0,424 (0,52)	1,11 (0,85)	1,35* (0,79)	0,05	0,117
	familiari	284	67	-0,076 (0,58)	0,56 (0,63)	0,17 (0,50)	0,041 (0,81)	0,15	0,094
	giovani	185	43	-0,048 (0,46)	0,264 (0,63)	1,31 (0,84)	1,43 (1,09)	0,14	0,331
mature	311	74	-0,209 (0,475)	0,139 (0,59)	-0,356 (0,285)	-0,532 (0,404)	0,21	0,061	

Tabella 16 – continua:

	campione usato	obs	imprese	t+0	t+1	t+2	t+3	test F (pValue)	R²
quick ratio	campione intero	767	160	0,491*** (0,097)	0,375*** (0,097)	0,196*** (0,072)	0,175** (0,073)	0,00	0,119
	ipo 2005-2012	186	39	0,289** (0,128)	0,298 (0,197)	-0,292 (0,256)	-0,125 (0,203)	0,01	0,168
	ipo 2013-2020	581	121	0,484*** (0,103)	0,274*** (0,071)	0,195*** (0,072)	0,099 (0,071)	0,00	0,123
	EGM	379	79	0,703*** (0,172)	0,496*** (0,178)	0,264*** (0,098)	0,19* (0,10)	0,00	0,164
	EXM	388	81	0,243*** (0,076)	0,187** (0,090)	-0,011 (0,105)	-0,041 (0,090)	0,00	0,1
	non familiari	324	67	0,631*** (0,188)	0,49*** (0,16)	0,153 (0,150)	0,168 (0,130)	0,01	0,205
	familiari	443	93	0,33*** (0,07)	0,218*** (0,061)	0,172*** (0,066)	0,094* (0,055)	0,00	0,122
	giovani	276	57	0,851*** (0,230)	0,705*** (0,234)	0,372*** (0,153)	0,358** (0,181)	0,00	0,183
	mature	491	103	0,271*** (0,066)	0,205*** (0,065)	0,127** (0,063)	0,08 (0,05)	0,00	0,134
current ratio	campione intero	766	160	0,491*** (0,113)	0,403*** (0,116)	0,27*** (0,09)	0,203*** (0,085)	0,00	0,098
	ipo 2005-2012	185	39	0,41*** (0,15)	0,386** (0,183)	-0,166 (0,234)	-0,039 (0,23)	0,03	0,179
	ipo 2013-2020	581	121	0,455*** (0,125)	0,302*** (0,114)	0,278*** (0,116)	0,139* (0,085)	0,00	0,088
	EGM	379	79	0,663*** (0,205)	0,495** (0,209)	0,285** (0,120)	0,19* (0,11)	0,00	0,118
	EXM	387	81	0,279*** (0,083)	0,242*** (0,100)	0,115 (0,124)	0,016 (0,101)	0,00	0,099
	non familiari	323	67	0,731*** (0,197)	0,646*** (0,191)	0,38** (0,17)	0,294** (0,154)	0,00	0,213
	familiari	443	93	0,272*** (0,108)	0,176* (0,106)	0,16* (0,09)	0,08 (0,08)	0,00	0,06
	giovani	275	57	0,864*** (0,262)	0,76*** (0,28)	0,527** (0,246)	0,416* (0,228)	0,00	0,159
	mature	491	103	0,276*** (0,071)	0,244*** (0,081)	0,171*** (0,068)	0,111* (0,061)	0,00	0,119

Tabella 16 – continua:

campione usato		obs	imprese	t+0	t+1	t+2	t+3	test F (pValue)	R ²
controlling share	campione intero	502	146	-12,07*** (4,71)	-12,57*** (4,73)	-13,67*** (4,65)	-15,61*** (4,73)	0,04	0,156
	ipo 2005-2012	140	36	-0,777 (1,86)	-0,567 (1,48)	-0,803 (1,43)	-4,23** (1,8)	0,19	0,163
	ipo 2013-2020	362	110	-15*** (5,52)	-16,17*** (5,61)	-18,06*** (5,64)	-19,8*** (5,77)	0,02	0,174
	EGM	200	65	-3,13 (7,19)	-2,01 (8,72)	-3,31 (10,63)	-4,25 (11,86)	0,42	0,22
	EXM	302	81	-14,93*** (6,29)	-15,69*** (6,33)	-16,87*** (6,2)	-18,87*** (6,16)	0,00	0,238
	non familiari	182	56	2,34 (3,06)	3,74 (6,1)	3,17 (9,40)	0,52 (11,44)	0,36	0,163
	familiari	320	90	-15,48*** (4,31)	-16,9*** (4,27)	-18,28*** (4,17)	-19,93 (4,27)	0,00	0,294
	giovani	164	49	1,94 (2,51)	0,965 (2,32)	-2,03 (2,31)	-4,3** (2,38)	0,12	0,245
mature	338	97	-17,5*** (5,37)	-17,8*** (5,39)	-18,72*** (5,32)	-20,06*** (5,4)	0,02	0,248	

Conclusioni

La quotazione in borsa è da sempre oggetto di grande interesse nella letteratura economica e finanziaria per il suo ruolo cruciale nello sviluppo delle imprese. Con l'accesso ai mercati finanziari si aprono numerose possibilità di crescita, con la raccolta di nuovo capitale necessario a espandere le attività, a consolidare la propria posizione competitiva, a migliorare la visibilità. Grazie a questi effetti di vasta portata, l'IPO è considerata una delle strategie chiave per il successo a lungo termine di molte aziende, soprattutto in un'economia globale sempre più competitiva. Bisogna però parlare non solo dei benefici che essa comporta, ma anche delle numerose sfide e complicazioni da affrontare dal momento in cui l'azienda si prepara a entrare in borsa fino alla permanenza poi sui mercati: underpricing, aumento della pressione da parte del mercato, maggiore trasparenza e conformità a regolamentazioni più stringenti.

Il mercato finanziario italiano è storicamente noto per essere meno sviluppato rispetto a quello anglosassone, ed è rappresentativo di molti mercati dell'europa continentale: la propensione a prediligere il debito come forma di finanziamento (da cui l'appellativo di *bank-based systems*) e a pensare alla quotazione come un punto di arrivo o per bilanciare i propri conti piuttosto che come punto di partenza per crescere, ha portato i mercati a non avere quella posizione importante che ha invece in UK o negli USA.

Con questo lavoro di tesi si mira ad analizzare *se e come* le cose sono cambiate negli ultimi anni sul mercato italiano, che ha visto fino ai primi anni del 2000 quotazioni di imprese grandi e mature [Carpenter, Rondi (2006)]. Infatti, con l'introduzione dei mercati alternativi del capitale (AIM – MAC, oggi Euronext Growth Milan EGM), si apre una possibilità per le

piccole imprese in forte crescita di superare i vincoli di finanziamento che caratterizzano soprattutto le imprese nelle prime fasi, rendendo il processo di quotazione più accessibile e veloce.

Lo studio condotto su un campione di imprese italiane non finanziarie quotate tra il 2005 e il 2020 fornisce evidenze concrete su come la quotazione influisca su alcune variabili chiave delle aziende, accelerando la loro crescita in termini di asset e numero di dipendenti. Si hanno implicazioni inoltre per la profittabilità: in linea con quanto trovato nella letteratura [Pagano, Panetta e Zingales (1998), Paleari, Pellizzoni e Vismara (2008)], raggiunge il punto più alto prima della quotazione, per poi scendere in modo significativo anche nel lungo termine: questa situazione si presta ad ipotesi di *window opportunity* (sfruttare momenti di ottimismo del mercato) ma soprattutto di *market timing* (sfruttare la loro situazione positiva in termini di performance) per indurre valutazioni positive sul loro valore.

Analizzando invece l'andamento storico delle caratteristiche delle imprese nell'anno di quotazione, emergono considerazioni interessanti: non solo si quotano aziende sempre più piccole e giovani, come dimostrato anche dal fatto che a guidare la crescita delle quotazioni in Italia nell'ultimo periodo sia EGM, ma si assiste anche ad un aumento dei proventi della quotazione che vanno nelle casse delle imprese. Infatti, la quotazione può avvenire sia immettendo sul mercato azioni già esistenti (e i proventi, in questo caso, vanno agli azionisti), che azioni di nuova emissione: il rapporto tra i proventi di nuova emissione e quelli che vanno in tasca agli azionisti è cresciuto nel tempo, così come il rapporto tra i proventi e gli asset dell'impresa, a indicare che il capitale raccolto è significativo e effettivamente sfruttabile per la crescita e l'espansione.

Alla luce di queste considerazioni, l'IPO, pure essendo una scelta strategica decisiva, richiede un'attenta pianificazione e gestione per garantire un impatto positivo sul lungo termine; le recenti riforme normative in Italia hanno contribuito a rendere la quotazione un'opzione

più accessibile per le PMI, ma restano numerose prove da affrontare per massimizzare i benefici di questo processo. Lo studio svolto offre spunti per futuri approfondimenti: sarebbe interessante capire perché, nonostante crescano in modo significativo le vendite, gli asset, il numero di dipendenti, non si ha un incremento degli investimenti di portata quantomeno simile alla crescita che caratterizza l'impresa dopo la quotazione. Il recente aumento di quotazione tra le PMI italiane potrebbe in qualche modo portare a dei cambiamenti su questo aspetto e segnare un punto di svolta, ma lo studio lascia in sospeso una questione chiave che solo future ricerche potranno approfondire.

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1 - Società quotate e capitalizzazione della Borsa di Milano. Fonte: Consob, 150 anni di Borsa Italiana	22
Figura 2 - Dettaglio Borsa di Milano negli anni. Fonte: Consob, 150 anni di Borsa Italiana	23
Figura 3 - Dettaglio numero imprese e capitalizzazione per mercato. Fonte: Consob, bollettino statistico 24, Gennaio 2024	25
Figura 4 - Processo di quotazione su Euronext Milan di Borsa Italiana SPA. Fonte: https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.en.htm	31
Figura 5 - Capitalizzazione di mercato in % del PIL per aree selezionate (2014-2022) Fonte: elaborazione personale di dati ricavati da World Development Indicators, World Bank	33
Figura 6 - Trade Off Theory.....	43
Figura 7 - Pecking Order Theory.....	45
Figura 8 - Richter, Felix. "Underpriced or Overhyped?" Statista, Statista Inc., 20 Nov 2015, https://www-statista-com.ezproxy.biblio.polito.it/chart/4041/2014-2015-tech-ipos/	48
Figura 9 - Underpricing in Europa, 1990-2003. Fonte: Handbooks in finance-IPO underpricing, Ljungqvist.....	58
Figura 10 - Underpricing, confronto internazionale. Fonte: Loughran et al. (1994, uploaded 2012), Initial Public Offering: International Insights.	59
Figura 11 - Numero di imprese e di lavoratori per ogni classe di imprese. Fonte: Annual Report on European SMEs 2022/2003, European Commission.	68
Figura 12 - Contributo delle PMI al PIL in Cina, USA, Giappone e UE. Fonte: "The dynamic and importance of SMEs in economy", Robu.....	69

Figura 13 - Numero società quotate su EGM. Fonte: elaborazione personale di dati ricavati dal bollettino statistico della Consob.....	73
Figura 14 - Statistiche del campione di Panetta Pagano Zingales nell'anno di quotazione. Fonte: Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. The Journal of Finance, 53(1), 27-64.....	84
Figura 15 - Caratteristiche del campione IPO del campione studiato da Carpenter e Rondi. Fonte: Carpenter, R. E., Rondi, L. (2006). Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms. Small Business Economics, 27, 387-407.....	85
Figura 16 - Dettaglio IPO campione di Kim e Weisbach. Fonte: Kim, W., Weisbach, M. S. (2008). Motivations for public equity offers: an international perspective, Journal of Financial Economics, 87(2), 281-307.	88
Figura 17 - Dettaglio IPO del campione.	92
Figura 18 - Grafico IPO per anno e media nel tempo del numero di IPO..	92
Figura 19 - Numero di IPO su EGM e su EXM nel campione.....	93
Figura 20 - Numero di IPO del campione per settore GICS.	94
Figura 21 - Numero di imprese a proprietà familiare nel campione.....	95
Figura 22 - Numero di imprese mature nel campione.....	96
Figura 23 - Totale attivo e fatturato nell'anno di quotazione.	100
Figura 24 - Mediana proventi netti su lordi per mercato e proventi netti su asset totali per mercato. Fonte: elaborazione personale.	104
Figura 25 - Mediana dell'età alla quotazione per proprietà familiare. Fonte: elaborazione personale.....	104
Figura 26 - Mediana del roa nell'anno di quotazione per maturità delle imprese. Fonte: elaborazione personale.....	105
Figura 27 – Fatturato mediano alla quotazione per settore. Nella seconda immagine viene riportato il dettaglio escludendo il settore energetico. Fonte: elaborazione personale	108
Figura 28 - Dettaglio dell'età mediana delle imprese nell'anno di quotazione per ogni settore.....	109

Figura 29 - Andamento storico mediana fatturato nell'anno di quotazione. Fonte: elaborazione personale.	110
Figura 30 - Andamento storico mediana underpricing. Fonte: elaborazione personale.....	110
Figura 31 - Andamento storico della mediana del rapporto proventi netti su proventi lordi per il campione. Fonte: elaborazione personale.	112
Figura 32 - Andamento storico della media del rapporto proventi netti su totale attivo per il campione. Fonte: elaborazione personale.	113
Figura 33 - Mediana proventi netti su lordi per le imprese con IPO nel 2005-2012 e 2013-2020. Fonte: elaborazione personale.	116
Figura 34 - Dettaglio mediana dipendenti, fatturato, totale attivo e età delle imprese nell'anno di quotazione dividendo il campione in imprese con IPO dal 2005 al 2012 e IPO dal 2013 al 2020. Fonte: elaborazione personale.	117
Figura 35 - Serie temporali delle mediane del totale attivo e del roa per il campione. Fonte: elaborazione personale.....	118
Figura 36 - Serie temporali delle mediane degli indicatori più rilevanti in base al mercato di quotazione. Le lettere (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%) per il test Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) sulla differenza delle mediane. Fonte: elaborazione personale.....	120
Figura 37 - Serie temporali delle mediane degli indicatori più rilevanti in base alla proprietà familiare. Le lettere (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%) per il test Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) sulla differenza delle mediane. Fonte: elaborazione personale.....	120
Figura 38 - Serie temporali delle mediane degli indicatori più rilevanti in base alla maturità. Le lettere (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%) per il test Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) sulla differenza delle mediane. Fonte: elaborazione personale.....	122

Figura 39 - Serie temporali delle mediane degli indicatori più rilevanti in base all'anno di quotazione. Le lettere (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%) per il test Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) sulla differenza delle mediane. Fonte: elaborazione personale.....123

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1 - Mercato Finanziario Italiano. Fonte: www.consob.it	14
Tabella 2 - Dettaglio costi Euronext Milan e Euronext Growth Milan. Fonte: Borsa Italiana.....	41
Tabella 3 - Principali teorie sull'underpricing descritte da Ljungqvist	57
Tabella 4 - Direttive europee sulle PMI.	66
Tabella 5 - Panoramica del campione nell'anno di quotazione.	99
Tabella 6 - Panoramica della mediana di ogni indicatore in base a mercato e proprietà familiare nell'anno di quotazione. Gli apici (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività (1%, 5%, 10%) per il test di differenza delle mediane Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney). Fonte: elaborazione personale.....	101
Tabella 7 - Panoramica della mediana di ogni indicatore in base alla maturità nell'anno di quotazione. Gli apici (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività (1%, 5%, 10%) per il test di differenza delle mediane Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney). Fonte: elaborazione personale.....	103
Tabella 8 - Dettaglio dei valori mediani degli indicatori per settore nell'anno di quotazione. Fonte: elaborazione personale.	105
Tabella 9 - Andamento storico delle mediane delle principali variabili, dividendo per IPO avvenute tra il 2005 e il 2012 e IPO tra il 2013 e il 2020. Gli apici (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività (1%, 5%, 10%) per il test di differenza delle mediane Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney). Fonte: elaborazione personale.....	114
Tabella 10 – Serie temporale della mediana delle variabili principali per il campione. Fonte: elaborazione personale.....	118
Tabella 11 - Caratteristiche delle imprese rilevate nei due anni medi che precedono e nei due anni che seguono l'IPO. (*) Test Wilcoxon sign-rank	

sulla differenza delle mediane. (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%). Fonte: elaborazione personale.	127
Tabella 12 - Confronto tra i mercati sulle caratteristiche delle imprese rilevate nei due anni medi che precedono e nei due anni che seguono l'IPO. (*) Test Wilcoxon sign-rank sulla differenza delle mediane. (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%). Fonte: elaborazione personale.	128
Tabella 13 - Confronto in base alla proprietà familiare sulle caratteristiche delle imprese rilevate nei due anni medi che precedono e nei due anni che seguono l'IPO. (*) Test Wilcoxon sign-rank sulla differenza delle mediane. (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%). Fonte: elaborazione personale.	129
Tabella 14 - Confronto in base alla maturità sulle caratteristiche delle imprese rilevate nei due anni medi che precedono e nei due anni che seguono l'IPO. (*) Test Wilcoxon sign-rank sulla differenza delle mediane. (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%). Fonte: elaborazione personale.	130
Tabella 15 - Confronto tra gli archi temporali di quotazione sulle caratteristiche delle imprese rilevate nei due anni medi che precedono e nei due anni che seguono l'IPO. (*) Test Wilcoxon sign-rank sulla differenza delle mediane. (a,b,c) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività di (1%,5%,10%). Fonte: elaborazione personale.	131
Tabella 16 – Analisi del comportamento ex-post delle imprese del campione di imprese quotate. (*) Si riferisce al test t di significatività dei coefficienti della regressione. (**, *,) si riferiscono rispettivamente ad un livello di significatività dell'(1%,5%,10%). Test F riporta il valore del p-value relativo al test F, che testa l'ipotesi nulla che tutti i coefficienti delle variabili dipendenti siano zero. Nella regressione si è tenuto conto degli effetti fissi e temporali.	142

BIBLIOGRAFIA

Bakhtiari, S., Breunig, R., Magnani, L., Zhang, J. (2020). Financial Constraints and Small and Medium Enterprises: A Review. *Economic Record*, 96(315), 506-523.

Benninga, S., Helmantel, M., Sarig, O. (2005). The timing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 75, 115-132.

Boehmer, E., Ljungqvist, A. (2004). On the decision to go public: Evidence from privately-held firms. *SSRN Electronic Journal*.

Brennan, M. J., Franks, J. (1997). Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK, *Journal of Financial Economics*, 45, 391-413.

Capelleras, J.-L., Mole, K. F., Greene, F. J., Storey, D. J. (2008). Do More Heavily Regulated Economies Have Poorer Performing New Ventures? Evidence from Britain and Spain. *Journal of International Business Studies*, 39(4), 688-704.

Carpenter, R. E., Petersen, B. C. (2002). Capital Market Imperfections, High-Tech Investment, and New Equity Financing. *The Economic Journal*, 112(477), 54-72.

Carpenter, R. E., Rondi, L. (2006). Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms. *Small Business Economics*, 27, 387-407.

Chittenden, F., Kauser, S., Poutziouris, P. (2002). Regulatory Burdens of Small Business: A Literature Review. Department of Trade and Industry, Small Business Service.

Di Noia, C., Piatti, L. (1998). Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano. Consob, Quaderno di finanza 30-1998.

Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2002). The Regulation of Entry. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(1).

Gugler K, Peev E, eds. *The European Corporation: Ownership and Control after 25 Years of Corporate Governance Reforms*. Cambridge University Press; 2023.

Ibbotson, R. G., Jaffe, J. F. (1975). "Hot Issue" Markets, *The Journal of Finance*, 30(4), 1027-1042.

Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Economic Literature*, 3(4), 305-360.

Kim, W., Weisbach, M. S. (2008). Motivations for public equity offers: an international perspective, *Journal of Financial Economics*, 87(2), 281-307.

Kitching, J., Smallbone, D. (2010). Literature Review for the SME Capability to Manage Regulation project, Kingston.

Leary, M. T., Roberts, M. R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*, 95, 332-355

Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.

Ljungqvist, A. (2004). IPO Underpricing, *Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance*, Chapter 3.4.

Lukacs, E. (2005). The Economic Role of SMEs in World Economy, especially in Europe. *European Integration Studies*, 4(1), 3-12.

- Mallett, O., Wapshott, R., Vorley, T. (2019). How Do Regulations Affect SMEs? A Review of the Qualitative Evidence and a Research Agenda. *International Journal of Management Reviews*, 21, 294-316.
- Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information the Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Pagano, M. (1993). Financial markets and growth: an overview. *European Economic Review*, 37, 613-622.
- Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64
- Paleari, S., Pellizzoni, E., Vismara, S. (2008). The going public decision: evidence from the IPOs in Italy and in the UK. *International Journal of Applied Decision Sciences*, 1(2).
- Pastor, L., Veronesi, P. (2003). Stock prices and IPO waves. *National Bureau of Economic Research*, w.p. 9859.
- Rajan, R. G., Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *The American Economic Review*, 88(3), 559-586.
- Robu, M. (2013). The Dynamic and Importance of SMEs in Economy. *The USV Annals of Economics and Public Administration*, 13, 1(17).
- Röell, A. (1996). The decision to go public: An overview. *European Economic Review*, 40, 1071-1081.
- Rock, K. (1986). Why New Issues Are Underpriced, *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.

Savlovski, L. I., Robu, N. R. (2011). The Role of SMEs in Modern Economy. *Economia. Seria Management*, 14, 1.

Stoughton, N. M., Zechner J. (1998). IPO Mechanisms, Monitoring and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 49, 45-78.

Tarek, G. (2013). The Capital Structure Through the Trade-Off Theory: Evidence from Tunisian Firm. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3, 625-636.

Van Stel, A., Storey, D. J., Thurik, A. R. (2007). The Effect of Business Regulations on Nascent and Young Business Entrepreneurship. *Small Business Economics*, 28, 171-186.

SITOGRAFIA

Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

Commissione Europea: https://commission.europa.eu/index_en

Consob: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/consob>

Corporate Finance Institute:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/equities/ipo-process/>

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

Hybris Corporate Finance: <https://hybriscf.it/articolo/35/the-uronext-growth-milan-market-egm-at-september-2023-a-detailed-analysis>

La Stampa:

https://www.lastampa.it/tuttosoldi/2023/07/05/news/ancora_in_crescita_leg_m_ma_lex_aim_rimane_indietro_nel_confronto_internazionale-12925865/

MarketsMedia: <https://www.marketsmedia.com/uronext-growth-becomes-eu-sme-growth-market/>

Securities and Exchange Commission:

<https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/newsalerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-17>

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

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

Ringraziamenti

Vorrei riservare questo spazio finale della mia tesi di laurea ai ringraziamenti verso tutti coloro che mi sono stati vicini in questo percorso di crescita personale e professionale.

Innanzitutto, ringrazio la mia relatrice, la Professoressa Laura Rondi, per la disponibilità nel seguirmi in questo lavoro e per le conoscenze trasmesse dal corso di Economia e Finanza d'Impresa fino ad oggi.

Ringrazio di cuore i miei genitori e mio fratello per il sostegno continuo e la fiducia riposta in me fin dal primo giorno; spero di avervi reso orgogliosi. Un sentito grazie alla mia famiglia tutta e, in particolare, ai miei nonni, che nonostante la distanza ho sempre sentito vicini e che hanno reso ogni ritorno a casa un momento speciale.

Come dimenticarsi poi degli amici di sempre, *Bellaraga*, con cui ho condiviso momenti spettacolari a Pozzallo, e di *PolisudBBL*, che è stato come una seconda famiglia a Torino.

Un ringraziamento speciale infine alla mia ragazza, Vittoria, per essere stata al mio fianco in ogni momento di questo percorso e per avermi sostenuto e incoraggiato con tanto affetto e pazienza nei momenti più difficili. Grazie per aver sempre creduto in me.