POLITECNICO DI TORINO

Collegio di Ingegneria Gestionale

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

LA DECISIONE DI QUOTARSI PER LE IMPRESE ITALIANE: RUOLO DEI FATTORI ISTITUZIONALI E IMPATTO DELLA CRISI FINANZIARIA DEL 2008

Relatore

Prof.ssa Rondi Laura

Candidato

Damiano Barison

A.A. 2020/2021

INDICE

Abstract 1

INTRODUZIONE 2

1. ACCESSO ALLE FONTI FINANZIARIE 5

1.1 PRINCIPALI TEORIE SULLA STRUTTURA FINANZIARIA 7

1.1.1 MODIGLIANI MILLER 7

1.1.2 TRADE-OFF THEORY 8

1.1.3 TEORIA DELL'AGENZIA 10

1.1.4 LA TEORIA DEL PECKING ORDER 13

1.1.5 LA TEORIA DEI SEGNALI 17

1.1.6 IL MODELLO DEL FINANCIAL GROWTH CYCLE 18

1.1.7 IL MODELLO DEL MARKET TIMING 19

1.1.8 LA SEPARAZIONE TRA PROPRIETÀ E CONTROLLO 20

1.2 INTRODUZIONE AL FENOMENO DI QUOTAZIONE 22

2. L'OFFERTA PUBBLICA INIZIALE (IPO) 27

2.1 I FATTORI CHE DETERMINANO LA SCELTA DI QUOTAZIONE 29

2.2 BENEFICI E COSTI DEL PROCESSO DI OFFERTA PUBBLICA INIZIALE 36

2.3 MONEY LEFT ON THE TABLE 43

2.3.1 MODELLI AD INFORMAZIONE ASIMMETRICA 46

2.3.2 MOTIVAZIONI ISTITUZIONALI 51

2.3.3 TEORIE SULL'ASSETTO PROPRIETARIO E SUL CONTROLLO 54

2.3.4 MODELLI COMPORTAMENTALI 56

3. SISTEMI ISTITUZIONALI E QUADRO ECONOMICO INTERNAZIONALE 61

3.1 DIFFERENZE NEL SISTEMA ISTITUZIONALE E NORMATIVO TRA I PAESI 61

3.2 CRISI FINANZIARIA E QUADRO ECONOMICO INTERNAZIONALE 77

4. MERCATO DEI CAPITALI IN ITALIA 91

4.1 MERCATO AZIONARIO E QUADRO ISTITUZIONALE IN ITALIA 91

4.2 TESSUTO INDUSTRIALE ED ECONOMICO POST-CRISI IN ITALIA..... 105

5. ANALISI E CONFRONTO TRA LE IPO IN ITALIA E NEGLI STATI UNITI DAL PERIODO POST-CRISI..... 121

5.1 FATTORI ISTITUZIONALI E MECCANISMI DEL MERCATO DEI CAPITALI 121

5.2 IMPATTO DELLA CRISI FINANZIARIA 125

5.3 TIPOLOGIA E CARATTERISTICHE DELLE IPO NEL PERIODO POST-CRISI 131

CONCLUSIONI..... 147

Bibliografia..... 158

Sitografia 164

Abstract

La presente tesi si propone di indagare gli effetti della decisione da parte delle imprese di intraprendere per la prima volta il processo di quotazione su un mercato regolamentato, ovvero attraverso quella che viene definita Offerta Pubblica Iniziale (IPO). Lo scopo di questo elaborato è quello di analizzare come lo sviluppo dei mercati azionari in Italia, in particolare a seguito della crisi finanziaria, possa permettere l'accesso a fonti alternative di finanziamento, al fine di stimolare gli investimenti orientati alla crescita aziendale per sostenere l'innovazione, la produttività e la creazione di posti di lavoro, e offrire un'opportunità per incentivare la crescita economica. Pertanto, in primo luogo, viene riportata la letteratura empirica relativa al processo del going public per individuare le determinanti connesse alla quotazione in borsa delle aziende che hanno condotto un'IPO, a partire dai benefici e le implicazioni relativi a tale scelta, esaminando inoltre i diversi modelli che siano in grado di giustificare il fenomeno dell'underpricing al momento della quotazione. In secondo luogo, allo scopo di avere una maggiore comprensione del fenomeno e del mercato dei capitali, si sono introdotti la crisi finanziaria del 2008 e un quadro economico, istituzionale e giuridico a livello internazionale, poiché è noto che lo sviluppo dei mercati azionari è strettamente connesso con le caratteristiche strutturali e legali del mercato finanziario del Paese. Al fine di analizzare ciò che contraddistingue e caratterizza il mercato dei capitali in Italia vengono presentate le principali peculiarità del tessuto economico industriale e le fondamentali riforme giuridiche e finanziarie avvenute negli ultimi decenni. Infine, viene presentata una breve indagine per evidenziare le più rilevanti differenze che scaturiscono dal confronto tra il mercato azionario italiano e quello statunitense, che ad oggi si caratterizza come il più grande mercato di IPO a livello globale. L'obbiettivo è quello di mettere in risalto le diversità, e le eventuali somiglianze, nell'andamento delle IPO in Italia e negli Stati Uniti negli anni successivi alla crisi finanziaria del 2008.

INTRODUZIONE

In un periodo storico, come quello che si sta attraversando, in cui le imprese hanno una continua necessità di intraprendere progetti di crescita e opportunità di investimento, il mercato dei capitali ricopre un ruolo centrale nella crescita economica, e nonostante i classici problemi di endogeneità tra finanza e crescita, la letteratura economica sostiene che un sistema finanziario sviluppato e solido possa costituire un'infrastruttura per la crescita di un paese. È in tale contesto che, a partire dagli anni '90, i paesi europei hanno adottato numerose riforme per frenare il sottosviluppo dei mercati azionari, al fine di fornire capitale finanziario alle imprese che hanno bisogno di cogliere buone opportunità di investimento, consentendo di diversificare il rischio, favorire l'espansione delle piccole e medie imprese (PMI), soprattutto nei settori altamente tecnologici, e promuovere l'imprenditorialità e la crescita di occupazione. La letteratura empirica, tuttavia, rileva una riluttanza ad accedere al mercato dei capitali da parte delle PMI e imprese giovani e high-tech in quanto presentano spesso problemi di asimmetrie informative (Myers e Majiuf, 1984; Carpenter e Petersen, 2002), problemi di agenzia (Jensen e Meckling 1976), stringenti obblighi informativi ed eccessivi costi di accesso alla quotazione. La quotazione in borsa, quindi, nonostante si presenti come una alternativa al finanziamento bancario e permetta di reperire il capitale necessario per il perseguimento degli obiettivi dell'azienda, implica allo stesso modo uno sconvolgimento della struttura proprietaria e del controllo. In questo contesto, appare fondamentale indagare quelle che sono le motivazioni, le implicazioni e gli effetti del *Going public process*, ovvero ciò che sottende al processo di prima quotazione, comunemente chiamato Offerta Pubblica Iniziale (IPO - *Initial Public Offering*). L'IPO rappresenta uno dei principali passi nel ciclo di vita di un'impresa non solo per l'apporto di capitale utile al finanziamento di importanti progetti di investimento, che possono determinare una crescita dimensionale e culturale, ma anche per le importanti conseguenze gestionali.

Il quadro che emerge dalle principali evidenze internazionali si contraddistingue da un elevato grado di frammentarietà, in quanto non è importante solo il grado di sviluppo dei mercati dei capitali, ma anche le caratteristiche strutturali e istituzionali del mercato finanziario nel determinare il contributo e gli effetti che il sistema finanziario apporta sui tassi di innovazione tecnologica delle principali economie avanzate (Giordano e Guagliano, 2016). Gli studi empirici mostrano come questa affermazione trovi riscontro soprattutto tra le diverse tradizioni giuridiche e istituzionali nei mercati azionari e borsistici internazionali. Nei paesi anglosassoni, quali Stati Uniti e Inghilterra, tipicamente si riscontra una elevata attività nel mercato dei capitali, dove imprese giovani e di piccole dimensioni, che rappresentano la maggior parte del capitale su questi mercati, a seguito

della quotazione presentano dei buoni tassi di crescita (Carpenter e Petersen, 2002; Carpenter e Rondi, 2004; Paleari, Pellizzoni e Vismara, 2008). All'estremo opposto si collocano le Borse europee, dove l'Italia rappresenta un caso particolarmente interessante, che presentano un lento sviluppo dei mercati dei capitali, in cui spesso le grandi imprese che vi accedono registrano tendenzialmente una lenta crescita post quotazione (Pagano, Panetta e Zingales, 1998). Questa evidente differenza viene spesso ricollegata al diverso livello di protezione degli investitori e all'*enforcement* dei sistemi legali, entrambi maggiormente efficienti nei paesi anglosassoni (La Porta et al., 1996).

Dal quadro appena descritto, appare evidente che l'Italia si caratterizzi come uno dei paesi avanzati in cui la borsa è meno rappresentativa del tessuto produttivo e industriale. A partire dagli anni Duemila, inoltre, l'Italia è stata profondamente colpita dalla crisi finanziaria globale del 2008 e dalla successiva crisi del debito sovrano in Europa, attraversando una tra le peggiori recessioni dagli anni '60. Nonostante una graduale e lenta ripresa economica, il numero di società quotate sul mercato regolamentato della Borsa Italiana è pressoché costante e basso, la cui capitalizzazione di mercato in percentuale al PIL risulta essere significativamente inferiore rispetto ai principali paesi europei. La ristrettezza del mercato finanziario italiano è dovuta sia ad una quota molto alta di imprese piccole e medie, tipicamente di proprietà familiare, sia ad uno scarso numero di società quotate nella borsa italiana, ma soprattutto anche ad una minore tutela degli investitori e degli azionisti di minoranza. Negli ultimi anni, quindi, l'Italia ha intrapreso importanti riforme strutturali che hanno contribuito ad una graduale ripresa economica finanziaria al fine di rafforzare i mercati dei capitali per garantire un processo virtuoso di investimenti e crescita e trainare il settore imprenditoriale italiano, stimolando l'utilizzo di finanziamenti nel mercato azionario da parte delle imprese. Nonostante questi cambiamenti abbiano permesso di avvicinare il quadro istituzionale italiano ai migliori standard del mercato europeo e internazionale, allo scopo di promuovere lo sviluppo del mercato dei capitali per favorire l'espansione delle piccole imprese, l'economia italiana rimane tuttora caratterizzata da un mercato azionario sottosviluppato e da un elevato numero di piccole e medie imprese, in larga parte operante nel settore manifatturiero, che si affidano maggiormente ad un finanziamento esterno bancario e sono riluttanti a quotarsi in borsa e a rilasciare parte delle quote di partecipazione.

Struttura della tesi

Il documento è organizzato come segue. All'interno del primo capitolo vengono presentate differenti teorie e modelli economici sulla struttura finanziaria e proprietaria al fine di meglio comprendere e individuare le variabili che possano incidere sulle decisioni finanziarie e se esista una struttura finanziaria ottimale che possa massimizzare il valore delle imprese. Vengono, quindi, descritte le principali fonti di finanziamento accessibili alle imprese, cercando di delinearne benefici e costi di impiego, al fine di fornire delle basi per una maggiore comprensione delle motivazioni che generalmente spingono le aziende a quotarsi. Il secondo capitolo illustra quello che il processo dell'*Initial Pubblic Offering* in tutti i suoi aspetti, introducendo quelle che sono le principali determinanti relative alla scelta delle imprese di intraprendere la quotazione e immettersi nei mercati azionari. Al contempo, vengono presentati i principali benefici, costi e implicazioni legati a tale evento, presentando lo stato dell'arte attuale della letteratura riguardante questo argomento. Sono stati, inoltre, analizzati e descritti diversi articoli e studi, i quali hanno tentato di dare una spiegazione empirica, utilizzando modelli differenti, al fenomeno tipico delle operazioni di IPO che si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento della quotazione, ovvero il fenomeno dell'*underpricing*.

Nel terzo capitolo la trattazione prosegue con l'analisi delle tradizioni giuridiche e la presentazione dei differenti sistemi istituzionali presenti nei Paesi, in quanto non solo le informazioni asimmetriche possono avere delle rilevanti ripercussioni circa le decisioni finanziarie, ma secondo studi empirici anche il quadro istituzionale, le norme giuridiche e il grado di protezione degli investitori hanno un impatto importante sulle determinanti della struttura del capitale e sullo sviluppo finanziario di un Paese. Di conseguenza, viene condotta un'analisi comparata tra i Paesi al fine di sottolineare il trend che ha caratterizzato le attività di IPO a seguito della crisi finanziaria, avendo prima chiarito il grado di sviluppo economico e gli effetti della crisi sull'economia dei Paesi.

L'analisi prosegue evidenziando, all'interno del quarto capitolo, gli effetti della crisi finanziaria sul tessuto economico e industriale italiano, sottolineando come le PMI e le imprese familiari rivestano un ruolo importante nel sistema economico. Viene offerta, in seguito, una panoramica del mercato azionario e il grado di attività di IPO presente in Italia, analizzando se le diverse riforme attuate negli ultimi decenni siano riuscite ad incentivare lo sviluppo del mercato dei capitali. Infine, nel quinto capitolo, ci si concentrerà nell'analisi del mercato azionario statunitense allo scopo di comparare il comportamento delle imprese italiane e americane e mettere in risalto le principali differenze che contraddistinguono i due mercati.

1. ACCESSO ALLE FONTI FINANZIARIE

All'interno del loro ciclo di vita, le imprese si trovano di fronte alla decisione di inseguire delle opportunità di crescita per poter aumentare il proprio valore. Per raggiungere tale obbiettivo tipicamente un'impresa si volge alla ricerca di capitali attraverso l'utilizzo di un insieme di fonti per finanziare i propri progetti.

La letteratura economica ha riservato una larga ricerca su questi temi, in cui molti autori si sono interrogati sull'esistenza di modelli che possano spiegare come le imprese finanzino i loro progetti di investimento, cercando un giusto equilibrio tra le fonti, al fine di garantire il corretto fabbisogno finanziario in tutte le fasi di vita dell'impresa. Esistono principalmente due fonti che danno origine al capitale finanziario: banche e mercato azionario e obbligazionario. Allo stesso tempo i canali tradizionali di finanziamento per le imprese possono essere facilmente suddivisi, come noto, in due grandi categorie: interne ed esterne (Figura 1). Pertanto, il reperimento di queste fonti può avvenire internamente attraverso il reinvestimento dei flussi di cassa e profitti, oppure esternamente tramite debito e obbligazioni o tramite equity (capitale di rischio).

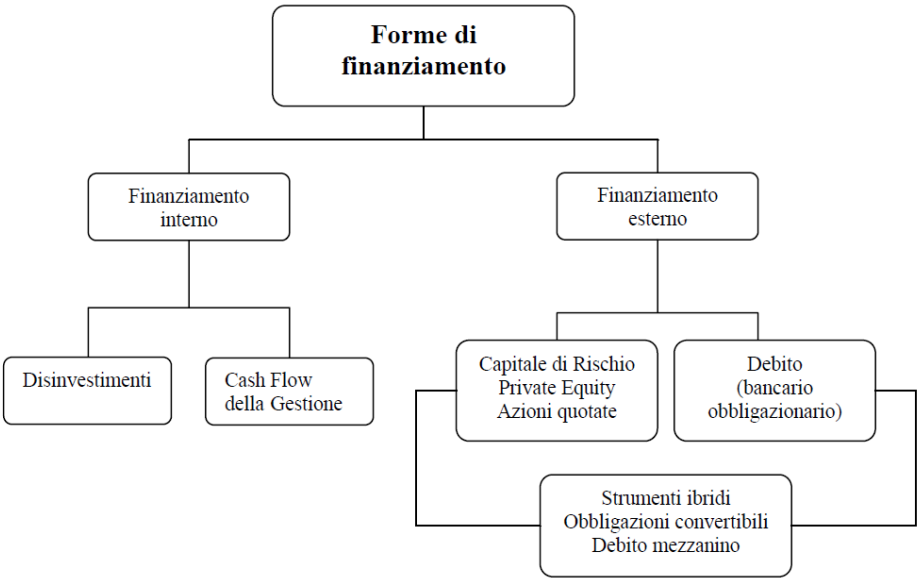

Figura 1: Forme di finanziamento interne ed esterne.

La prima forma di finanziamento per l'impresa è il reinvestimento dei profitti ricavanti dall'attività di impresa, con particolare riferimento al tasso di utili non distribuiti che vengono trattenuti per finanziare le opportunità di crescita. Una delle peculiarità dell'autofinanziamento è che i flussi non sono stabili nel tempo, ma sono caratterizzati da volatilità, e tendono ad accrescere nelle fasi di

espansioni del ciclo economico e deteriorarsi nelle situazioni opposte. Un tipo di autofinanziamento è costituito dal capitale proprio dell'impresa. Questo comprende i conferimenti dei proprietari dell'impresa alla sua costituzione (ovvero al capitale sociale) e gli utili prodotti dalla gestione e non distribuiti ai proprietari (riserve di utili o utili non distribuiti, che danno luogo all'autofinanziamento). Questa forma di finanziamento è particolarmente gradita alle imprese e ai manager perché garantisce maggiori margini di autonomia finanziaria, quindi maggiore libertà di scelta e minore dipendenza da enti esterni che potrebbero influenzare la linea manageriale. Inoltre, in particolare quando l'impresa si trova sul mercato, garantisce una reputazione più elevata in quanto mostra la capacità di crescere sfruttando le proprie fonti. Tuttavia, l'autofinanziamento può determinare considerevoli accentramenti dei poteri finanziari e riflettersi negativamente nella scelta degli investimenti. L'uso di sole forme di finanziamento interne potrebbero non essere sufficienti per finanziare interamente le strategie di crescita aziendale, pur contribuendo al miglioramento dei processi produttivi. Diventa a questo punto necessario ricorrere a fonti esterne, siano esse a titolo di capitale rischio o di capitale di debito.

Le imprese possono raccogliere capitale rivolgendosi presso istituti bancari oppure emettendo obbligazioni, che potranno essere successivamente sottoscritte pubblicamente o privatamente dagli investitori. Per quanto riguarda il debito bancario consiste in una richiesta di capitale, per un determinato periodo temporale di rimborso, con un tasso di interesse e delle garanzie richieste dal creditore. Queste garanzie possono essere rappresentate da asset, su cui il creditore si potrà rifare in caso di insolvenza. Al contrario, quando le garanzie sono rappresentate dal cash flow che l'impresa sarà capace di generare nel corso della sua attività, il debito sarà definito "non sicuro", in quanto il cash flow non è equivalente ad un ritorno sicuro su cui l'istituto bancario potrà rifarsi in caso di morosità e bancarotta. Una ulteriore forma alternativa di debito è l'emissione obbligazionaria, che permette ad un'impresa di raccogliere capitale, all'interno di un medio-lungo periodo. Uno dei vantaggi del debito è che permette di non dover cedere parti di società per raccogliere capitale, che andrebbe a minacciare i diritti di controllo dell'impresa stessa.

Un'ulteriore modalità con cui una impresa può diversificare le forme di finanziamento è quello di fare ricorso a capitale di rischio, tramite private equity o venture capital, o ancora tramite l'emissione di azioni. Viene definito come capitale di rischio perché, in caso di default, la società dovrà prima saldare tutte le passività in ordine di priorità e, solo in seguito, ridistribuire agli azionisti il capitale inizialmente versato per la somma residua (qualora ne sia rimasto). Il rischio di capitale, perciò, è rappresentato dalla possibilità che grava sui proprietari di non ottenere il rimborso del capitale apportato, eroso dalle perdite di gestione. Uno dei problemi principali

dell'approvvigionamento tramite equity è certamente la perdita di controllo a seguito di cessione delle quote societarie, in cui i finanziatori esterni potrebbero imporre la propria volontà, influenzando e condizionando le scelte gestionali. Infatti, nei casi più gravi, i nuovi acquirenti potrebbero non essere in linea con gli interessi del management, e la loro volontà di cambiare l'assetto societario potrebbe generare delle scalate ostili.

1.1 PRINCIPALI TEORIE SULLA STRUTTURA FINANZIARIA

Per un'attenta analisi delle decisioni finanziarie è necessario un approfondimento sulle teorie della struttura finanziaria e proprietaria, la cui letteratura si è frequentemente concentrata su imprese di grandi dimensioni, caratterizzate da un azionariato diffuso e da una struttura proprietaria basata sulla separazione tra proprietà e controllo. Una delle tematiche più dibattute è se esista una struttura finanziaria ottimale che possa massimizzare il valore dell'impresa, sulla base del rapporto di *leverage*, definito come il rapporto tra indebitamento ed equity. Evidenze empiriche mostrano come il *leverage* possa variare in relazione al Paese di riferimento ed alle caratteristiche dell'impresa considerata, a dimostrazione del fatto che questi due fattori giochino un ruolo cruciale nella scelta di finanziamento da parte delle imprese.

1.1.1 MODIGLIANI MILLER

Il modello esposto da Modigliani-Miller (1958) si interroga sull'influenza della scelta della struttura finanziaria sul valore e sulla rischiosità stessa delle attività dell'impresa, andando a determinare il punto ottimale di leva finanziaria a cui un'impresa dovrebbe attenersi. La tesi di M&M nella formulazione originaria si basa su numerose ipotesi, le principali sono:

- Esistenza di un mercato dei capitali perfetto, cioè in assenza asimmetrie informative e costi di transazione nulli, nel quale si considerano mercati concorrenziali;
- Assenza di costi di fallimento, tassazione nulla e neutralità fiscale per equity, debito, profitti reinvestiti e dividendi;
- Le imprese e gli individui godono della stessa credibilità, potendo ricorrere ad indebitamento senza limiti e alle stesse condizioni.

In presenza di queste ipotesi il modello mostra come la struttura finanziaria risulta essere irrilevante ai fini del valore di mercato dell'impresa. Il supporto alla tesi di M&M trae spunto dal cosiddetto "processo di arbitraggio", dove in un mercato efficiente impedisce che il valore di mercato di due o più imprese, appartenenti alla stessa classe di rischio, differiscano solo a causa delle diverse

strutture finanziarie. Pertanto, il valore di un'impresa è determinato dalle attività reali e non dalla sua struttura finanziaria.

1.1.2 TRADE-OFF THEORY

Nel corso del tempo tale modello è stato sottoposto a diverse critiche e, nel decennio successivo, gli autori M&M propongono delle modifiche al loro modello originario, studiando le conseguenze in presenza di un mercato dei capitali imperfetto per individuare il mix ottimo di fonti tra debito ed equity. La diretta conseguenza di ciò si è riscontrata nel fatto che il valore di un'impresa indebitata sarà tanto maggiore quanto più alto sarà il proprio livello di leverage. I benefici del debito derivano dall'effetto dello scudo fiscale. In questo modo si deduce che un'impresa potrà aumentare il proprio valore tramite il tax shield, costituito dal proprio debito, massimizzando il suo leverage. Tutto ciò è vero finché il debito è privo di rischio e i mercati sono sufficientemente perfetti.

Il noto articolo di Miller "Debt and Taxes" del 1977 ha messo in discussione le implicazioni delle teorie di Modigliani-Miller, poiché non permettevano di spiegare per quale ragione il rapporto di leverage delle imprese negli USA fosse rimasto pressoché invariato tra gli anni '20 e '70, in confronto ad un sostanziale aumento nelle imposte sulle imprese. Nel suo articolo si occupò dell'impatto delle imposte personali sulla convenienza all'indebitamento societario, evidenziando come il vantaggio derivante dal leverage possa essere molto inferiore rispetto a quanto affermato nel modello di Modigliani-Miller. Di conseguenza, una struttura del capitale ottimale è data da un compromesso tra un leggero guadagno derivante dal leverage e un relativo costo, rappresentato, ad esempio, dai costi di un probabile dissesto finanziario[1]. Uno dei limiti dello studio di Miller (1977) è che si basa sull'ipotesi che tutte le imprese sostengano un medesimo tasso d'imposta marginale. Assunzione che può essere facilmente messa in discussione, ma la cui analisi viene estesa dagli studiosi De Angelo e Masulis (1980). Tali autori concludono che per le diversità nei cash flow e nei differenti tax shield delle aziende, il beneficio marginale degli scudi fiscali non sarà lo stesso per tutte le imprese, ma ciascuna di esse presenterà livelli ottimali di leverage diversi con differenti strutture di capitale[2].

Inoltre, anche secondo Myers (2001) le argomentazioni di M&M possono essere intese come ideali benchmark di riferimento, e non come risultati finali. In primo luogo, perché l'azienda potrebbe

---

[1] M. Miller, *Debt and Taxes*, in *Journal of Finance,* 1977

[2] H. De Angelo, R.W. Masulis, *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*, in Journal of Financial Economics, 1980.

non essere costantemente redditizia, quindi nel futuro l'effettiva aliquota fiscale media è inferiore al tasso legale, e potrebbe inoltre cambiare anche a seconda della legislazione[3]. In secondo luogo, il debito non è permanente e fisso, e non si conoscono l'entità e la durata dei futuri scudi fiscali. La "capacità" e i vantaggi del debito dipendono dalla redditività futura e dal valore dell'azienda. Si può dedurre che i futuri tax shields risultano essere rischiosi.

Pertanto, è importante considerare che ad un aumento del rapporto di indebitamento corrisponde un aumento del rischio di fallimento e un conseguente aumento dei costi di bancarotta e riorganizzazione, con un presumibile abbassamento del valore di mercato dell'impresa. L'incremento di questa probabilità aumenterà i costi attesi fino al punto che il beneficio aggiuntivo dello scudo fiscale sarà compensato dall'aumento del costo del fallimento previsto, eliminando quindi l'incentivo ad aumentare ulteriormente l'indebitamento di una impresa. È, di conseguenza, presente un trade off tra il vantaggio fiscale e i costi di dissesto finanziario, in quanto il debito trasporta dei benefici dovuti al flusso di risparmi d'imposta ma contemporaneamente incrementa i rischi derivanti dal fallimento. La struttura ottima si troverà nel punto in cui il beneficio fiscale di un euro in più di debito è esattamente equilibrato dall'aumento del costo di bancarotta: per tale motivo viene definita anche come *trade-off theory*. I più importanti vantaggi di questa teoria è che ciascuna impresa può definire i propri rapporti di indebitamento ottimi ed è quindi possibile chiarire le differenze nella struttura finanziaria nei diversi settori. Studi sulle determinanti dei rapporti di debito rivelano che la maggior parte delle aziende redditizie in determinati settori tendono a prendere in prestito meno. Wald (1999), in una analisi cross sezionale su Stati Uniti, Regno Unito, Germania, Francia e Giappone, evidenzia come la profittabilità sia una delle determinanti più importanti nella scelta del rapporto di indebitamento[4]. Rajan e Zingales (1995) confermano una correlazione negativa tra redditività e leverage in un'analisi empirica per Stati Uniti, Giappone e Canada, nonostante non ci siano correlazioni rilevanti per Francia, Italia, Germania e Regno Unito[5]. La teoria del trade-off, tuttavia, prevede che se i manager possono sfruttare preziosi scudi fiscali sugli interessi si dovrebbe assistere ad un fenomeno opposto, in quanto un'alta redditività implica che l'azienda ha più reddito per sostenere un debito, senza aumentare il rischio di difficoltà finanziarie. Tale teoria non è quindi in grado di trovare una correlazione tra alti profitti e basso indebitamento. Come si può notare quindi la teoria del trade-off, il cui dibattito è tutt'ora aperto,

---

[3] S.C. Myers, *Capital structure*, in *Journal of Economic Perspective*, 2001
[4] J. K. Wald, *How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison*, in *Journal of Financial Research*, 1999
[5] Rajan, Zingales, *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, in *Journal of Finance,* 1995

può essere considerata come una evoluzione della teoria classica dell'irrilevanza della struttura finanziaria di Modigliani-Miller, la cui finalità è la valutazione dell'esistenza di una struttura finanziaria ottimale strettamente correlata al valore dell'impresa, la cui scelta comporta la valutazione dei costi e benefici con piani di leverage alternativi.

1.1.3 TEORIA DELL'AGENZIA

Un ulteriore elemento fondamentale che gioca un ruolo non indifferente nell'accesso alle diverse fonti finanziarie è da ricercare nel fatto che esistono delle imperfezioni sul mercato dei capitali, le quali generano dei fallimenti di mercato in quanto non si è in grado di raggiungere l'ottimo sociale in termini di efficienza e qualità. La natura delle imperfezioni esistenti sul mercato deriva dai problemi di asimmetrie informative. Tra le differenti teorie sulla struttura del capitale, viene presa in esame la discussione sui conflitti di interesse tra principale e agente e i problemi racchiusi nel contratto d'agenzia. Jensen e Meckiling in "*Theory of firm: agency costs*" (1976) descrivono l'impresa come un insieme di contratti che definiscono il rapporto tra gli attori coinvolti nel processo decisionale. Il problema dell'impresa diventa quello di gestire un "contratto d'agenzia", ossia un contratto in base al quale il principale ingaggia un'altra persona, l'agente, a ricoprire per suo conto una data mansione, implicando di conseguenza una delega del potere decisionale. Principale e agente sono rispettivamente neutrale e avverso al rischio. Se entrambi massimizzano la loro utilità, è ragionevole pensare che l'agente non agirà nel massimo interesse del principale, per il fatto che ci possa essere un potenziale disallineamento di obbiettivi tra le due parti. Ciò è dovuto all'insorgere di due problemi. Innanzitutto, si creano situazioni di imperfect monitoring, dove il principale non osserva l'azione ma unicamente il risultato determinato, solo in parte, dall'azione dell'agente. In secondo luogo, si manifestano problemi di asimmetrie informative sia ex-ante, sotto forma di selezione avversa o informazione nascosta, sia ex-post, sotto forma di azione nascosta o moral hazard. Viene definita una informazione nascosta quando l'agente possiede un vantaggio informativo rispetto al principale, che ad esempio non può osservare le funzioni di costo e di utilità dell'agente. Nel caso di azione nascosta, invece, il principale risulta incapace di osservare l'entità dello sforzo esercitato dall'agente, il quale potrebbe attuare comportamenti opportunistici. Il principale dovrà definire un contratto di agenzia per indurre l'agente a svolgere al meglio il suo compito, delineando dei meccanismi di incentivo. Questi schemi di incentivo devono comprendere il vincolo di partecipazione, affinché l'agente sia disposto ad assumere l'incarico, e il vincolo di compatibilità degli incentivi, allo scopo di allineare gli obbiettivi tra principale e agente. Tuttavia, l'esistenza di incompletezza contrattuale nel formalizzare i rapporti tra le parti, rende inefficiente il rapporto di agenzia e di conseguenza si generano quelli che vengono definiti costi di agenzia. Un

noto lavoro fornito da Akerlof (1970) per spiegare il ruolo delle asimmetrie informative sul mercato reale è la teoria del *market for lemons*. L'autore usa come esempio il mercato delle automobili usate, nel quale sono offerte auto di buona (*good*) e pessima (*lemon*) qualità. Se da un lato i venditori, a causa dell'asimmetria informativa, cercheranno di vendere solo le auto di pessima qualità, dall'altro i clienti, consapevoli di ciò e non avendo piena informazione per poter distinguere le condizioni delle auto, saranno disposti a comprare solo ad un prezzo inferiore rispetto a quello proposto. Per cui, nel mercato diminuiranno le auto di ottima qualità poiché i proprietari di tal genere non vorranno partecipare a questo "market for lemons" che sottostima il valore reale del loro prodotto.

La letteratura ha ampiamente analizzato uno dei principali conflitti analizzati nel contesto della struttura societaria, ossia quello tra azionisti e managers. A tal proposito, Jensen e Meckling (1976) sviluppano una teoria che spiega come la struttura proprietaria e finanziaria dell'impresa sia determinata dai costi di agenzia del capitale di rischio e del debito. L'assunzione su cui si basa è la separazione tra il controllo, detenuto dai manager, e proprietà, detenuta dagli azionisti. Il modello considera separatamente gli effetti di due tipi di costo di agenzia: il costo di agenzia del capitale di rischio detenuto dagli azionisti estranei alla gestione (outside equity), e il costo di agenzia derivante dal finanziamento a titolo di debito. Analizzando il primo si riscontra una divergenza tra gli interessi del manager e quelli degli azionisti, in cui man mano che la frazione di capitale detenuta dal manager diminuisce (tramite la vendita di equity ad investitori esterni), si riduce anche la sua quota di diritti sul reddito residuo che lo indurrà ad impiegare le risorse dell'impresa sotto forma di benefici non monetari e attraverso meccanismi di *tunneling*, causando delle inefficienze ex-post. A questo si aggiunge un comportamento elusivo dell'impegno profuso dal manager (*shirking*) nella ricerca di progetti ad alta profittabilità, che comporterà una scelta sub-ottimale dei progetti di investimento, e un conseguente valore di mercato inferiore dell'impresa rispetto a quello ottenibile se il manager s'impegnasse pienamente, generando quindi delle inefficienze ex-ante.[6] Queste divergenze tra interessi del manager e degli azionisti generano dei costi di agenzia del capitale. Infatti, per attenuare gli effetti negativi del problema di agenzia, il manager può decidere di sostenere dei costi per convincere gli azionisti, dimostrando il suo attaccamento all'impresa. Le spese possono essere rappresentate da costi di controllo, monitoring e di bonding, ma verranno attuate dal manager solo se l'incremento netto della sua ricchezza generato da tali attività (per

[6] Altri studi precedenti, al contrario, come il modello di Marris, nel *The Economic of "Managerial Capitalism* (*1964*), presentavano un modello di impresa capitalistica manageriale con azionariato disperso (widely held companies) in presenza di concorrenza imperfetta, in cui gli obbiettivi dei manager non erano allineati con quelli degli azionisti, e le strategie di crescita comportavano ugualmente una scelta subottimale, non tanto per sotto-investimento, ma per sovra-investimento motivato dall'obbiettivo di massima crescita da parte del management.

contenere la perdita di valore dell'impresa) è superiore al valore dei benefici personali a cui deve rinunciare.

Per quanto concerne, invece, le imprese la cui struttura finanziaria sia costituita da quote elevate di capitale di debito, la letteratura suggerisce come l'indebitamento possa aiutare a superare i costi di agenzia delle emissioni di capitale proprio, e quindi porti con sé vari benefici, quali:

- Ridurre il fabbisogno di capitale di rischio diminuendo gli effetti del conflitto di interessi tra manager e azionisti;
- Generare un guadagno attraverso uno scudo fiscale dovuto agli interessi sul debito;
- Rappresentare un potente incentivo per disciplinare il manager a comportarsi in maniera efficiente, in quanto il debito comporta l'obbligo di rimborso del capitale e degli interessi, indipendentemente dai risultati economici;
- Limitare i problemi di asimmetria informativa perché associati ad una attività di controllo da parte delle banche sulle attività di un'impresa.

Accanto a questi benefici, tuttavia, il debito comporta dei costi dovuti al rapporto di agenzia, tra creditori aversi al rischio (il principale) e gli azionisti neutrali al rischio (gli agenti). Jensen e Meckilng, individuano in primo luogo che in una struttura finanziaria molto indebitata il manager, insensibile alla rischiosità, intraprenderà progetti con alti rendimenti attesi ma con probabilità di successo bassa, scaricando il rischio del progetto sui finanziatori, mentre gli azionisti ne risponderanno solo nei limiti della loro partecipazione al capitale dell'impresa. Conoscendo le intenzioni del manager-azionista, i finanziatori non sottoscriveranno titoli di debito al prezzo o per l'intero ammontare richiesto, causando una perdita del valore dell'impresa. In aggiunta, i problemi derivanti dal controllo e monitoring, determinano la stesura di contratti di debito complessi e molto dettagliati che vengono incorporati tra i costi del debito. Il costo di agenzia del debito, infine, può essere rappresentato anche dai costi relativi alla percezione e alla probabilità di fallimento e di ristrutturazione dell'impresa. I finanziatori, aumentando il costo del debito, riversano un maggior onere agli azionisti e causano una diminuzione del valore dell'impresa al fine di ridurre gli effetti dei problemi di agenzia.

Si può, pertanto, constatare che entrambe le forme di finanziamento presentino costi in termini di efficienza e minor valore dell'impresa. La scelta della struttura proprietaria ottimale è quella che minimizza i costi di agenzia, ed è condizionata da: *a)* la frazione di capitale di rischio detenuta dal manager; *b)* la frazione di capitale di rischio detenuta dagli azionisti estranei alla gestione; *c)* il capitale di debito. Jensen e Meckling, nel loro modello, predissero che risulta preferibile che una impresa si finanzi tramite l'emissione di nuove azioni quando, in presenza di un settore con poche

opportunità di investimento, il margine di discrezionalità manageriale è basso e il cui contributo è meno determinante. Al contrario, qualora l'impresa abbia buone opportunità di crescita, dove il margine di discrezionalità del manager sia elevato e il suo contributo sia rilevante per il successo di un progetto, allora all'impresa converrà finanziarsi ricorrendo al capitale di debito.

1.1.4 LA TEORIA DEL PECKING ORDER

Un chiaro riferimento alle tematiche relative alle decisioni finanziarie e di investimento viene ripreso dal modello di Myers e Majluf (1984), che considera un'impresa che deve emettere nuove azioni per raccogliere fondi al fine di intraprendere delle opportunità di investimento. Il risultato della teoria esposta dai due autori parte dall'ipotesi principale che vi sia la presenza di asimmetrie informative tra manager e nuovi investitori. Emerge, infatti, un problema di selezione avversa in quanto il manager conosce il valore effettivo degli asset preesistenti dell'impresa e ha maggiori informazioni sui nuovi progetti da intraprendere, elementi che al contrario non sono noti o di cui ne vengono solo in parte a conoscenza gli investitori esterni. Idealmente, se il manager decidesse di agire negli interessi di tutti gli azionisti potrebbe realizzare tutti i progetti profittevoli (con NPV>0), in cui le nuove azioni emesse avrebbero un prezzo equo, eliminando di fatto le asimmetrie informative. Tuttavia, è ragionevole credere che il manager agisca nell'interesse dei vecchi azionisti, perciò deciderà di emettere nuove azioni solo se i progetti garantiscono un aumento di valore delle azioni correnti. Gli investitori esterni, consapevoli del comportamento del manager e della presenza di asimmetrie informative, acquisteranno le azioni solo ad un prezzo inferiore. Di conseguenza, l'emissione di nuove azioni provocherà una caduta del prezzo delle azioni (underpricing), riducendo il valore di mercato delle azioni in mano ai vecchi azionisti. L'underpricing può essere così elevato da superare il NPV dei progetti di investimento che l'impresa vuole inseguire, e il manager si troverebbe a dover rinunciare a finanziarli anche se si prospettano profittevoli.

Secondo tale modello, quindi, la decisione del manager di non emettere segnala che il valore del progetto è modesto rispetto agli asset preesistenti. Al contrario, la decisione di emettere per finanziare il progetto, segnala che il valore del progetto è alto rispetto al valore degli asset, e che l'impresa prima del progetto è sopravvalutata. I potenziali investitori saranno quindi disposti ad acquistare nuove azioni solo ad un prezzo inferiore. Ciò ovviamente riduce il valore dell'impresa generando un problema di under-investment. Questo fenomeno è tanto accentuato quanto maggiore

è il gap informativo[7], e se lo sconto è maggiore del valore generato dall'investimento stesso, il manager sarà costretto ad abbandonare il progetto che farebbe aumentare il valore dell'impresa. Il valore dell'impresa dunque si riduce, cadendo nella cosiddetta "trappola finanziaria". L'effetto di under pricing sul valore del titolo, molto spesso, si riscontra anche nel solo annuncio di una nuova emissione. Per tale motivo, conviene concentrare gli annunci in periodi in cui l'informativa societaria è maggiore e accompagnati con acquisti in massa dei manager, utili a trasmettere fiducia agli investitori esterni. Per ridurre il problema della "trappola" si può far ricorso a due forme alternative di finanziamento, entrambe meno costose dell'emissione di nuove azioni:

- Le fonti interne o fondi propri (cash flow)
- Il debito

Infatti, l'annuncio dell'emissione di debito, o di utilizzo di fonti interne, potrebbe avere un impatto minore sul valore delle azioni rispetto all'annuncio di una emissione di equity. L'emissione di debito minimizza il vantaggio informativo dei manager. I manager ottimisti, che credono che le azioni delle loro società possano essere sottovalutate, coglierà l'opportunità di emettere debito piuttosto che azioni. I manager pessimisti vorranno emettere azioni, ma nel caso in cui il debito sia un'alternativa percorribile, allora qualsiasi tentativo di vendere azioni rivelerà al mercato che le azioni non sono un buon acquisto. Pertanto, le emissioni di azioni saranno rifiutate dagli investitori se il debito è disponibile a condizioni eque, e in equilibrio si emetterà solo il debito. L'emissione di equity avverrà quando il debito è più costoso, ad esempio perché l'impresa ha già un tale indebitamento che gli investitori prevedono dei costi connessi alle difficoltà finanziarie. Anche in questo caso i manager ottimisti potranno rivolgersi al mercato azionario come fonte di finanziamento. A partire da tali considerazioni e dall'osservazione del comportamento delle imprese nelle decisioni di finanziamento, Myers, in "*The capital structure puzzle*" (1984), espone la teoria dell'ordine di scelta, denominata *pecking order theory*. L'autore individua una strategia a cui le aziende fanno riferimento nella scelta di finanziamento, seguendo una precisa gerarchia delle fonti che vengono utilizzate dall'impresa, dalla risorsa meno costosa alla più costosa:

1. Cash flow;
2. Debito privo di rischio o a basso contenuto di informazioni private;

[7] D'Mello e Ferris (2000), in *The Information Effects of Analyst Activity at the Announcement of New Equity Issues*, mostrano che il calo dei prezzi è maggiore per le imprese seguite da pochi "security analysts" e per aziende con grandi deviazioni standard riguardo le previsioni degli analisti (interpretato come una misura della qualità informativa disponibile per una impresa).

3. Emissione di nuove azioni.

L'ordine di scelta su cui si fonda tale teoria mostra come le imprese preferiscano il finanziamento interno, adattando la scelta del tasso di distribuzione dei dividendi sulla base delle opportunità di investimento, anche se i dividendi sono "vischiosi" e i rapporti di pay-out-obiettivo si modificano solo gradualmente in funzione delle opportunità di investimento (con la conseguenza che i flussi di cassa generati internamente possano essere insufficienti o superiori rispetto alle esigenze di finanziamento). In caso di necessità di finanziamento esterno, l'impresa emette prima i titoli più sicuri, ossia, prima ricorre al debito e solo in seguito, se è opportuno, all'emissione di azioni. Nonostante ciò, la teoria non scoraggia l'emissione di equity in quanto vi sono situazioni in cui le informazioni tenute dai gestori e dalle banche, in merito al rischio dell'organizzazione, differiscono largamente. Se il rischio relativo alle difficoltà finanziarie della società viene valutato da banche e obbligazionisti, questi potrebbero chiedere dei tassi di interesse tali per cui il debito apparrebbe poco attraente. L'equity è noto, invece, come capitale di rischio e si adatta a tali situazioni.

La preferenza delle "public companies" per il finanziamento interno, e la relativa scarsa frequenza di nuove emissioni di azioni, è stato spesso attribuito alla separazione tra proprietà e controllo e dal desiderio dei manager di evitare la disciplina del mercato dei capitali. Myers e Majluf (1984) suggeriscono che i manager che massimizzano il valore di mercato di una impresa eviteranno un finanziamento esterno tramite equity, sia se hanno migliori informazioni rispetto agli investitori esterni e sia se gli investitori sono razionali. La pecking order theory chiarisce perché la maggior parte dei finanziamenti esterni proviene dal debito e che le aziende più redditizie prendono minori quantità a prestito perché dispongono di maggiori finanziamenti interni. Le aziende meno profittevoli, al contrario, richiedono finanziamento esterno e di conseguenza accumulano maggior debito.

Nel corso degli anni numerosi studiosi hanno testato la teoria del pecking order e l'hanno messa a confronto con la teoria del trade-off, precedentemente illustrata, per approfondire la validità dell'una rispetto all'altra. I risultati hanno portato a esiti differenti. Gli studiosi Shyam-Sunder e Myers (1999) mostrano una maggiore confidenza nel pecking order, rispetto al modello di aggiustamento verso un rapporto di indebitamento target, nel determinare la politica di indebitamento. Gli autori, però, mostrano dei dubbi in merito alla consistenza del risultato: in primo luogo perché l'ordine gerarchico potrebbe non andare bene per un campione di società in crescita che investono molto in beni immateriali; in secondo luogo, i modelli utilizzati hanno considerato solo alcune specificazioni della teoria dei trade off. Ulteriori studi, in maniera analoga, hanno mostrato evidenze opposte, ad esempio le affermazioni di Frank e Goyal (2003) appaiono in prima

analisi in contrasto con la pecking order, secondo cui le società di piccole dimensioni e in rapida crescita tendono ad affidarsi all'equity. Seguendo questo trend di confronto, French e Fama (2002) esaminarono le applicazioni di entrambe le teorie. I ricercatori rilevarono come entrambe le argomentazioni possiedono potere esplicativo in determinati scenari, ma allo stesso tempo falliscono invece su due aspetti differenti: la prima (trade off theory) nello spiegare la relazione negativa tra redditività e livello d'indebitamento, la seconda (pecking order theory) nello spiegare l'elevato affidamento delle aziende piccole e ad alta rischiosità al capitale di rischio. Risulta, quindi, che ambedue presentano una consistente validità strutturale, ma al contempo nel momento in cui le predizioni sono condivise è difficile attribuirne la causalità: non si può infatti affermare se i risultati siano dovuti a forze di trade-off o di pecking order, o addirittura ad altri fattori trascurati da entrambi[8]. Hovakimian et al. (2001) asseriscono che le imprese adottano un comportamento finanziario basato sul pecking order nel breve termine e tendono ad un grado di indebitamento target nel lungo periodo. Le diverse ricerche empiriche, effettuate a livello internazionale, per la confutazione delle due teorie permettono di conferire un sostegno all'ipotesi per la quale le teorie di pecking order e trade off non sempre si escludono a vicenda, e questo appare vero anche nel contesto italiano. In particolare, Bontempi (2002) indica la presenza di una realtà italiana composta da due tipologie: le imprese di tipo PO (pecking order) che preferiscono utilizzare fonti interne di finanziamento; e le imprese di tipo TO (trade off) che ricercano un livello di indebitamento ottimale verso il quale convergono nel lungo periodo.

Un'ulteriore critica, invece, da parte degli studiosi French e Fama (2002) si riferisce alle predizioni della pecking order, secondo cui l'emissione di equity avviene raramente a causa dei costi elevati. In contraddizione a queste affermazioni, riscontrano che le imprese emettono e ritirano equity più comunemente di quanto predetto. I ricercatori pervengono a tale risultato in quanto la teoria dell'ordine di scelta non tiene in considerazione il fatto che l'emissione di equity possa avvenire anche attraverso metodi alternativi, con bassi costi di transazione e limitati problemi di asimmetria informativa. Si fa riferimento, in particolare, alla raccolta di capitale nel mercato "secondario", cioè sulle cosiddette seasoned equity offerings (SEOs). Gli autori evidenziano tre modalità alternative alle SEOs (opzioni ai dipendenti, rights issues e acquisti diretti d'azioni) e un'ulteriore quarta (merger finanziate con azioni), che potrebbe rientrare in questa categoria. Si dimostra di conseguenza come l'equity non sia necessariamente l'ultima risorsa disponibile, ma esistano

[8] Fama E.F - French K.R., *"Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt"*, in *The Review of Financial Studies*, 2002

modalità simili e caratterizzate sia da minori costi di transazione, sia da minori asimmetrie informative.

1.1.5 LA TEORIA DEI SEGNALI

L'introduzione di modelli che trattano esplicitamente il ruolo delle "private information" ha reso possibile ulteriori approcci al tema del conflitto di interesse tra manager e creditori, portando alla formulazione di diverse teorie, tra cui la *signalling theory*, o cosiddetta teoria dei segnali. La teoria dei segnali si è sviluppata su modelli che considerano le decisioni di finanziamento come uno strumento di divulgazione di informazioni, tenendo come dato fisso gli investimenti. Se i mercati non hanno a disposizione tutte le informazioni, i prezzi che si delineano in tale contesto non sono in grado di riflettere pienamente il valore effettivo delle attività che rappresentano. Il management e/o i proprietari dell'impresa possono decidere di aumentare il flusso di informazioni generando "segnali", che modificheranno il comportamento degli investitori.

All'origine della teoria è collocabile il modello di Ross (1977), che analizza gli effetti delle politiche sulla struttura finanziaria adottate dal management. Se il mercato dei capitali è perfetto (ossia con le stesse caratteristiche ipotizzate dal modello di Modigliani e Miller, già accennate in precedenza) la struttura finanziaria dell'impresa risulta essere irrilevante per il valore dell'impresa. Distinguendo le imprese di successo da quelle di non successo, si introduce la possibilità dell'esistenza di asimmetrie informative. Gli investitori, infatti, non sanno con certezza se l'impresa sia una di successo o di insuccesso e, di conseguenza, attribuiranno ad essa un valore generico che terrà conto sia dell'una che dell'altra impresa. Il manager deciderà la politica di indebitamento dell'impresa segnalando al mercato il gruppo di appartenenza dell'impresa, in funzione della sua remunerazione obiettivo, delle aspettative del valore dell'impresa e dei costi di fallimento. L'autore sostiene, dunque, che le imprese possono segnalare al mercato il proprio valore attraverso la struttura finanziaria: un livello di indebitamento elevato è un segnale di buone prospettive finanziarie future per l'impresa, mentre la sostituzione del debito con capitale proprio porterebbe ad un ribasso del prezzo delle azioni.

Alle stesse conclusioni, negli anni successivi, giungono i modelli di Leland e Pyle (1977), che basano il loro modello sul ruolo svolto dal proprietario dell'impresa. Secondo gli autori, l'imprenditore che deve intraprendere un progetto di investimento ha la possibilità di vendere una frazione della propria quota, continuando a detenere una parte di capitale proprio, ed emettere debito privo di rischio. Parallelamente potrebbe diversificare, investendo una parte della sua ricchezza in un portafoglio di mercato o in attività prive di rischio. Se l'imprenditore è a conoscenza del

rendimento atteso del progetto, il valore della sua quota di capitale proprio potrebbe essere un segnale sul valore futuro atteso dell'impresa. Tale teoria sostiene, infatti, che la propensione del proprietario ad investire nella società è funzione crescente della qualità del progetto di investimento: collocherà fondi nel progetto fino a quando il suo rendimento è superiore o pari alla perdita di diversificazione. Questa situazione porta a due conseguenze: in primo luogo maggiore è la frazione di capitale posseduta dall'imprenditore e maggiore sarà l'emissione di debito, e inoltre la percezione di una migliore qualità dell'impresa, dato il "segnale positivo", rende gli investitori disponibili a pagare di più per una quota dell'impresa.

1.1.6 IL MODELLO DEL FINANCIAL GROWTH CYCLE

Una più recente teoria riguardante i criteri di scelta delle imprese per il finanziamento è presentata da Berger e Udell (1998). Gli autori, partendo dai postulati della pecking order theory, sviluppano un modello che tiene conto delle dimensioni e dell'età delle imprese, evidenziando un legame tra le scelte di finanziamento e le fasi del ciclo di sviluppo, in cui i bisogni finanziari cambiano man mano che l'azienda cresce, acquisisce ulteriore esperienza e diventa meno opaca dal punto di vista informativo[9]. Tale teoria viene definita come teoria del Financial Growth Cycle, e cerca di spiegare in termini dinamici ed evolutivi la struttura di finanziamento delle imprese, prestando attenzione ad alcune particolarità legate alle PMI e alle imprese innovative. Queste imprese, infatti, sono solitamente più orientate rispetto alle altre alla crescita piuttosto che al solo consolidamento della posizione.

Il percorso di crescita supposto da Berger e Udell prevede che un'impresa parta, nel momento in cui sorge, da una piccola dimensione per crescere fino ad essere considerata un'impresa di grandi dimensioni. Nella prima fase (impresa neo-nata), le imprese più piccole e più giovani presentano una difficoltà maggiore ad ottenere finanziamenti esterni, e faranno maggiore affidamento a fonti interne, a credito commerciale e a finanza informale (fondi messi a disposizione da promotori di start-up, e fondi di provenienza familiare o amicale). Si tratta, infatti, di imprese ai primi stadi di vita, caratterizzate da un alto grado di opacità dal punto di vista informativo, da una mancanza di una reputazione affermata presso i finanziatori, e che non possiedono ancora di un patrimonio sufficiente per essere prestato in garanzia. Tale fase è la più critica da un punto di vista finanziario, in quanto è in gioco la stessa sopravvivenza dell'impresa.

---

[9] Berger e Udell, "*The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*", in *Journal of banking and finance*, 1998.

Nella seconda fase l'impresa, ancora di piccole dimensioni, inizia ad essere operativa e registra un maggior tasso di crescita e di performance, ma continua ad avere difficoltà finanziarie perché lo sviluppo aziendale richiede investimenti. In questa fase l'impresa inizia ad integrare l'autofinanziamento con il ricorso ai mercati dei fondi intermediati, sia sul versante equity (private equity o venture capital[10]), sia sul versante del debito (banche, imprese finanziarie).

Le fasi successive sono caratterizzate da imprese che, se sopravvivono, denotano una espansione e una crescita intensa, con un miglioramento delle capacità di comunicazione con il mercato, che permette di accedere a maggiore indebitamento e a forme di finanziamento più strutturate. Il ciclo di vita (e di crescita finanziaria) si conclude con la maturità dell'impresa che ha ormai raggiunto la grande dimensione, la quale potrà diversificare ulteriormente le fonti di finanziamento, indirizzandosi verso strumenti finanziari più complessi e ricorrendo al mercato dei capitali e azionario, attraverso un'IPO (Initial Public Offering).

Berger e Udell (1998), stando a queste tesi, hanno ripresentato la teoria della gerarchia delle fonti di finanziamento attraverso il modello del financial growth cycle da loro proposto, sostenendo che la gerarchia tradizionale vada modificata alla luce non solo della dimensione aziendale, ma anche del grado di sviluppo del progetto, al quale corrispondono i diversi livelli di opacità informativa e di fabbisogno finanziario.

1.1.7 IL MODELLO DEL MARKET TIMING

Negli anni recenti è emerso un nuovo punto di vista sulla struttura finanziaria, secondo il quale i rapporti di indebitamento non hanno nulla a che fare con l'ordine di scelta o la struttura finanziaria ottimale. Questa teoria, denominata del market timing, è stata sviluppata recentemente da Baker e Wurgler (2002), si basa innanzitutto sull'asimmetria informativa tra manager e investitori esterni (come nella pecking order theory), ma dove le decisioni di struttura finanziaria rispecchiano esclusivamente la volontà del management di raccogliere capitale a basso costo, approfittando delle condizioni di mercato. In secondo luogo, vengono introdotte delle ipotesi derivate dalla letteratura della finanza comportamentale sull'inefficienza di mercato. Secondo la finanza comportamentale, gli investitori presenti nel mercato dei capitali non sono razionali e perciò non effettuano valutazioni efficienti del valore dei titoli azionari delle imprese. Questo implica una situazione di mispricing

[10] Per private equity si riferisce all'apporto di capitale in una impresa (non finanziaria) da soggetti esterni; quando tale forma di finanziamento avviene in imprese che operano in settori innovativi e attraversano le fasi iniziali della loro crescita si parla nello specifico di venture capital.

tra il valore di mercato e il valore reale dell'azienda e, di conseguenza, i titoli azionari presenteranno periodi in cui sono sopravvalutati e altri in cui sono sottovalutati. L'impresa non persegue quindi l'obiettivo di una struttura finanziaria ottimale, ma adatta la sua politica di raccolta alle condizioni di mercato e al giudizio espresso dal mercato sull'azienda. Baker e Wurgler sostengono, infatti, che il gap esistente tra grandezze contabili e di mercato sia l'unico fattore che guida le scelte di capital structure. A differenza di altre teorie precedenti, sostengono che non esista né un livello ottimale d'indebitamento (come nella trade-off theory), né l'esistenza d'asimmetrie informative (come nella pecking order theory) che porti a favorire il finanziamento interno anziché altri mezzi. Quindi, se l'impresa ha bisogno di un finanziamento in un periodo in cui il suo rapporto tra valore di mercato e valore contabile è alto, è più probabile che il manager emetta nuovo equity, in quanto il mercato viene percepito più favorevole. Analogamente, nel caso in cui il valore di mercato dell'impresa sia sottostimato, è più probabile che il debito sia il mezzo finanziario privilegiato. Si deduce così che i rapporti d'indebitamento sono semplicemente la funzione tra il rapporto market-to-book e il momento in cui si è presentata la necessità di un finanziamento, indipendentemente dai costi del fallimento e dagli ordini di scelta. I dati di cui dispongono gli autori permettono di sostenere, inoltre, che le imprese "low-leverage" sono quelle che tendono a raccogliere fondi quando le loro valutazioni sono alte, e al contrario le aziende "high-leverage" tendono a raccogliere fondi quando le loro valutazione sono basse. Baker e Wurgler concludono sostenendo che "*the most realistic explanation for the results is that capital structure is largely the cumulative outcome of past attempts to time the equity market*" [11]. In questa teoria non esiste una struttura del capitale ottimale, pertanto le decisioni di finanziamento del market timing si accumulano nel tempo come risultato nella struttura del capitale.

1.1.8 LA SEPARAZIONE TRA PROPRIETÀ E CONTROLLO

L'impresa capitalistica classica è il modello di riferimento originale delle economie di mercato, la cui titolarità è attribuita alla proprietà del capitale. Infatti, chi possiede il capitale fisico dell'impresa ha anche il diritto di controllo e decisione riguardo gli usi residuali di tutti gli assets dell'impresa. Con la crescita dell'azienda, e il graduale aumento delle dimensioni, le funzioni direttive possono essere delegate a dei managers, mentre la struttura di controllo è contemporaneamente rappresentata da un individuo o un gruppo familiare che detiene la maggioranza del capitale. Quando la struttura proprietaria, invece, diventa molto frammentata e non esiste un azionista di maggioranza che

[11] M. Baker e J.Wurgler, *"Market timing and capital structure"*, in *The journal of Finance*, 2002

detenga il controllo, avviene un passaggio da un'impresa capitalistica manageriale ad una impresa definita public company (o public corporation). Nella public company, la proprietà è separata dal controllo ed è ragionevole assumere che gli interessi del manager non siano allineati con quelli degli azionisti. Al contrario delle imprese individuali in cui il proprietario è unico, in questi casi il titolare può essere rappresentato dall'azionista che detiene la quota di controllo oppure da un insieme di azionisti che hanno formato un accordo. Qualora infatti nessuno dei soci disponga della quota che ne determini il controllo, si possono creare delle coalizioni tra i soci, regolate da accordi o contratti privati, che consentono a tali figure di ottenere la titolarità dell'impresa. In assenza di questi accordi parasocietari, la titolarità dell'impresa va ai manager.

L'analisi delle tipologie di struttura proprietaria e controllo delle imprese, nei diversi paesi, è un tema che è stato largamente studiato da molti ricercatori, e risulta spesso in stretta relazione con la struttura finanziaria delle imprese. Tale argomento è stato originariamente affrontato da Berle e Means (1932), i quali hanno messo in luce il problema della separazione e il controllo delle imprese negli Stati Uniti, dove erano presenti in prevalenza imprese a proprietà diffusa. Paesi come Stati Uniti e Gran Bretagna sono paesi caratterizzati da: mercati finanziari molto sviluppati; volume di scambi azionari molto elevato; meccanismi e norme che regolano il mercato e il comportamento degli investitori efficienti; e presenza di grandi e numerosi investitori istituzionali. L'evidenza empirica ha dimostrato come le imprese caratterizzate da dispersione dell'azionariato e da separazione tra proprietà e controllo è tipico dei sistemi economici anglosassoni. Nella maggior parte del resto del mondo, invece, si riscontrano imprese caratterizzate da un azionista dominante, che detiene la maggior parte del capitale o di una quota che permette di essere anche titolari del controllo.

La Porta, Lopez de Silanes e Shleifer (1999) mettono in correlazione gli aspetti della struttura di capitale con quelli della struttura proprietaria e di controllo delle imprese, attraverso uno studio sulle maggiori imprese quotate di diversi paesi. Hanno suddiviso le imprese in varie categorie, sulla base di chi controlla in ultima istanza:

- Una famiglia o un individuo;
- Proprietà diffusa o public company;
- Lo Stato;
- Miscellanea (cooperative, sindacati di voto, ecc.).

Il controllo è definito in base a due valori soglia delle quote azionarie (10% e 20%), poiché i piccoli azionisti generalmente non si presentano ad esercitare il loro diritto di voto alle assemblee societarie.

Il mantenimento del controllo da parte dell'azionista dominante o del fondatore può essere positivo, in quanto maggiore è la quota dei manager e minori sono i costi di agenzia che possono ridurre il valore dell'impresa. La separazione tra proprietà e controllo in presenza di un insider trasforma il conflitto di interessi tipico della public company tra manager e azionista, in un conflitto di interessi tra azionisti di maggioranza (interni) e azionisti di minoranza (esterni). Quest'ultima tipologia di conflitto è complessa da risolvere in quanto i meccanismi disciplinanti sono generalmente inefficienti in queste situazioni. L'unico strumento di disciplina potenzialmente efficace è un contesto istituzionale in cui i mercati dei capitali e della proprietà delle imprese, dei managers e dell'informazione finanziaria siano abbastanza sviluppati da essere concretamente efficienti alle loro rispettive funzioni, nell'ambito di un sistema di regole in cui i diritti di proprietà degli azionisti di minoranza e degli investitori in generale siano adeguatamente protetti.

1.2 INTRODUZIONE AL FENOMENO DI QUOTAZIONE

Il fenomeno della quotazione consente alle imprese il finanziamento in nuovi investimenti, imprimendo un impulso alla crescita dimensionale e riequilibrando la struttura finanziaria ottimizzando il costo del finanziamento. Come si desume dal nome stesso di *Initial Public Offering* (denominata, semplicemente, con la sigla IPO), ci si riferisce all'offerta finalizzata alla raccolta di capitale nel mercato dell'equity, che viene effettuata da un'impresa che per la prima volta in assoluto decide di quotarsi nei mercati regolamentati[12]. Questa emissione non va confusa con la cosiddetta *Seasoned Equity Offering* (SEO), o anche offerta secondaria, che consiste in emissione successive da parte di un'impresa già quotata. Per questo motivo le SEO sono meno oggetto di studio rispetto alle IPO, alla luce del fatto che non sono presenti le stesse incertezze che si incontrano nell'offerta pubblica iniziale, ma esiste già una storia pregressa sia in termini di volume di negoziazione che in termini di fluttuazione del prezzo.

L'accesso al mercato dei capitali tramite quotazione rappresenta un momento di svolta nella vita aziendale che porta effetti sull'assetto proprietario, organizzativo e manageriale, sui rapporti con clienti, fornitori e in generale con l'ambiente finanziario. Fra le modalità di finanziamento descritti,

[12] Seguendo tale criterio, è ragionevole distinguere tra il concetto di mercato primario e secondario. Il mercato primario è quello sul quale avviene l'emissione e vendita di nuovi strumenti finanziari per la prima volta su di un mercato regolamentato. Sul mercato secondario, invece, avviene lo scambio e la negoziazione di titoli già in circolazione e precedentemente quotati. Si può definire, inoltre, un periodo successivo alla prima emissione che viene indicato con il nome di *aftermarket,* che corrisponde ad una compravendita sul mercato secondario di azione relative ad un IPO. Al termine di tale intervallo temporale si parla di mercato secondario vero e proprio.

l'equity si configura sicuramente come il meccanismo più costoso non solo per i motivi sopra riportati, ma anche perché comporta altresì oneri non trascurabili, legati nel breve periodo ai costi della procedura di ammissione a quotazione e nel lungo termine agli oneri di trasparenza. Tipicamente i costi di quotazione vengono distinti in variabili, sulla base della dimensione dell'offerta, e fissi. Fra questi ultimi compaiono quelli legati alla procedura di ammissione che possono essere rappresentati, ad esempio, dai costi di registrazione, di sottoscrizione, di valutazione e messa in regola dell'impresa (come il costo di consulenti, revisori, studi legali, studi commercialistici, ecc.) e i costi annuali di quotazione come quelli di certificazione del bilancio, gli annunci informativi e le tasse imposte dal mercato (M. Pagano, 1998). La decisione di quotazione esige la necessità di un management e di un'organizzazione interna che non sempre sono alla portata di imprese relativamente piccole. A questi aspetti si inseriscono, spesso, norme amministrative complesse e il rischio di una maggior visibilità nei confronti del fisco. La quotazione infatti impone alle imprese degli obblighi di trasparenza informativa più o meno rigidi a seconda del mercato di riferimento. Questo permette di ridurre le asimmetrie informative tra impresa e investitori esterni, facilitando il ricorso a finanziamenti esterni, ma allo stesso tempo potrebbe rivelarsi uno svantaggio per imprese che possiedono informazioni sensibili, le quali rischierebbero di perdere il loro vantaggio competitivo rispetto ai competitor. In tal senso la quotazione impone alle imprese un ulteriore costo, seppur indiretto. Questa disclosure e perdita di privacy in realtà si verifica non solo in sede di prima quotazione nel mercato, ma anche periodicamente per soddisfare i requisiti essenziali, al fine di mantenere lo status di impresa quotata.

L'elemento di maggior rilievo rimane in ogni caso il rischio di perdita di controllo dell'azienda, che limita la volontà di quotazione anche di grandi imprese, e che per tale ragione mantengono la proprietà e la gestione in capo alla famiglia fondatrice. È implicito, infatti, che qualora un'impresa decida di emettere azioni presso il pubblico di investitori, ne consegua una normale perdita di controllo e una diluizione della proprietà. La decisione di non quotarsi, di fatto, è tipica nei Paesi in cui il sistema produttivo è caratterizzato da una diffusa presenza di capitalismo familiare (L. Giordano M. M., 2017). Questo costituisce, di certo, un limite alla crescita dimensionale delle imprese poiché, sebbene un'impresa possa finanziare nuovi progetti facendo ricorso al capitale di debito, superato un certo livello di leva finanziaria, l'impresa dovrà necessariamente raccogliere capitale di rischio per crescere (M. Pagano et al., 1998). Pertanto, qualora una azienda non abbia un adeguato autofinanziamento o non sia in grado di accedere al mercato del capitale di credito, scegliendo per la non quotazione, essa decide di rinunciare a investimenti potenzialmente profittevoli. La rinuncia alla crescita potrebbe essere ricondotta anche alle difficoltà di gestire

processi di cambio generazionale e all'avversione al coinvolgimento di soggetti esterni al gruppo familiare.

La raccolta di capitale con ulteriori canali di approvvigionamento di risorse finanziarie, alternative alla borsa, può avvenire tramite quelli che vengono definiti gli investitori professionali. Il ricorso a questi investitori può avere un carattere istituzionale, quali ad esempio i venture capital e private equity, o informale come i business angels. Il venture capital è una forma di investimento, di medio-lungo termine, in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita, soprattutto in ambiti innovativi e alto contenuto tecnologico, che si trovano nella fase di start up[13]. L'investimento, caratterizzato da un'alta componente di rischio, viene effettuato prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della smobilizzazione dell'investimento iniziale. Ciò avviene per collocamento delle quote azionarie (IPO) sul mercato, per cessione delle quote a un fondo comune di investimento o per acquisizione da parte di altre società. Il Private Equity, invece, è sempre una forma di investimento in high growth companies e praticata da fondi istituzionali, ma si differenzia dal meccanismo di Venture Capital principalmente in quanto gli investimenti sono costituiti da un ammontare superiore e riguardano imprese già a uno stadio avanzato del loro ciclo di sviluppo, in fasi tipicamente successive allo start up. I business angels si riferiscono invece ad investitori informali, non istituzionali, in genere esperti del settore, che apportano fondi propri e procurano capitale di rischio ad imprese nascenti in ambiti ad alto contenuto innovativo, in cambio di capitale di rischio della stessa. Oltre all'apporto di capitale finanziario, il business angel porta a sostegno anche il suo know-how e la sua rete di relazioni.

Il ricorso a queste forme di raccolta di capitale può rivelarsi molto costoso. In particolare, rivolgersi a venture capitalist e angel investors implica non solo un'elevata interferenza nelle scelte gestionali, e di conseguenza un overmonitoring, ma anche un minore prezzo di sottoscrizione delle azioni dovuto ad un costo di mancata diversificazione del portafoglio dell'investitore. Per tali motivi, la strategia di fare ricorso al venture capital può essere ottimale nella fase di start up o nelle fasi iniziali del ciclo di vita delle imprese, per settori altamente tecnologici e innovativi o, comunque, per investimenti di importo relativamente limitato. Queste aziende, infatti, generalmente non prendono in considerazione la quotazione in borsa in quanto sono incompatibili con l'offerta di titoli azionari o con il ricorso al debito a causa dell'elevato rischio associato all'operazione.

[13] www.borsaitaliana.it, Ottobre 2020

Tra le nuove forme di finanziamento che si stanno instaurando all'interno del sistema delle PMI è presente, inoltre, il finanziamento tramite Crowdfunding. È una nuova modalità di reperire risorse, intrapreso da imprese di modeste dimensioni o nate da breve tempo, per finanziare progetti di investimento altamente innovativi, in genere associati ad una probabilità di successo non elevata. Il crowdfounding è stato reso possibile dall'entrata di Internet, in cui attraverso portali o specifiche piattaforme più persone conferiscono del denaro per supportare progetti innovativi e imprese appena costituite. Questa forma di microfinanziamento può assumere diverse forme: donation-based (raccolta di fondi i cui sostenitori contribuiscono senza aspettare un beneficio tangibile); reward-based (prevede per l'investitore una ricompensa commisurata con il contributo); lending-based (micro-prestiti a persone o imprese); e infine l'equity-based (modalità di finanziamento che consente a società non quotate di raccogliere risorse finanziarie dal pubblico a fronte di quote azionarie).

Si può concludere che, dalla letteratura economica viene attribuito al mercato dei capitali un ruolo centrale nella crescita economica e si sostiene che in un sistema finanziario sviluppato costituisca una base solida per la crescita economica. Il capitale di rischio, infatti, consente sia di condividere il rischio e ripartirlo tra molti soggetti, sia permette ai manager di acquisire i giusti incentivi ad intraprendere progetti profittevoli, facilitandone la gestione attraverso la disciplina del take over. Nelle analisi successive si dovrà, tuttavia, tenere presente che il quadro che emerge dalle principali evidenze internazionali è caratterizzato da un livello di frammentarietà molto esteso, in quanto è sia rilevante il grado di sviluppo del mercato dei capitali, sia le caratteristiche strutturali del mercato finanziario. Quest'ultime infatti risultano essenziali per la crescita, gli investimenti e l'innovazione tecnologica delle principali economie avanzate.

2. L'OFFERTA PUBBLICA INIZIALE (IPO)

Nel capitolo precedente è emerso che tra le decisioni strategiche che può adottare un'azienda per ottenere delle fonti di finanziamento è sicuramente presente quella della quotazione sui mercati regolamentati. L'espressione anglosassone *going public* sottende, infatti, non solo la scelta di apportare liquidità e capitale, le cui somme ottenute consentono il finanziamento di importanti progetti di investimento che possono portare ad un vero e proprio salto dimensionale e culturale, ma potrebbe implicare anche una modifica dell'assetto proprietario e del controllo della società stessa.

"L'offerta pubblica iniziale (o IPO) costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la cosiddetta creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato…l'IPO è un'operazione complessa che può essere idealmente suddivisa in più fasi ognuna delle quali coinvolge diversi soggetti ed è finalizzata al raggiungimento di obiettivi specifici. I soggetti coinvolti nell'operazione sono: la società emittente, il global coordinator, lo sponsor, lo specialist, l'advisor finanziario, gli studi legali e i membri del consorzio di collocamento."[14]

La definizione sopra riportata, presentata da Borsa Italiana, relativa alla descrizione del significato di IPO, Initial Public Offering, è tuttavia restrittiva rispetto al fenomeno in questione in quanto si tratta di una procedura articolata e complessa, le quali implicazioni vanno ben oltre al semplice approdo ai mercati regolamentati. La gestione della quotazione, pertanto, deve considerare tanti fattori, tra i quali, quelli già sopraindicati della modifica dell'assetto societario e del controllo, i cambiamenti che si andranno a delineare in seguito alla quotazione con tutti gli stakeholders aziendali, e valutare l'impatto sul valore che andrà a configurarsi durante e dopo la quotazione.

Come accennato anche in precedenza, l'operazione riferita alla IPO non va confusa con quella individuata con l'acronimo SEO (*Seasoned Equity Offering o Seasoned Public Offering*) o anche definita come l'offerta secondaria, costituita invece dall'emissione successiva di una società già quotata. Parte della confusione, inoltre, si può generare a causa delle diverse modalità con cui un'impresa può presentare un IPO: mediante Offerte Pubbliche di Sottoscrizione (OPS), o tramite Offerte Pubbliche di Vendita (OPV), oppure offerte miste che utilizzano entrambe le fattispecie precedenti (Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione, OPVS). In particolare, la differenza tra

[14] www.borsaitaliana.it , 9 Novembre 2020

queste tipologie di offerte primarie sta nel fatto che nelle prime si realizza un vero e proprio incremento del capitale sociale, in quanto la società emette nel mercato nuove azioni sui quali i vecchi soci hanno rinunciato, totalmente o parzialmente, all'esercizio del diritto di opzione, lasciandone l'acquisto a nuovi soci dell'impresa. In questo caso tutti i guadagni ottenuti da tale vendita vanno integralmente ad incrementare il capitale sociale dell'impresa emittente. La seconda procedura, invece, prevede che siano gli azionisti esistenti a vendere le proprie azioni, effettuando solo una sorta di switch dell'identità degli azionisti. Le contrattazioni nelle OPV, quindi, non generano un incremento di capitale sociale dell'impresa non essendosi manifestato alcun accrescimento quantitativo della base azionaria, in quanto gli scambi avvengono su azioni esistenti di proprietà di vecchi azionisti che intendono uscire dalla compagine sociale.

L'operazione di IPO è caratterizzata da numerose fasi da gestire e pianificare opportunamente, e richiede l'intervento di diversi soggetti, anche esterni alla società. Innanzitutto, la prima fase è composta dalla scelta strategica della società di procedere con l'offerta, attraverso una delibera del consiglio di amministrazione e della nomina degli intermediari, incaricati di promuovere l'IPO e di intrattenere i rapporti tra la società e i potenziali investitori. In seguito, si dovrà redigere un prospetto informativo di quotazione che, prima di essere diffuso tra il pubblico, sarò depositato all'autorità di controllo della borsa (in Italia la Consob), la quale dovrà autorizzare e concedere il nulla osta per l'ammissione alla quotazione. Verrà, di conseguenza, costituito un consorzio di collocamento e distribuito un prospetto agli analisti riguardo la società stessa, a cui seguiranno delle fasi di pre-marketing (incontro con gli investitori per presentare la società) e di roadshow (presentazione ad investitori istituzionali sulle principali piazze finanziarie). Dopodiché, avverrà la definizione del numero delle azioni da offrire e del corrispondente prezzo, nonché di tempistiche e modalità di collocamento, e successiva negoziazione. Le metodologie utilizzate nella pratica di collocamento sono classificabili in tre categorie: la prima è il *book building* (consiste nella raccolta all'interno di in un libro (book istituzionale) di tutti gli ordini di acquisto/sottoscrizione degli investitori istituzionali ordinati cronologicamente, in funzione del prezzo, oppure del quantitativo. Alla fine del *bookbuilding* viene indicato un limite di prezzo ottenuto, con cui è possibile tenere conto delle condizioni di domanda del mercato; una seconda forma è l'offerta a prezzo fisso; e infine l'asta.

Nel corso del capitolo si andranno quindi a delineare quelle che sono le implicazioni fondamentali della quotazione e delle scelte aziendali, sia sull'impresa che sul mercato stesso, analizzando i principali benefici e costi connessi a tale scelta. Inoltre, l'analisi proseguirà con la comprensione del fenomeno della quotazione, nel quale sarà approfondito il fenomeno dell'*underpricing* al momento della quotazione.

2.1 I FATTORI CHE DETERMINANO LA SCELTA DI QUOTAZIONE

In considerazione di quanto finora detto, emerge che quotarsi rappresenta una possibile strada percorribile da un'impresa alla ricerca di fondi e si caratterizza come una scelta strategica molto rilevante, ma al contempo anche molto complessa e delicata. È importante, perciò, capire cosa spinge le diverse aziende a prendere la decisione di quotarsi, ossia quali sono i fattori che determinano tale scelta. Diversi studi, sia di autori specializzati nel settore sia di istituzioni, hanno indagato le cause che spingono una impresa a raccogliere capitali vendendo azioni sul mercato pubblico e hanno analizzato i benefici, le implicazioni e i costi derivanti da tale processo.

La decisione del *"go public"* è generalmente considerata un momento cruciale per una azienda, in quanto è associata ad una serie di importanti cambiamenti nell'azienda. La necessità di affrontare esplicitamente la scelta della quotazione si pone generalmente in relazione al bisogno di crescita, di aumentare rapidamente la scala e all'esigenza di finanziamento di nuovi progetti di investimento. L'azienda, quindi, sarà in grado raccogliere capitali nei mercati azionari ma dovrà far fronte a requisiti di divulgazione e regolamentazione. Pertanto, una spiegazione per cui le imprese decidono di diventare pubbliche può derivare dal fatto che esse utilizzino il procedimento dell'IPO per migliorare i loro investimenti di capitale e superare i vincoli finanziari (Welch, 1989). Infatti, in assenza di sufficienti flussi di cassa generati internamente per finanziare i progetti di investimento, i mercati azionari offrono il vantaggio di ottenere fondi senza l'intermediazione finanziaria con una banca o un venture capitalist. Andare in borsa permette di raccogliere capitali ad un costo inferiore rispetto al private equity, ma ha lo svantaggio di rilasciare informazioni riservate che possono danneggiare la posizione competitiva di una impresa. È verosimile che un'impresa possa finanziare nuovi progetti facendo ricorso al capitale di debito. Ma, qualora venga superato un determinato livello di leva finanziaria, non avendo più accesso al mercato del capitale di credito, e non abbia un adeguato autofinanziamento, l'impresa dovrà necessariamente raccogliere capitale di rischio per crescere. Lo stesso aumento del costo del capitale di debito potrebbe rendere l'emissione di titoli azionari relativamente più attraente. Optando, invece, per la non quotazione essa decide di rinunciare a investimenti potenzialmente profittevoli (Giordano e Modena, 2017).

Un documento empirico di Pagano, Panetta e Zingales (1998), che esamina la questione delle motivazioni per le IPO (su di un campione di imprese italiane), afferma che le determinanti della scelta del *going public* dipendono da caratteristiche ex ante delle società e da conseguenze ex post della presente decisione. In aggiunta, affermano che le imprese scelgono di diventare pubbliche principalmente per equilibrare la struttura del capitale. I loro risultati suggeriscono che le

dimensioni dell'azienda e, in particolare, il market-to-book ratio del settore aumentano la probabilità che un'azienda sia quotata in borsa, ragion per cui le IPO sono influenzate positivamente dalla valutazione del mercato azionario delle imprese dello stesso settore. Al momento dell'emissione di nuove azioni, le imprese diminuiscono la loro leva finanziaria a seguito dell'apporto di capitale azionario. Ovviamente, a parità di condizioni, maggiore sarà la percentuale di capitale proprio emessa nell'offerta e più diminuisce la leva finanziaria nell'anno dell'IPO (Baker e Wurgler, 2002). A questo proposito, da un lato il capitale raccolto potrebbe essere usato per riequilibrare la struttura del capitale delle imprese, con un calo permanente della leva finanziaria. Dall'altro, i mercati azionari potrebbero rappresentare solo una fonte a cui le imprese si rivolgono quando altre fonti non sono disponibili o sono troppo costose e, di conseguenza, la diminuzione della leva finanziaria con l'IPO non è permanente (coerentemente con la teoria del pecking order), in quanto le aziende dopo l'offerta pubblica sono in grado di accedere con una posizione più solida ad altri canali di finanziamento.

Evidenze empiriche dimostrano che le imprese generalmente emanano capitale proprio per finanziare una serie di progetti alternativi che si verificano in un periodo di tempo relativamente lungo, piuttosto che in un investimento particolare, il che implica che, a differenza del debito, il capitale proprio può essere utilizzato per finanziare progetti diversi (W.Kim e M.S. Weisbach, 2008). I risultati di questa analisi suggeriscono che i fondi raccolti in un'IPO hanno maggiori probabilità di essere utilizzati per investimenti in R&S[15], rispetto ai fondi generati internamente, e appaiono coerenti con il fatto che la raccolta di capitale per finanziarie buone opportunità di investimento sia una motivazione importante per la scelta di quotazione.

La quotazione offre ad una società l'opportunità di raccogliere fondi azionari, sia al momento dell'offerta iniziale (IPO) che attraverso altri metodi di raccolta di capitali (SEO). Per comprendere le ragioni dell'offerta azionaria, è opportuno distinguere tra le offerte azionarie che raccolgono capitale e quelle che non lo fanno, in quanto le imprese hanno la possibilità di scegliere il tipo di azioni di offrire. Le imprese, come già accennato in precedenza, possono emettere nuove azioni primarie o possono offrire azioni esistenti detenute dagli insider, note come azioni secondarie. Tuttavia, solo le emissioni di azioni primarie possono essere utilizzate per finanziare gli investimenti. Un'offerta primaria, infatti, aumenta il numero di azioni in circolazione e aumenta il capitale per l'azienda, mentre le offerte secondarie mantengono costante il numero di azioni in

[15] Questi risultati sono invece diversi da quelli di Pagano, Panetta e Zingales (1998), i quali osservano che il capitale raccolto nelle IPO tende ad essere utilizzato per pagare il debito a lungo termine e non per finanziare nuovi investimenti.

circolazione e non hanno effetti sui ricavi per l'impresa. Un ulteriore tipo di offerta può essere un mix tra le due offerte, in cui una società vende sia alcune nuove azioni che azioni già possedute. Una volta che un'impresa è quotata, i manager/proprietari e gli insider hanno la possibilità di vendere le loro azioni. Generalmente l'offerta di azioni secondarie può rappresentare un'opzione finalizzata alla cessione/diversificazione perché fornisce all'azionista esistente un mercato per le azioni di cui è in possesso, permettendone una eventuale uscita. Ugualmente, la scelta di rivolgersi al mercato pubblico dei capitali permette agli imprenditori di facilitare l'acquisizione della loro impresa per un valore superiore a quello che avrebbero ottenuto da una vendita a titolo definitivo. Al contrario, gli imprenditori spesso riacquistano il controllo dei venture capitalist, delle imprese sostenute da tale capitale, attraverso l'IPO (Black e Gilson, 1998). Uno degli elementi di maggior rilievo è, pertanto, il rischio di perdita di controllo dell'impresa che impedisce e limita la quotazione anche di grandi imprese. La corporate governance in Italia, come nella maggior parte dell'Europa, è caratterizzata da imprese di proprietà familiare. A tal proposito, alcune ricerche sostengono che il proprietario-fondatore della società potrebbe essere riluttante a diventare pubblico perché teme di dover lasciare il controllo e i benefici privati ad esso associati dell'impresa (Barca, 1994). La concentrazione della proprietà nelle imprese italiane è tipicamente elevata, e spesso anche le società più grandi sono controllate da un singolo individuo o una famiglia, o tramite gruppi piramidali. Nel recente lavoro di Benniga, Helmantel e Sarig (2003) si sostiene che l'imprenditore in qualsiasi momento sceglie tra la vendita di equity a investitori esterni diversificati e il rimanere privato. Il trade-off si pone tra le valutazioni che gli investitori esterni sono disposti a pagare (di cui ne beneficia l'imprenditore quando l'azienda è pubblica) e i benefici privati di controllo (di cui gode l'imprenditore quando l'azienda è privata). Fino al momento in cui i benefici privati dell'imprenditore supereranno i benefici delle valutazioni esterne sceglierà di rimanere privato. Tali valutazioni variano nel tempo in base alle condizioni del mercato e alle prospettive future dell'impresa, e quindi anche le stesse decisioni di quotazione mutano nel tempo.

È importare ricordare, per giunta, che gli investitori sono tendenzialmente meno informati del manager-proprietario sul vero valore degli asset delle società che vengono quotate. Questa asimmetria incide negativamente sulla qualità media delle società che ricercano capitali nel mercato azionario e, perciò, anche sul prezzo al quale le azioni possono essere vendute (Leland e Pyle, 1977). Questo costo di selezione avversa è un ostacolo pesante soprattutto per la quotazione di giovani e piccole imprese, caratterizzate da pochi *track record* e scarsa visibilità, rispetto alle più grandi e mature aziende. La decisione nel suo complesso può richiedere sia un management sia un'organizzazione interna che non sempre sono alla portata delle piccole imprese. Chemmanur e Fulghieri (1995) sostengono infatti che le piccole società indipendenti hanno difficoltà ad essere

notate dagli investitori, e quindi incorrono in grandi costi di selezione avversa durante la vendita di titoli sul mercato azionario. Al contrario, le filiali di imprese che appartengono ad un gruppo possono sfruttare la reputazione della loro società madre. Questi aspetti appaiono cruciali nella decisione di quotarsi in borsa, a cui si aggiungono anche normative amministrative articolate e il rischio di una maggiore visibilità da parte del fisco. Ulteriori ricerche, invece, suggeriscono che la raccolta di fondi nei mercati azionari può essere meno attraente perché la valutazione degli asset societari è inferiore soprattutto nei paesi, come l'Italia, in cui è presente una bassa protezione degli investitori (Burkart et al., 2003). La presenza di una bassa protezione degli investitori infatti aggrava i problemi di agenzia tra azionisti interni ed esterni.

Un fatto evidente emerso da diversi studi è che l'affiliazione a gruppi piramidali può ridurre la severità dei vincoli di finanziamento per le imprese che ne fanno parte (Carpenter e Rondi, 2000; Schiantarelli e Sembenelli, 2000). Possono essere condotti degli spin-off da parte degli azionisti di controllo dei gruppi con lo scopo di reperire fondi per il mercato dei capitali senza perdere i loro diritti di controllo sull'intera struttura del gruppo. Il modello di Benniga, Helmantel e Sarig (2003) sostiene che i benefici privati svolgono un ruolo maggiore tra le imprese familiari piuttosto che tra le società controllate, come gli spin-off. Le filiali di un gruppo, definite anche carve-out, riescono a sfruttare un vantaggio anche sui costi fissi di quotazione, in quanto sono parzialmente affondati essendo a carico già della società madre, e sui costi impliciti di quotazione derivanti da una maggiore visibilità alle autorità fiscali e legali. Questo è uno dei possibili motivi per cui le dimensioni non contano per i carve-out, ma al contrario sono significativamente correlate con la probabilità di quotazione per società indipendenti[16]. In un ulteriore studio su di un campione di imprese italiane, condotto da Carpenter e Rondi (2006), si evidenzia che non solo le imprese indipendenti raccolgono più fondi degli spin-off in relazione alle dimensioni, ma le reinvestono in misura molto più elevata. Questo risultato permette di evidenziare le motivazioni per le imprese affiliate ad un gruppo e quelle indipendenti di intraprendere la decisione quotarsi. Per quanto riguarda i gruppi piramidali, la quotazione consente all'azionista di maggioranza di vendere parte dei titoli azionari e diversificare la sua ricchezza, ma mantenendo comunque i diritti di controllo. Per le imprese indipendenti, invece, la raccolta di fondi finalizzata a cogliere opportunità di crescita e investimento appare il motivo dominante.

Una tra le considerazioni che influenza senza dubbio sulla decisione di emettere equity fa riferimento alle teorie del ciclo di vita delle imprese. È noto che nella prima fase di vita, le imprese

[16] Analisi empirica di Pagano, Panetta e Zingales (1998) effettuata su un campione di imprese italiane.

hanno difficoltà a reperire fondi nel mercato pubblico dei capitali, sia per costi fissi associati che per la difficoltà a rivelare informazioni, e perciò faranno affidamento a venture capitalist o angel investor. Il ciclo di vita (e di crescita finanziaria) si concluderà con la maturità dell'impresa, la quale potrà diversificare ulteriormente le fonti di finanziamento, indirizzandosi verso strumenti finanziari più complessi e ricorrendo al mercato dei capitali e azionario, attraverso un'IPO. A tal proposito, Chemmanur e Fulghieri (1999) sostengono che le IPO consentono una maggiore dispersione della proprietà. Questo è dovuto al fatto che nel periodo pre-IPO gli investitori esterni detengono portafogli non diversificati, e pertanto, non sono disposti a pagare un prezzo tanto elevato quanto gli investitori nel mercato pubblico. Diversi articoli riportano che le aziende sembrano annunciare la loro intenzione di quotarsi quando si trovano nel picco del loro ciclo di crescita delle vendite, ma nonostante la letteratura preveda la crescita delle imprese dopo un'offerta pubblica iniziale, ciò non è necessariamente accompagnato da un miglioramento della redditività delle imprese. Studi empirici mostrano la tendenza delle nuove società che diventano pubbliche a esibire miglioramenti nella crescita e nella redditività rispetto alle altre imprese del settore, ma a sottoperformare nel lungo periodo.

Sebbene sia opinione diffusa che la scelta di un'azienda di diventare pubblica sia associata ad una fase naturale del suo ciclo di crescita, molti altri fattori svolgono un ruolo rilevante. Numerose indagini mostrano infatti che la creazione di un mercato dei titoli azionari come valuta di acquisizione delle imprese è un fattore rilevante, come anche un miglioramento della reputazione. Tuttavia, il fatto che il volume delle IPO tenda a fluttuare enormemente nel tempo suggerisce che la decisione di andare in borsa è, almeno in parte, influenzata da cambiamenti nelle condizioni del mercato e da variazioni delle opportunità di investimento. Ritter e Welch (2002) interpretano la decisione del *going public* come una risposta delle imprese a condizioni del mercato favorevoli, ma solo oltre una certa fase del loro ciclo di vita. Analogamente, Baker e Wurgler (2002) presentano prove che mostrano che il market timing è uno tra i fattori determinanti nelle offerte azionarie, e perciò le imprese vorranno emettere equity quando le loro azioni sono sopravvalutate. A tal proposito, Lucas e McDonald (1990), sviluppano un modello di informazione asimmetrica in cui le imprese rinviano la loro emissione azionaria se sanno di essere sottovalutate. Gli imprenditori infatti ritarderanno le IPO fino a quando il mercato offrirà prezzi favorevoli. Altre teorie, senza informazioni asimmetriche, spiegano come gli imprenditori scelgano la quotazione in borsa sulla base della loro prospettiva interna e delle opportunità dell'impresa. Ciò accade in quanto si sostiene che i cambiamenti sulla valutazione dell'impresa sui mercati pubblici non vengono assorbiti rapidamente, e gli imprenditori aggiusteranno la loro offerta con un ritardo.

Diversi studi sottolineano l'importanza dei cambiamenti nel tempo nelle condizioni esterne sulla valutazione delle imprese (catturate dai loro rendimenti), e come essi siano correlati alla decisione finale delle imprese se diventare pubblici o meno. Pastor e Veronesi (2003) sostengono che le aziende preferiscono quotarsi quando l'incertezza sulla loro redditività futura è elevata, e che le onde di IPO coincidono con picchi nei rendimenti del mercato azionario. Coerentemente, in un'analisi condotta da Ljungqvist e Boehmer (2004), su un panel di imprese tedesche, si evidenzia come le imprese tendano ad annunciare piani di IPO dopo l'aumento di volatilità dei prezzi delle azioni all'interno del loro settore.

La letteratura esistente sul timing delle IPO si concentra sul comportamento aggregato del volume delle offerte pubbliche iniziali. Diverse analisi empiriche hanno dimostrato come i principali fattori che determinano le fluttuazioni del volume di IPO sono le variazioni della domanda del capitale esterno delle imprese, l'aumento di redditività nel settore, le valutazioni delle azioni, il valore dei diritti di controllo e la fiducia degli investitori (Lowry, 2003; Cook e Kieschnick, 2003). È più probabile infatti che le imprese completino un'IPO quando le condizioni macroeconomiche sono più favorevoli, sulla base dell'indice di fiducia dei consumatori, e il mercato è ottimista, sfruttando delle finestre di opportunità. Queste "*window opportunity*" sono periodi durante i quali le società hanno incentivo a emettere nuove azioni, in quanto il mercato sopravvaluta le opportunità di crescita delle imprese appartenenti ad un determinato settore. Di conseguenza, molte imprese decidono di quotarsi quando i prezzi delle azioni in generale sono più elevati, riducendo quindi il costo della sottovalutazione iniziale e aumentando le possibilità di successo dell'offerta. In questa prospettiva infatti, i manager sono solitamente spinti a mostrare, alle volte anche attraverso manipolazione, i valori contabili per far apparire meglio le imprese prima dell'offerta pubblica, e quindi indurre valutazioni ottimistiche (Teoh et al., 1998). Data, infatti, la quantità relativamente limitata di informazioni sulle società emittenti prima della quotazione, gli investitori si basano sulle informazioni contenute nei prospetti dell'offerta. Spesso la quotazione è infatti accompagnata da un peggioramento delle performance delle imprese che sembra perdurare anche nel lungo periodo. Ritter (1991) ha evidenziato che si verifica un'underperformance nei tre anni successivi all'IPO, che perciò può essere ricondotta ad una errata valutazione del profilo di rischio delle imprese, alla cattiva sorte o ad un eccessivo ottimismo degli investitori.

Altri articoli si sono concentrati sulle ricadute dell'informazione come principale determinante del fenomeno definito "*hot market*", ovvero periodi in cui i tassi di rendimento a un mese di aziende di nuova quotazione risultano particolarmente elevati, con un conseguente aumento significativo della quantità di IPO. Alti (2005) sviluppa un modello basato sull'idea che le informazioni generate dalla

valutazione delle imprese che si rivolgono per prime alla quotazione rendono più facile la valutazione dei follower e innescano dunque un maggior numero di IPO. Tuttavia, un volume elevato di IPO ha un effetto ambiguo sull'attrattiva di diventare pubblici. Da un lato, un volume elevato può indicare un mercato "caldo", che vale la pena di sfruttare, ma all'opposto può far aumentare il costo di quotarsi, in quanto i sottoscrittori potrebbero offrire condizioni meno attraenti. È opinione diffusa, per di più, che la qualità delle imprese che diventano pubbliche tende a peggiorare con l'avanzare di un periodo di elevate emissioni (Ritter e Welch, 2002).

Una tematica, tutt'ora discussa nella letteratura, riguarda la possibilità di una "private firm" di avere maggiori margini di manovra rispetto ad un'impresa quotata, attraverso le cosiddette pratiche di *earnings management*, cioè la possibilità da parte dei manager di sfruttare i margini di discrezionalità con lo scopo di influenzare degli outsider, comunicando profitti positivi, sostenendo le performance degli anni precedenti e cercando di raggiungere le aspettative degli analisti. Diversi studi evidenziano che nelle imprese quotate i margini di manovra vengono utilizzati per evitare di contabilizzare perdite di sole lieve entità, in quanto i manager hanno una discrezionalità relativamente limitata e non sono in grado, quindi, di nascondere perdite consistenti. Il mercato dei capitali offre diversi potenziali fattori di distorsione della qualità degli utili. La letteratura empirica suggerisce che si riscontrano generalmente maggiori pratiche manipolative in imprese che si rivolgono al mercato per raccogliere capitale in occasione delle IPO, ma ciò non esclude che anche le imprese private possano sfruttare alcune tecniche di earnings management, in quanto i manager saranno sottoposti ad un minore monitoring e minori obblighi di divulgazione sul suo operato e le relative performance aziendali. Una possibile spiegazione di queste evidenze è che le public companies, invece, sono tenute a trasmettere informazioni finanziarie verso l'esterno che devono essere convincenti in termini di performance e aspettative.

Comprendere le reali motivazioni è, dunque, molto complicato poiché ci sono una vasta serie di fattori esterni e interni che possono influenzare le imprese. Secondo un punto di vista empirico, il quadro che emerge dalle principali ricerche è caratterizzato da un elevato livello di frammentarietà a livello internazionale, in quanto a contare non è solo il grado di sviluppo del mercato azionario, ma anche le stesse caratteristiche strutturali del mercato, le quali hanno un ruolo importante nella crescita e nell'innovazione delle principali economie. Tuttavia, la letteratura economica si è spesso concentrata prevalentemente sui motivi che spingono le imprese a quotarsi, senza analizzare in maniera esplicita il tema speculare del perché le imprese rimangano private. Questo aspetto è generalmente dovuto alla mancanza e alla difficoltà di reperimento di dati sulle imprese che hanno intenzione di rimanere private.

2.2 BENEFICI E COSTI DEL PROCESSO DI OFFERTA PUBBLICA INIZIALE

L'Offerta Pubblica Iniziale (IPO) risulta una scelta ottimale da parte dell'azienda per il finanziamento di cui hanno bisogno per cogliere buone opportunità di crescita e di investimento e per poter soddisfare le necessità precedentemente evidenziate. Per questo motivo è necessario che una società, prima di procedere con il processo di quotazione, conosca attentamente quali possono essere le conseguenze e le implicazioni. Tale decisione deve essere presa considerando tutti gli aspetti relativi all'attività aziendale, al management, allo stadio di sviluppo della società e alle prospettive future. A partire dalle motivazioni e le implicazioni precedentemente illustrate che inducono le imprese a entrare sul mercato dei capitali, è sicuramente importante desumere quali benefici comporta un evento simile, ma anche i costi e i rischi che potrebbero presentarsi.

Le circostanze e gli obiettivi per cui una società decide di quotarsi, come sopracitato, possono essere molteplici, e risulta così complessa che nessun singolo modello è in grado di catturare tutti i costi e i benefici pertinenti, e difficilmente possono essere riuniti all'interno di una singola teoria unificante. Molti di questi effetti sono stati valutati in differenti ricerche e studi. Pertanto, viene presentata una tabella (Figura 2) in cui si riassumono le previsioni dei modelli principali.

		Empirical Predictions	
	Model	Effects on the Probability of IPO	Consequences after IPO
Panel A: Costs of Going Public			
Adverse selection and moral hazard	Leland and Pyle (1977), Chemmanur and Fulghieri (1995)	Smaller and younger companies less likely to go public	Negative relation between operating performance and ownership
Fixed costs	Ritter (1987)	Smaller companies less likely to go public	
Loss of confidentiality	Campbell (1979), Yosha (1995)	High-tech companies less likely to go public	
Panel B: Benefits of Going Public			
Overcome borrowing constraints		IPO more likely for high-debt/ high-investment companies	Deleveraging/ high investment
Diversification	Pagano (1993)	Riskier companies more likely to go public	Controlling shareholder decreases his stake
Liquidity	Market microstructure models	Smaller companies less likely to go public	Diffuse stock ownership
Stock market monitoring	Holmström and Tirole (1993), Pagano and Röell (1998)	High-investment companies more likely to go public	Large use of stock-based incentive contracts
Enlarge set of potential investors	Merton (1987)		Diffuse stock ownership
Increase bargaining power with banks	Rajan (1992)	IPO more likely for companies paying higher rates	Decrease in borrowing rates
Optimal way to transfer control	Zingales (1995a)		Higher turnover of control
Exploit mispricing	Ritter (1991)	High market-to-book values in the relevant industry	Underperformance of IPOs; no increase in investments

Figura 2: Previsioni empiriche dei principali modelli riguardanti la decisione di quotazione.

Fonte: Pagano, Panetta e Zingales, "Why do companies Go Public? An empirical analysis", in "The Journal of Finance".

Il processo di IPO ha il grande vantaggio di rispondere alla necessità di raccogliere nuovi capitali per l'impresa. Crea inoltre un mercato liquido per le azioni dell'impresa, consentendo ai finanziatori e agli azionisti di convertire parte della loro partecipazione in contanti. I vantaggi più facilmente

identificabili sono certamente quantitativi, ma lo status di società quotata implica anche vantaggi qualitativi, così definiti in quanto incidono in via indiretta sulla struttura economica e finanziario-patrimoniale. Vengono esposti brevemente i maggiori vantaggi di un IPO:

- Ampliare e diversificare le fonti per finanziarie opportunità di crescita: definita come una delle motivazioni principali che spingono un'azienda a quotarsi è proprio la possibilità di reperire capitale di rischio. In tal modo l'impresa potrà, almeno parzialmente, diversificare le proprie fonti di capitale per ampliare i margini di manovra della gestione, rendendola più flessibile, e al contempo ridurre la dipendenza dal finanziamento bancario e dall'autofinanziamento. Quest'ultimo è tipicamente la fonte maggiormente ricercata dagli imprenditori, nonostante si espanda o diminuisca il suo spessore a seconda dei cicli economici, causando fenomeni di crescita "forzata" o di crescita "frenata". Anche il capitale di credito è particolarmente soggetto a ciò, in quando viene modificata l'entità e il costo dei prestiti in relazione alla ciclicità della fase economica. Il capitale di rischio permette quindi di contrastare questa variabilità senza ripercussioni nella continuità dell'impresa, e permette di rafforzare la propria struttura finanziaria, consentendole di divenire più solida e articolata. È ragionevole pensare che il vantaggio della quotazione, inoltre, possa riequilibrare la struttura del capitale dell'impresa e sfruttare il timing dell'offerta (Zingales et al., 1998). L'opportunità di consolidare la struttura finanziaria può portare, nel caso di imprese con strutture eccessivamente indebitate i cui costi di dissesto conducono ad una riduzione del valore delle aziende, ad un miglioramento del rapporto tra debito e capitale proprio, con conseguente diminuzione dei costi di bancarotta, tramite nuove iniezioni di capitale di rischio.
- Rafforzamento dell'immagine aziendale: la quotazione è fonte di grande prestigio per una società, in quanto la sua immagine viene notevolmente potenziata dalla maggiore notorietà raggiunta. Nel momento in cui l'azienda dimostra di superare i vari sistemi di analisi e di valutazione finanziaria, trasmette un segnale circa il suo valore e le sue potenzialità. Infatti, le imprese devono rendere trasparenti gli obiettivi e visibili i risultati del management come effetto della maggiore trasparenza informativa obbligatoria e della intensa attività di comunicazione finanziaria. Tutto ciò si traduce in una forma di pubblicità nei confronti di tutti gli interlocutori dell'impresa. Tutti i terzi interessati, siano essi clienti, fornitori, partners nazionali e internazionali e istituzioni finanziarie, riconoscono nel rafforzamento dell'immagine aziendale una maggiore forza contrattuale. Questo permette di accrescere lo standing creditizio nei confronti di finanziatori e fornitori, perché generalmente danno la molta importanza alla trasparenza dell'azienda, alla certificazione dei bilanci e

all'esistenza di organismi predisposti al controllo sulle società quotate. Inoltre, la quotazione permette di espandere la rete di relazioni aziendali attraverso i flussi periodici di comunicazione finanziaria per mantenere presente l'immagine dell'azienda e quindi aumentare le opportunità di accordi con fornitori e distributori, joint ventures, nonché nuove idee di business. Per poter accedere e per mantenere lo status di impresa quotata, le aziende devono rispettare alcuni obblighi informativi. La richiesta di una maggiore trasparenza informativa, di un certo grado di *disclosure* e un'esposizione più chiara delle strategie aziendali e delle comunicazioni finanziarie contribuiscono ad un'adeguata tutela degli stakeholders interni ed esterni, e sono funzionali al corretto funzionamento del mercato nel suo complesso. Questi fattori agli occhi dell'imprenditore possono agire da freno alla quotazione, ma al contrario per l'impresa possono invece rappresentare un'opportunità in cui tale processo può essere interpretato come una procedura in grado di "certificare" la maggiore qualità dell'impresa. In questo contesto, le imprese usufruiscono di migliori condizioni contrattuali, e una sempre maggiore trasparenza diventa un passo obbligato soprattutto per aziende che si rivolgono ai mercati internazionali.

- Ampliamento della struttura proprietaria: nelle piccole e medie imprese spesso la proprietà è concentrata nelle mani di un unico soggetto, o di una famiglia, riunendo imprenditore e proprietario in un'unica figura. La quotazione, al contrario, porta all'ampliamento della struttura di proprietà. L'ampliamento potrebbe agevolare il passaggio generazionale della "successione imprenditoriale", che si incontra in aziende familiari o improntate sulla figura di un unico proprietario. In questo modo è possibile effettuare un riassetto proprietario senza provocare la perdita del controllo da parte della famiglia in questione, favorendo eventualmente il mantenimento della propria quota di maggioranza, senza però richiederne il coinvolgimento nella gestione.
- Rafforzare la leadership e la professionalità del management: non meno importanti sono le ripercussioni sulla professionalità del management chiamato da un lato a confrontarsi con il mercato dei capitali, e dall'altro a rendere conto del proprio operato ad azionisti diversi da quelli originari. Un'impresa tramite la quotazione aumenta il suo prestigio e ne rafforza l'immagine. Questo può essere un fattore scatenante per attrarre professionisti qualificati, desiderosi di raggiungere una migliore reputazione, entrando all'interno del management dell'impresa neo quotata. Parallelamente, viene a crearsi una competizione nel mercato dei manager, i quali verranno remunerati sulla base delle capacità e delle

performance dell'impresa. Le imprese quotate potranno disegnare degli schemi di retribuzione dei manager (e anche dipendenti) per premiare i più meritevoli attraverso piani di stock option, vincolando così gli stessi agli andamenti aziendali di lungo termine e allineando interessi a volte contrastanti tra proprietà e controllo[17].

- Miglioramento delle procedure di controllo di gestione: i diversi obblighi informativi connessi alla quotazione e all'ingresso di nuovi azionisti, in particolare di investitori istituzionali, portano al miglioramento delle procedure aziendali, a sistemi di gestione e di controllo più efficienti e più avanzati. Il management viene a beneficiare delle tecniche di auditing che favoriscono la rilevazione di dati e informazioni di elevato livello qualitativo, il tutto a vantaggio della gestione. Si viene a creare un circolo virtuoso in grado di assicurare un costante miglioramento delle performance nel tempo. In aggiunta, come visto nella teoria di Jensen e Meckling (1976), fra le principali voci dei costi di agenzia del capitale e del debito compaiono proprio le attività di monitoring e di controllo. La quotazione dovrebbe perciò agevolare e rendere meno costosi tali processi, limitando gli incentivi di comportamenti opportunistici.
- Migliori condizioni di accesso al debito: la quotazione impone alle imprese obblighi informativi e di trasparenza che riducono la presenza di asimmetrie informative. In tal modo le imprese si assicurano un ampliamento dei canali di accesso al mercato dei capitali a un costo più vantaggioso. Infatti, tramite la quotazione l'azienda aumenta il suo prestigio nonché il suo *standing* creditizio in termini di minor costo del finanziamento bancario. Il miglioramento del profilo di rischio e della reputazione dell'impresa ottenuto garantisce una migliore posizione contrattuale nei confronti delle banche e degli intermediari, attraverso una serie di segnali con cui si comunica che una società è affidabile e di migliore qualità. Segue che la quotazione risulta essere particolarmente vantaggiosa per quelle imprese che sopportano alti tassi di interesse. Queste pertanto beneficeranno nel diventare pubbliche con l'intento di sfruttare la possibilità di accedere al debito a condizioni economicamente più vantaggiose. In tale circostanza, dopo la quotazione le imprese dovrebbero mostrare un deleverage solo temporaneo come conseguenza dall'afflusso di capitale raccolto attraverso l'emissione di nuove azioni (Wurgler, 2002), mentre dovrebbero aumentare il ricorso al debito negli anni successivi (Stefano Paleari, 2008).

[17] Intuizione di base del metodo "*Pay-for-Performance*" (Fama, 1980; Jensen e Murphy, 1990)

Tra i differenti vantaggi ve ne sono alcuni che possono essere rilevanti per una piccola o media impresa piuttosto che per una grande impresa. Primo fra tutti il calo del costo del capitale, per il quale è noto che una grande impresa goda di per sé di tassi di finanziamento inferiori. Allo stesso modo si può ragionevolmente ritenere che una grande impresa abbia minori problemi nei volumi di raccolta dei finanziamenti necessari per le opportunità di crescita, ma anche nella diversificazione delle fonti, e al tempo stesso goda già di benefici relativi a procedure di controllo di gestione, prestigio e professionalità del management.

Analogamente ai vantaggi che questa scelta strategica comporta, esistono tuttavia alcuni fattori sfavorevoli che devono essere accuratamente analizzati prima di intraprendere questo complesso processo. Di seguito vengono riportati alcuni degli svantaggi e costi più rilevanti:

- Perdita di controllo: è implicito che, qualora un'impresa decida di usufruire dell'emissione azionaria presso il pubblico di investitori come canale di reperimento di capitale, a questa azione consegue una sequenziale perdita di controllo e una diluizione della proprietà. Nonostante la società possa tutelarsi emettendo titoli con limitati diritti di voto, questa scelta può portare ad una valutazione più bassa degli stessi. Quello che si manifesta è quindi un cambiamento dell'assetto proprietario, con una ridefinizione della figura degli azionisti di maggioranza. Zingales (1995) suggerisce che nei tre anni successivi all'IPO i trasferimenti di controllo sono due volte maggiori rispetto a quelli in imprese private simili. Tramite la quotazione l'azionista di controllo può modificare i propri cash-flow rights (diritti di partecipazione agli utili) e i propri benefici privati del controllo (control rights). Tipicamente, egli deciderà di cedere i diritti di partecipare agli utili ad un azionariato disperso e di mantenere i diritti di controllo per poter a sfruttare i benefici privati che ne derivano. Inoltre, questa maggiore frammentazione della proprietà può costituire un ostacolo alla normale gestione aziendale, in quanto per poter definire le decisioni strategiche aziendali sarà necessaria l'approvazione da parte dei differenti azionisti. Allo stesso tempo un azionariato troppo diffuso e privo di forza decisionale può facilitare la venuta di takeover, tramite una scalata ostile. Ricerche empiriche dimostrano inoltre che si assiste spesso a situazioni nelle quali i manager, spinti dalla volontà di accontentare le richieste dei nuovi azionisti, prendono decisioni più proiettate al raggiungimento di performance rilevanti nel breve termine, ma che tuttavia si dimostrano negative se analizzate in un orizzonte temporale più lungo.
- Costi di agenzia e di selezione avversa: un ulteriore svantaggio viene indicato nella letteratura economica dai conflitti di agenzia. Il conflitto nasce dal fatto che il management

persegue obbiettivi di crescita e di reputazione che tendono a contrastare e non allinearsi con gli obbiettivi degli azionisti. I classici costi di agenzia insiti nel rapporto tra proprietà e controllo sono meno accentuati nelle imprese private. Infatti, una più alta concentrazione della proprietà consente la soluzione dei conflitti di agenzia attraverso un controllo diretto degli azionisti sull'operato dei manager. Nelle public companies con azionariato disperso, gli azionisti hanno meno interesse (a causa del problema di free riding) ad opporsi alle scelte del manager, il quale al contrario può operare con maggiori margini di discrezionalità. Per questo motivo le imprese non quotate possono contare su strumenti più pervasivi nei confronti dell'operato del management, in ragione della più forte contiguità tra chi detiene i diritti di proprietà e chi esercita il controllo. Diversamente, le società quotate dovranno sostenere dei costi di agenzia al fine di monitorare e fornire i giusti incentivi per minimizzare il *managerial slack* ed eventuali comportamenti opportunistici, tra i quali le pratiche di tunneling, da parte del manager. Come già anticipato, i conflitti sono difficili da risolvere a causa di asimmetrie informative e selezione avversa e per tale motivo vengono a modellarsi degli strumenti di controllo di Corporate governance come meccanismi esterni e interni di disciplina[18]. In aggiunta ai problemi di agenzia, si può affermare che gli investitori non abbiano piena informazione sul reale valore delle aziende. Questa asimmetria informativa influisce sulla qualità media delle società che intendo quotarsi per la prima volta, e perciò inciderà sul prezzo al quale le loro azioni verranno vendute (Leland e Pyle, 1977), i cui titoli potrebbero subire un underpricing. Chemmanur e Fulghieri (1995) suggeriscono che i costi di selezione avversa possano fungere da ostacolo soprattutto per la quotazione di giovani e piccole imprese, che hanno scarsa visibilità e pochi *track record* rispetto alle aziende grandi e mature. Pagano, Panetta e Zingales (1998) suggeriscono che in presenza di selezione avversa la probabilità di quotarsi è positivamente correlato con le dimensioni di un'azienda.

- Obblighi di trasparenza e perdita di riservatezza: la trasparenza prima ancora di vantaggio competitivo viene interpretata come seria minaccia alla riservatezza. In precedenza, si è già accennato che un'azienda che intenda quotarsi debba obbligatoriamente rispettare una serie di impegni e scadenze, atti a garantire un elevato e trasparente livello informativo, che mentre era privata non doveva sostenere. Questa *disclosure* in realtà si verifica non

[18] Meccanismi interni ed esterni di disciplina possono essere: "*Allocation of ownership, capital structure, managerial incentives schemes, takeovers, board of directors, pressure from institutional investors, product market competition, labour market competition, organizational structure, etc."*, (Zingales, 1997)

solo in sede di prima immissione nel mercato, ma anche periodicamente, quale requisito per mantenere lo status di quotata. Le regole di divulgazione dei mercati azionari costringono le società a svelare informazioni la cui segretezza può essere cruciale per il loro vantaggio competitivo. Le imprese vengono esposte anche ad un attento esame da parte delle autorità fiscali, riducendo il loro margine di elusione ed evasione fiscale rispetto alle aziende che decidono di rimanere private. (Zingales et al., 1998). Prove empiriche suggeriscono, infatti, che intaccare la riservatezza, soprattutto per imprese con informazioni più sensibili che devono far fronte ad una maggiore concorrenza, può scoraggiare dall'intento di ottenere finanziamenti nei mercati azionari, e hanno perciò meno probabilità di essere quotate in borsa (Campbell, 1979; Yosha, 1995).

- Sostenimento di costi per la quotazione: aldilà dell'underpricing dei titoli azionari, che verrà affrontato in seguito, il processo g*oing public* comporta notevoli costi che l'azienda è costretta a sostenere sia nella fase iniziale della quotazione che successivamente, attraverso dei costi ricorrenti. I costi iniziali hanno la caratteristica di manifestarsi una tantum per accedere al mercato e possono essere suddivisi in due sottoclassi: costi collegati alla riorganizzazione di funzioni aziendali e costi relativi all'ammissione al mercato azionario. La prima categoria fa riferimento alla riorganizzazione delle diverse funzioni aziendali per far fronte alle esigenze e alle complessità di un'azienda quotata. Il peso di questi costi varierà da un'impresa all'altra a seconda delle condizioni di ciascuna. La seconda classe relativa all'ammissione alla quotazione implica notevoli costi: tasse di sottoscrizione, tasse di iscrizione, auditing, costi di consulenza, certificazione e diffusione di informazioni contabili, commissioni di borsa, ecc. Dal momento che molte di queste spese non aumentano proporzionalmente con le dimensioni dell'IPO, pesano relativamente di più sulle piccole imprese. I costi per l'ammissione al mercato della Borsa e il collocamento dei titoli possono stimarsi indicativamente, per una società italiana di medie dimensioni, in circa il 5% del controvalore complessivo dell'offerta.[19] Per quanto concerne i costi ricorrenti, invece, si riferiscono a tutte quelle operazioni necessarie a garantire la permanenza dei titoli sul mercato. Tra questi vi sono i costi di revisione e certificazione annuale del bilancio, gestione dei rapporti con gli azionisti, come anche i costi straordinari da sostenere per l'adempimento di obblighi informativi e di pubblicazione del bilancio in concomitanza di eventi eccezionali. In aggiunta, l'impresa è

[19] "Quotarsi in Borsa. La nuova segmentazione dei Mercati di Borsa Italiana", Borsa Italiana S.p.A., 2001

tenuta a diffondere tutte le informazioni relative alla composizione dell'azionariato e alle operazioni di carattere straordinario. Con la quotazione accresce anche la complessità gestionale, sia nel ridefinire i rapporti interni ed esterni al gruppo di controllo, sia nei confronti del mercato e dell'ambiente esterno. Questo comporta un dispiegamento di forze, tempo e di notevoli risorse, e pertanto anche di costi, non solo nella fase iniziale ma in tutte le fasi successive alla quotazione.

In generale, si può dedurre che la quotazione è un processo tutt'altro che semplice da intraprendere in quanto può influenzare in positivo o in negativo il futuro di una società. Il processo di *going public* può comportare nuove responsabilità e benefici che possono tradursi in una migliore efficienza e trasparenza della società, coinvolgendo tutti gli aspetti dell'azienda. È necessario, tuttavia, che la società prenda in considerazione anche gli aspetti potenzialmente critici che la quotazione può comportare, i quali possono variare a seconda delle circostanze e delle peculiarità dell'azienda coinvolta.

2.3 MONEY LEFT ON THE TABLE

La valutazione delle azioni di una società non ancora quotata è difficoltosa perché tipicamente mancano i prezzi storici e perciò non si è a conoscenza di un benchmark di riferimento per effettuare delle stime esatte. Il successo e il fallimento di un'operazione di IPO sono analizzati in base al numero di azioni che vengono sottoscritte dagli investitori. Risulta così indispensabile determinare quale sia il prezzo più idoneo affinché le azioni siano appetibili agli occhi dei sottoscrittori. Una componente importante dei costi della quotazione è infatti l'*underpricing* nelle IPO. Tale fenomeno, appunto, è una peculiarità propria del processo di offerta pubblica iniziale ed è particolarmente importante per le imprese che decidono di quotarsi, perché si trovano ad affrontare una sottovalutazione dei titoli quando emettono delle azioni. L'*underpricing* si riferisce al fatto che il prezzo di collocamento delle azioni immesse nel mercato pubblico per la prima volta è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento della quotazione, e ciò significa che l'impresa perde una parte considerevole di capitale che avrebbe potuto ottenere, o che avrebbe potuto raccogliere lo stesso ammontare di capitale con una diluizione minore delle azioni. Dal punto di vista degli investitori, invece, coloro che acquistano le azioni all'emissione acquisiscono uno strumento finanziario che potrebbe fornire un rendimento positivo molto elevato nel breve periodo. Ritter (1984) sostiene che l'underpricing sia legato all'incertezza ex ante sul valore futuro di un'impresa che sta per quotarsi, pertanto il livello di underpricing può essere considerato anche come una compensazione per il rischio degli investitori. Si assiste quindi ad un evento definito

dall'espressione "*money left on the table*", ossia ingenti somme che vengono lasciate sul "tavolo" quando le azioni vengono vendute ad un prezzo troppo basso, tale che i prezzi delle azioni trattenute vengono diluiti, risultando così l'underpricing un fenomeno costoso per i proprietari delle imprese (Ljungqvist, 2006). Le società possono scegliere intenzionalmente di offrire i titoli ad un prezzo inferiore, rispetto al prezzo di mercato al momento della quotazione, per incentivare gli investitori ad aderire all'offerta o per favorire la diffusione dei titoli fra il più vasto pubblico possibile. Sull'entità dell'underpricing possono incidere diversi fenomeni, quali: un eventuale squilibrio fra domanda e offerta dei titoli proposti; uno sconto riconosciuto agli investitori rispetto a titoli già quotati di società confrontabili; nonché l'esistenza di asimmetrie informative fra i partecipanti all'operazione; o ancora fenomeni di natura comportamentale[20]. I primi studiosi, in particolare Louge (1973) e Ibbotson (1975), hanno documentato che, quando le società diventano pubbliche, le azioni che vendono tendono ad essere sottovalutate in quanto il prezzo dei titoli si modifica sostanzialmente nel primo giorno di negoziazione La letteratura quindi indica diverse ragioni per l'esistenza dell'*underpricing* nel mercato dei capitali, e diversi studi empirici nel corso degli anni hanno cercato di razionalizzare il motivo per cui le IPO sono caratterizzate da tale fenomeno. Si presentano alcuni degli articoli inerenti a tale tematica (Figura 3).

[20] www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/underpricing, Novembre 2020

Discrimination to induce information revelation	
Benveniste, Busaba, and Wilhelm (1996)	Penalty bids allow discrimination to reward repeat investors
Sherman (2000)	Discretion allows bundling with book building
Sherman and Titman (2002)	Underpricing is the reward to investors for acquiring information
Discrimination due to agency problems between underwriters and issuers	
Loughran and Ritter (2002)	State-contingent issuer psychology boosts underwriter profits
Loughran and Ritter (2001)	Allocations of hot issues boost underwriter profits
Empirical documentation of institutional versus individual investors	
Aggarwal, Prabhala, and Puri (2002)	Institutions receive more hot IPOs than bookbuilding suggests
Cornelli and Goldreich (2001)	Underwriters use discretion to favor repeat investors (bundling)
Hanley and Wilhelm (1995)	Institutions are favored on hot IPOs, but bundling occurs
Lee, Taylor, and Walter (1999)	Institutions ask for more shares on hot IPOs, but suffer discrimination
Ljungqvist and Wilhelm (2002a)	Across countries, there is less underpricing if institutions are favored
Ownership structure: Monitoring and liquidity	
Booth and Chua (1996)	Allocations to many investors increase liquidity
Brennan and Franks (1997)	Underpricing results in many investors, entrenching managers
Field and Sheehan (2001)	Empirically, there is no relation between underpricing and blockholders
Mello and Parsons (1998)	Allocate IPO shares diffusely with a separate offer to blockholders
Stoughton and Zechner (1998)	Underpricing allows creation of a blockholder, inducing monitoring
Trading initiation: Supply and demand effects	
Aggarwal (2000)	Cold issues are overallocated
Cornelli and Goldreich (2002)	Offer price is more related to prices bid than to quantity demanded
Zhang (2001)	Overallocation of cold issues boosts aftermarket demand
Aftermarket trading: Flipping and stabilization	
Aggarwal (2002)	Hot IPOs are commonly flipped, especially by institutions
Aggarwal and Conroy (2000)	Opening trade price follows many quote revisions
Benveniste, Erdal, and Wilhelm (1998)	Penalty bids constrain selling by individuals on cold IPOs
Chowdhry and Nanda (1996)	Stabilization activities reduce the winner's curse
Ellis, Michaely, and O'Hara (2000)	Stabilization activities are a minor cost to underwriters
Fishe (2002)	Flipping creates artificial demand which is sometimes useful
Houge et al. (2001)	IPOs with heterogeneous valuations have worse long-run performance
Krigman, Shaw, and Womack (1999)	Institutions flip IPOs more successfully than individuals do
Ljungqvist, Nanda, and Singh (2001)	Selective flipping allows price discrimination

Figura 3: Articoli principali riguardanti l'allocazione e negoziazione delle azioni delle IPO. Fonte: Ritter e Welch, "A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations", 2002.

Ljungqvist (2007) individua che le diverse teorie relative all'*underpricing* delle IPO possono in generale essere raggruppate secondo quattro macrocategorie:

- Informazioni asimmetriche;
- Ragioni istituzionali;
- Considerazioni su proprietà e controllo ;
- Aspetti comportamentali.

È possibile esplicitare l'underpricing come una stima tra la differenza percentuale tra il prezzo al quale le azioni in una IPO sono state vendute agli investitori (il prezzo di offerta) e il prezzo al quale azioni vengono negoziate successivamente nel mercato. Nei mercati di capitale ben sviluppati e in assenza di restrizioni di quanto i prezzi possano fluttuare di giorno in giorno, la quantità di underpricing è facilmente identificabile anche nei primi giorni di trading (in genere anche utilizzando prezzi successivi vi è poca differenza). Al contrario, nei mercati meno sviluppati, o in presenza di limiti per la fluttuazione dei prezzi, i prezzi post-vendita potrebbero richiedere del tempo per equilibrare domanda e offerta, e in questi casi ha più senso misurare l'underpricing su un periodo più lungo[21].

2.3.1 MODELLI AD INFORMAZIONE ASIMMETRICA

I modelli informativi asimmetrici presuppongono che una delle parti, durante il processo di quotazione, sia più informata delle altre causando cosi l'*underpricing* delle azioni. Le parti coinvolte in una offerta pubblica iniziale sono l'impresa emittente e gli investitori che acquistano i titoli. Tra i modelli informativi asimmetrici più famosi e universalmente accettati vi è quello di Rock (1986) con "the winner's curse", che è una applicazione del "market of lemons" di Akerlof (1970). Rock ipotizza che alcuni investitori siano meglio informati del valore reale delle azioni offerte e delle caratteristiche del mercato e delle imprese rispetto agli investitori in generale e dell'emittente. Pertanto, gli investitori informati concentreranno i loro acquisti sulle società che sanno essere migliori e non parteciperanno nei casi in cui l'offerta non sia un buon affare. La presenza di due gruppi di investitori, ossia quelli informati e quelli meno informati, in competizione fra di loro nell'adesione all'offerta, potrebbe portare quelli meno informati a scontrarsi con un problema di adverse selection. Infatti, nel momento in cui il prezzo sia inferiore al valore reale della

[21] A. Ljungqvist, *"Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance"*, 2007

società, si presenterà una situazione di *underpriced IPO*, nella quale la domanda di titoli sarà elevata e proveniente da entrambe le parti di investitori, tanto da essere necessario un razionamento delle azioni da vendere. Mentre, nel caso in cui il prezzo di offerta sia superiore al valore dell'impresa, gli investitori maggiormente informati non parteciperanno alla quotazione, lasciando l'acquisto dei titoli a quelli meno informati, in quanto sarà presente una *overpriced IPO* (cosiddetta *winner's curse hypothesis*). Pertanto, si può comprendere che il rendimento atteso di un investitore non informato sarà basso, o addirittura negativo. Rock, a partire da tali considerazioni, sostiene che il mercato primario dipenda dalla continua partecipazione di investitori, in quanto la domanda da parte di coloro che sono informati è insufficiente per poter realizzare tutta l'offerta necessaria per il corretto svolgimento della quotazione. In ragione di ciò, secondo l'autore, l'*underpricing* si identifica come uno strumento per garantire la liquidità nel mercato azionario e come forma di incentivo per aderire all'offerta anche a coloro che non possiedono le informazioni necessarie per evitare un'*overpriced* IPO, al fine di garantire un rendimento non negativo o almeno in pareggio a tali investitori. Complessivamente, si può sostenere le imprese che cercano di quotarsi possono trarre beneficio dall'*underpricing* perché permette di garantire la continua partecipazione al mercato delle offerte pubbliche iniziali da parte di investitori non informati, il cui capitale è necessario per ipotesi. D'altro canto, l'*underpricing* è chiaramente costoso per un'impresa che vuole diventare pubblica. Questo crea un incentivo per le singole aziende a fare free-ride[22], attraverso un *underpricing* troppo basso.

Diversi studi empirici si sono concentrati a verificare il modello di Rock e ricercarne le relative implicazioni. Si è riscontrato, infatti, che l'underpricing è inferiore se le informazioni sono distribuite in modo più omogeneo tra i gruppi di investitori (Michaely e Shaw, 1994). Gli studiosi Beatty e Ritter (1986) hanno mostrato una relazione diretta fra underpricing e il grado di incertezza sul valore dell'impresa. Essi argomentano che maggiore è l'incertezza ex-ante e maggiore sarà l'underpricing previsto. Questo accade perché gli investitori saranno più incentivati ad investire in informazioni prima di aderire all'offerta, rendendo più grave il problema di selezione avversa per coloro che "decidono" di rimanere non informati e aumentando quindi le asimmetrie esistenti tra i due gruppi di investitori. Di conseguenza, il maggior rischio connesso all'adesione all'offerta per gli investitori non informati dovrà essere compensato e incentivato da un rendimento atteso più elevato attraverso la fissazione di un prezzo di offerta più basso. A partire da tali considerazioni, si può asserire che è possibile ridurre l'underpricing riducendo le asimmetrie informative tra investitori informati e disinformati. Habib e Ljungqvist (2001) suggeriscono che gli emittenti

[22] Il free-riding è un fenomeno che avviene quando vi è la presenza di individui che beneficiano di un servizio o di un bene collettivo senza sopportare alcun onere.

possano, quindi, avere incentivi per ridurre tali asimmetrie informative solo nel momento in cui il costo delle azioni che intraprendono per ridurre l'underpricing siano almeno uguali o inferiori al beneficio marginale (misurato sulla riduzione della perdita di ricchezza dell'emittente che l'underpricing implica).

Un secondo modello ad informazione asimmetrica fa riferimento alle teorie di *information revelation*. Questo modello suppone la presenza di asimmetrie informative nel mercato, non tanto tra gli investitori, ma tra questi e l'*underwriter*[23]. L'*underwriter*, generalmente identificato da una banca di investimento, è in possesso di maggiori informazioni del valore dell'impresa emittente rispetto alla percezione del valore da parte degli investitori. Questo permette di fissare un prezzo che sia più allineato agli obbiettivi dell'impresa per raccogliere la quota più alta possibile di capitale, a discapito, ovviamente, del rendimento effettivo degli investitori. Mentre la teoria del *winner's curse* era basata sul procedimento di fissazione del prezzo, questo modello si focalizza sulla composizione del *bookbuilding*, ossia sul sistema di acquisizione delle informazioni sull'interesse da parte dei futuri investitori, che consentirà di determinare un prezzo di offerta inziale molto vicino al reale valore aziendale. Benveniste e Spindt (1989), Benveniste e Wilhelm (1990), e Spatt e Srivastava (1991) dimostrano che la pratica di *bookbuilding* può, a determinate condizioni, essere utilizzata come meccanismo per la raccolta di indicazioni veritiere sull'interesse degli investitori. In seguito al bookbuilding, emittente e underwriter andranno in quello che viene definito *road show*, che aiuterà gli underwriter a misurare l'interesse da parte di potenziali investitori. In presenza di una forte domanda si fisserà un prezzo di offerta più alto. Ma, poiché i potenziali investitori sono a conoscenza che mostrare elevato interesse si tradurrà in un prezzo di offerta più elevato, questi richiederanno qualcosa in cambio. L'*underwriter*, quindi, dovrà disegnare un sistema di incentivazione per indurre gli investitori a rivelare in modo veritiero le loro informazioni.

In questo caso l'*underpricing* costituisce una sorta di ricompensa nei confronti di quegli investitori che hanno fornito informazioni veritiere all'underwriter e all'emittente durante i diversi incontri in fase di pre-selling. Infatti, se l'underwriter non effettua l'underpricing, ciò non sarebbe compatibile con gli incentivi di rilascio di informazioni veritiere. A questo proposito, il *bookbuilding* consente

[23] L'*underwriter* è l'intermediario (oppure il gruppo di intermediari) membro di un consorzio di collocamento che si impegna ad acquistare in proprio i titoli non collocati presso il pubblico e sottoscrive i titoli non venduti al fine di garantire all'emittente il collocamento dell'intero quantitativo in emissione, assumendosi il rischio di variazioni sfavorevoli dei tassi di interesse precedenti al classamento dei titoli. A fronte di tale impegno di intermediazione tra l'impresa che cerca di emettere azioni durante un'IPO e gli investitori, l'underwriter (o underwriters) percepisce una commissione denominata underwriting fee.

di estrarre informazioni positive e aumentare il prezzo di offerta in riposta al mercato in quanto ci sarà comunque una parte di *money left on the table*.

Un'ulteriore teoria basata sulle asimmetrie informative è nota come teoria del principale e dell'agente, che riprende i concetti del modello sviluppato originariamente da Jensen e Meckling, ma viene coniugata e verificata nel contesto delle IPO per spiegare l'asimmetria informativa tra l'emittente e l'underwriter. Baron e Holmstrom (1980) evidenziano il conflitto di potenziale interesse che esiste fra le due suddette parti. Essi partono dal presupposto che gli intermediari incaricati del collocamento dei titoli hanno maggiori informazioni in relazione all'emittente sia sulla potenziale domanda, sulla base dell'interesse presentato da parte degli investitori, sia sullo stato del mercato. Gli underwriter, infatti, sono la parte più attiva nella fase di road show e più a stretto contatto con i diversi operatori istituzionali e investitori. L'emittente non ha accesso a queste informazioni e in aggiunta non è in grado di osservare l'impegno dell'*underwriter* nell'attività di marketing e distribuzione dei titoli azionari. Baron e Holmstrom asseriscono infatti che gli intermediari tendono a sfruttare tale asimmetria informativa per fissare un prezzo di collocamento volutamente inferiore rispetto a quello ottimale. Tale modello suggerisce che attuando tale *underpricing* nella valutazione delle azioni, l'operazione di vendita si concluderà con una probabilità maggiore di successo. Di conseguenza, l'underwriter opterà per un abbassamento del prezzo iniziale del titolo che consentirà di raccogliere tutti i titoli offerti e contemporaneamente farsi conoscere e apprezzare nel mercato dato il successo dell'operazione, anche accontentandosi di un guadagno inferiore. Tale modello caratterizza il contratto ottimale fra emittente e underwriter mostrando come può essere conveniente per il primo delegare la scelta del prezzo d'offerta all'underwriter, il quale deve essere compensato per l'utilizzo delle informazioni sullo stato del mercato per fissare il prezzo d'offerta. Per indurre l'intermediario a compiere gli sforzi necessari per la vendita dei titoli, è preferibile che l'emittente consenta un certo *underpricing*, in quanto non è in grado di monitorarne l'operato senza costi. Pertanto, l'incentivo necessario per risolvere il problema di agenzia fra emittente e *underwriter* conduce ad un prezzo di offerta che sia diverso dalla soluzione di first best (che si otterrebbe in assenza di asimmetrie informative).

In conclusione, una ulteriore sottocategoria delle teorie basate su asimmetrie informative è costituita dal filone delle teorie della segnalazione, le quali non solo vengono applicate nei processi di gestione aziendale della struttura finanziaria, come accennato nel capitolo precedente, ma anche nei processi di offerta di titoli azionari nei mercati regolamentati. Le *signalling theories* sono caratterizzate dalla necessità di segnalare la qualità da parte di una impresa al fine di influenzare il mercato circa il valore dell'azienda. Pertanto, una società che è in grado di sostenere i costi di un

sottoprezzamento dei propri titoli in fase di quotazione è una società che risulta essere solida finanziariamente e di maggiore qualità. L'intuizione originale di tale teoria, applicata al contesto delle IPO, viene generalmente attribuita a Ibbotson (1975), la quale è stata perfezionata nel tempo attraverso ulteriori studi empirici, quali quelli di Allen e Faulhaber (1989), Grinblatt e Hwang (1989) e Welch (1989). Quest'ultima categoria di modelli informativi asimmetrici inverte le ipotesi di Rock nei livelli di informazioni possedute dagli attori presenti, asserendo che le imprese emittenti siano più informate sul valore reale dell'impresa rispetto ai potenziali investitori. Si suppone che siano presenti due tipi di aziende, denotate l'una di alta qualità e l'altra di bassa qualità, che appaiono indistinguibili agli occhi degli investitori. Ipotizzando che solo gli emittenti con una qualità peggiore della media sono disposti a vendere le loro azioni al prezzo medio, le imprese di alta qualità decidono deliberatamente di deprezzare le proprie azioni in offerta per conquistare i potenziali investitori e dissuadere gli emittenti di qualità inferiore dall'imitare. Le imprese con migliori prospettive di profittabilità provano quindi a segnalare la loro qualità superiore sia attraverso un prezzo di collocamento più basso (underpricing), che tramite la quota di azioni acquistate o possedute dai proprietari della società, partendo da presupposto che gli stessi proprietari non deterrebbero una quota di capitale se non fossero certi della solidità aziendale.

L'underpricing viene utilizzato come strumento per segnalare in maniera credibile agli investitori esterni la qualità dell'impresa poiché solo le imprese "buone" saranno in grado di recuperare il costo del deprezzamento dei titoli, mediante collocamenti successivi a prezzi più favorevoli. Infatti, nel momento in cui avviene un secondo collocamento, gli investitori saranno maggiormente disposti ad acquistare i titoli della società. Pertanto, tali imprese emittenti decidono volutamente di lasciare soldi sul tavolo per creare "un buon gusto nella bocca degli investitori", definita da Ibboston (1975) *"leave a good taste" hypothesis*. Nel modello di Allen e Faulhaber alcune imprese emittenti potrebbero avvicinarsi al mercato con l'intenzione di condurre future emissioni azionarie, offrendo titoli che costituiscono solo una parte della quota dell'impresa per minimizzare l'underpricing. Tuttavia, i benefici per la società si concretizzeranno soltanto nel caso in cui gli investitori prediligeranno anche in futuro l'impresa quotata con underpricing e permanga la superiorità nel mercato azionario di tale società rispetto ad altre. Queste argomentazioni, quindi, risultano rilevanti solo nel caso in cui vi sia evidenza di collocamenti negli anni successivi all'IPO. Inoltre, secondo Ritter e Welch (2002) non è chiaro perché l'underpricing possa essere un segnale più efficiente rispetto, ad esempio, alla scelta di sottoscrittori particolarmente rispettabili, revisori contabili o

venture capitalists, o anche la divulgazione diretta di informazioni agli investitori dell'IPO, ognuna delle quali potrebbe svolgere un ruolo di certificazione di qualità.[24]

2.3.2 MOTIVAZIONI ISTITUZIONALI

Un secondo il filone che ha cercato di fornire una spiegazione empirica al fenomeno dell'underpricing delle IPO che non si basa sulle asimmetrie informative, si riferisce delle teorie istituzionali, le quali esaminano sulla base della collocazione geografica della società il processo di quotazione nel mercato regolamentato. Queste teorie, che hanno trovato un grande riscontro soprattutto nel mercato statunitense, possono essere suddivise sulla base di tre caratteristiche del mercato finanziario: il rischio di contenzioso tra l'impresa emittente e i suoi investitori, il cosiddetto *litigation risk*; la pratica di stabilizzazione del prezzo post quotazione; e infine i vantaggi fiscali derivanti dall'underpricing nelle offerte pubbliche iniziali.

Logue (1973) e Ibbotson (1975) sono coloro che hanno posto le basi per quanto riguarda il primo gruppo delle teorie istituzionali, secondo cui le società vendono deliberatamente le loro azioni con un deprezzamento, consentendo un guadagno agli investitori, al fine di ridurre la probabilità di future azioni legali da parte di azionisti delusi dall'andamento post-IPO dei loro titoli azionari. Logue, infatti, sosteneva che l'underpricing dovesse essere considerato uno strumento di deterrenza contro un potenziale contenzioso con gli investitori. Questa spiegazione è in qualche modo incentrata sugli Stati Uniti, in quanto, mentre l'underpricing può essere considerato un fenomeno globale, le leggi sulla responsabilità non lo sono[25]. L'influenza geografica è molto importante, in quanto nel mercato statunitense vigono leggi molto severe in termini di IPO *disclosure*, che al contrario in altri Paesi non sono state riscontrate. Tinic (1988), Hughes e Thakor (1992), e Hensler (1995) sostengono che l'underpricing può agire come un'assicurazione contro tali contenziosi legali. Il rischio di contenzioso è strettamente legato a dei costi addebitati alle imprese, non solo direttamente (danni, spese legali, tempi di gestione, ...) ma anche potenzialmente come danno reputazionale. Tant'è che le banche d'investimento soggette a contenziosi possono perdere la fiducia dei loro investitori abituali, mentre gli emittenti potrebbero affrontare un costo del capitale più elevato nelle future emissioni. Hughes e Thakor (1992) propongono un trade-off tra il

---

[24] A. Ljungqvist, "*IPO underpricing*. *Empirical Corporate Finance"*, 2007

[25] Il rischio di contenzioso non è economicamente significativo in Australia (Lee, Taylor e Walter (1996)), Finlandia (Keloharju (1993)), Germania (Ljungqvist (1997)), Giappone (Beller, Terai, e Levine (1992)), Svezia (Rydqvist (1994)), Svizzera (Kunz e Aggarwal (1994)), o Regno Unito (Jenkinson (1990)), dove nonostante ciò si evidenziano fenomeni di underpricing.

minimizzare il rischio di contenzioso, e quindi minimizzare questi costi, e il massimizzare i rendimenti dell'IPO (e perciò la commissione dell'underwriter sull'offerta). Fondamentalmente, presumono che la probabilità di azioni legali possa aumentare in relazione all'incremento del prezzo di offerta: più le azioni sono *overpriced*, e maggiore è la probabilità che vi sia una causa. Pertanto, suggeriscono che l'underpricing riduce la probabilità di una causa legale, e di conseguenza anche l'importo dei danni connessi in caso di sentenza.

Al contrario, Drake e Vetsuypens (1993) osservano dei risultati contrastanti, in cui le IPO che risultavano citate in un contenzioso erano caratterizzate da un maggiore livello di deprezzamento dei titoli, in tal senso concludono che l'underpricing non li protegge dall'essere citato in giudizio. Coerentemente con tale argomentazione, Lowry e Shu (2002) sottolineano che le IPO hanno probabilità di essere citate anche a seguito di un elevato underpricing. A questo proposito, Ritter e Welch (2002) sostengono che la responsabilità legale non è il principale fattore determinante dell'underpricing e che lasciare i soldi sul tavolo sembra essere un modo costoso e inefficace per evitare delle successive cause.

Tra le teorie istituzionali è presente, come già accennato, anche il gruppo di teorie note come di *price stabilization*. Infatti, immediatamente dopo l'immissione delle azioni nei listini ufficiali, l'underwriter è spesso tenuto, per obblighi di natura contrattuale, a supportare l'andamento del prezzo dei titoli attraverso delle operazioni che non dovrebbero permettere al prezzo di scendere al di sotto di una data soglia ritenuta pericolosa. Tale attività è generalmente identificata con il *buy back*. In altre parole, gli intermediari effettuano l'acquisto di un quantitativo di titoli nel mercato nei primi giorni di negoziazione, al fine di sostenerne il prezzo ed evitare che nel breve periodo cadano al di sotto del prezzo di offerta, limitando rendimenti inferiori a zero.

La figura di riferimento alla base di questo filone di teorie è considerata Ruud (1993), la quale sostenne per la prima volta, partendo da constatazioni statistiche, che le IPO non fossero volutamente sotto-prezzate, come sostenuto da ricerche precedenti, ma piuttosto che l'underpricing si trattasse di una diretta conseguenza dell'attività di stabilizzazione dei prezzi messa in atto dai vari agenti coinvolti nelle contrattazioni *aftermarket*. Le teorizzazioni dell'autrice, tuttavia, sono state smentite dalle ricerche di Benveniste, Busaba e Wihelm (1996), i quali sostengono che in realtà l'attività di price stabilization è finalizzata alla riduzione del fenomeno di underpricing. Essi formalizzarono, infatti, una teoria già esposta da Smith (1986), secondo la quale la stabilizzazione dei prezzi è uno strumento di allineamento tra gli interessi degli underwriter e degli investitori, nonché dell'emittente. Gli underwriter, trovandosi a dover riacquistare parte dei titoli emessi per sostenere il prezzo, hanno un incentivo naturale ad aumentare il prezzo di offerta perché il guadagno

della loro attività è fissato sia in percentuale al valore del titolo che al ritorno di immagine nei confronti della società emittente. Secondo Benveniste et al., i principali beneficiari della price stabilization dovrebbero essere gli investitori istituzionali che partecipano alla procedura di bookbuilding, in quanto, a seguito di questa, potrebbero, ad esempio, sovrastimare gli interessi degli investitori e il prezzo delle IPO. Gli investitori intelligenti potrebbero prevedere tale comportamento e quindi non coopereranno al processo di bookbuilding. Dunque, i sottoscrittori impegnandosi nel supporto dei prezzi, che sarà tanto più costoso quanto il prezzo dell'offerta superi il valore reale delle azioni, possono convincere gli investitori che l'emissione non sarà intenzionalmente troppo costosa.

Un'ultima tipologia delle teorie istituzionali, inoltre, è quella che sostiene che il fenomeno dell'underpricing venga utilizzato volutamente dalle società emittenti al fine di ottenere dei vantaggi fiscali presenti in alcuni Paesi, che si potrebbero ottenere grazie ad un sotto-prezzamento, ovviamente in funzione delle normative tributarie presenti. Anche in queste teorie la componente geografica gioca un ruolo determinante. Nello specifico questo modello, cosiddetto di *tax arguments*, è stato esplorato originariamente da Rydqvist (1997), effettuando uno studio relativo alle IPO avvenute in Svezia. Esso infatti ha rilevato che, data la notevole differenza di imposizione fiscale del governo svedese sul reddito da lavoro rispetto al capital gain, le imprese svedesi avevano un grande incentivo a retribuire i propri dipendenti tramite la distribuzione di "appreciating assets", sostituendo il classico salario. Uno di questi "appreciating assets" sono proprio le azioni *underpriced*, che durante un IPO venivano allocate in via preferenziale dall'impresa emittente ai suo stessi dipendenti. Diversamente, nel 1990, a seguito dell'entrata in vigore di una norma che prevedeva lo stesso trattamento fiscale per capital gain e reddito da lavoro, venne eliminato così l'incentivo di assegnare titoli sotto-prezzati, e si notò che l'underpricing cadde da una media del 41% negli anni precedenti ad un 8% dopo il cambio delle normative fiscali. Una argomentazione analoga è stata avanzata da Taranto (2003) che analizzando la normativa fiscale statunitense, ha notato che i managers che detengono stock options possono essere incentivati a sottoquotare volontariamente le IPO della loro impresa. L'autore ha riscontrato che i manager e i dipendenti possessori delle stock option della società presso la quale erano impiegati, venivano tassati in due step: in primo luogo, al momento dell'esercizio del diritto di opzione pagavano le imposte sul reddito come differenziale tra lo *strike price* e il *fair market value*; e in secondo luogo, quando eventualmente realizzavano la vendita dell'azione posseduta tramite il diritto di opzione, avrebbero pagato le tasse sul capital gains per un valore pari calcolato come differenza tra il *fair market value* e il prezzo di vendita. Considerato che nel contesto americano le imposte sul capital gain, oltre ad essere temporalmente differite, erano sostanzialmente inferiori a quelle previste nella income tax, i

manager preferivano ottenere un fair market value il più basso possibile. È utile specificare che, alla luce della legislazione fiscale statunitense, quest'ultima considera il fair market value come il prezzo di offerta dell'IPO, invece che il prezzo effettivamente sul mercato una volta iniziato il trading. Ciò genera quindi un incentivo alla pratica di underpricing. Tuttavia, alcuni studiosi sostengono che questa correlazione positiva, secondo cui maggiore è il deprezzamento e maggiori sono le stock options assegnate a manager e dipendenti, è improbabile che possa essere spiegata esclusivamente da motivi di natura fiscale. Da queste ultime considerazioni si può quindi confermare come le peculiarità geografiche e normative, a cui sono soggette le ricerche sulle teorie istituzionali, possano essere uno ma non l'unico dei motivi che giustifichino il fenomeno dell'*underpricing*.

2.3.3 TEORIE SULL'ASSETTO PROPRIETARIO E SUL CONTROLLO

Il processo del *going public* è, molto spesso, un passo verso l'eventuale separazione tra proprietà e controllo. La proprietà è importante per gli effetti che può avere sugli incentivi del management al fine di rendere ottimali le scelte operative e le decisioni di investimento. In particolare, come già accennato, Jensen&Meckling (1976) hanno originariamente evidenziato come una separazione incompleta tra proprietà e controllo potesse comportare un problema di agenzia tra i manager e gli azionisti: piuttosto che massimizzare il valore per gli azionisti, i manager, motivati da ragioni diverse rispetto all'ottimizzazione del valore aziendale, potrebbero voler massimizzare la propria utilità per l'ottenimento di benefici privati di controllo, a discapito degli azionisti. Due modelli principali hanno cercato di applicare il fenomeno dell'underpricing nelle IPO all'interno di un contesto basato sui problemi di agenzia, i cui risultati sono diametralmente opposti: se da un lato Brennan e Franks (1997) ritengono che l'underpricing sia uno strumento che possa consolidare il controllo manageriale e ridurre contemporaneamente le azioni di monitoraggio da parte degli azionisti esterni; dall'altro lato, Stoughton e Zechner (1998) suggeriscono, al contrario, che l'underpricing può essere utilizzato per ridurre al minimo i costi di agenzia, allineando gli interesse tra azionisti e manager, e per incoraggiare una maggiore attività di monitoring.

Brennan e Franks sostengono che l'underpricing offra l'opportunità ai manager di proteggere i loro benefici privati allocando strategicamente le azioni nel momento in cui la società vuole quotarsi. Il management infatti decide di sotto-prezzare l'offerta allo scopo di creare un eccesso di domanda di azioni. Proponendosi, infatti, sul mercato primario con un *offering price* estremamente vantaggioso, si verrà a creare una maggiore domanda di titoli che porterà ad un razionamento dell'offerta, con l'effetto di una minore concentrazione proprietaria e una base azionaria dispersa tra una pluralità di

soggetti. Questa dispersione proprietaria, costituita da small shareholders, riduce il monitoraggio sul management principalmente a causa di due problemi di free-riding. In primo luogo, poiché si tratta di un bene pubblico, ciascun azionista investirà in un basso livello di monitoraggio, consapevole che ne trarrebbe vantaggio la totalità degli investitori (Shleifer e Vishny, 1986). In secondo luogo, una maggiore dispersione dell'azionariato implica che i manager beneficiano di una ridotta minaccia di takeover ostile (Grossman e Hart, 1980), permettendo di rafforzare la loro posizione. Brennan e Franks, a conferma delle loro ipotesi, trovano una correlazione positiva tra underpricing e *oversubscribed* IPO.

Tuttavia, la protezione dei benefici privati di controllo potrebbe non essere l'unico motivo per cui i manager favoriscono una maggiore dispersione. A questo proposito, Booth e Chua (1996) sostengono che gli stessi proprietari e manager gradiscono una struttura proprietaria più dispersa perché probabilmente si traduce in un mercato secondario estremamente più liquido per le loro azioni e facilmente gestibile. Analogamente, Zingales (1995) rilevò che una struttura proprietaria più diffusa aiuti i manager a negoziare le azioni ad un prezzo più elevato nell'eventualità di una vendita della loro partecipazione di controllo, poiché la domanda di acquisizione di tali titoli sarebbe stata di fatto molto alta.

Contrariamente a quanto appena esaminato, il fenomeno dell'underpricing può comportare, secondo ulteriori studi, una maggiore attività di monitoraggio e rivelarsi uno strumento di allineamento degli interessi tra proprietà e controllo. Si potrebbe sostenere, infatti, che i costi di agenzia sono a carico dei proprietari di una società, sotto forma di minori proventi dell'IPO e di un successivo valore di mercato inferiore per le loro azioni. Nella misura in cui i manager sono in parte proprietari, essi sopportano alcuni dei costi derivanti dal proprio comportamento orientato alla non massimizzazione dei profitti. Tanto è vero che nel momento in cui i costi di agenzia che sopportano superano i benefici privati di cui godono, sarà nel loro interesse ridurre la loro discrezionalità[26]. In base a quanto sostenuto, Stoughton e Zechner (1998) osservano che potesse essere nello stesso interesse dei manager allocare le azioni verso pochi large shareholders che siano in grado di limitare la discrezionalità implementando adeguati sistemi di monitoraggio e controllo. Infatti, essendo il monitoraggio un bene pubblico, in quanto tutti gli azionisti ne beneficiano e soggetto a problemi di free-riding nelle società ad azionariato disperso, per incentivare un migliore monitoring i manager possono cercare di assegnare una partecipazione particolarmente elevata ad un grande investitore. Al fine, quindi, di creare una maggiore concentrazione proprietaria, qualora l'investitore fosse stato

[26] A. Ljungqvist, *"Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance"*, 2004

dell'opinione che la quota azionaria assegnatagli non fosse ottimale o della qualità tale da giustificare un suo investimento, verrà offerto un ulteriore incentivo sotto forma di underpricing. Tale underpricing potrebbe anche non rappresentare un costo opportunità. Infatti, in assenza di monitoring, l'impresa avrebbe dovuto comunque essere valutata ad un prezzo inferiore, a causa del fatto che gli azionisti esterni anticipano che i costi di agenzia saranno più elevati.

Alla luce di quanto appena descritto relativamente alle due teorie, Ljungqvist (2007) sostiene che le previsioni di tali studi sono diverse principalmente per due motivi. Innanzitutto, le diverse conclusioni alle quali giungono dipendono fortemente dall'ambiente istituzionale su cui poggiano i due modelli. Da un lato, Brennan e Franks si basano su un meccanismo di pricing di IPO a prezzo fisso, dall'altro lato invece Stoughton e Zechner modellano il meccanismo di vendita come un processo in due fasi simile al bookbuilding. Un secondo motivo è dovuto al fatto che, mentre Stoughton e Zechner presumono che i manager internalizzino i costi di agenzia, nel modello di Brennan e Franks tale internalizzazione è assente. Pertanto, emerge come le ipotesi di partenza siano fondamentali per poter fornire una spiegazione al fenomeno dell'underpricing, ma al contempo si comprende come una modifica di esse possa portare a delle conclusioni diametralmente opposte.

2.3.4 MODELLI COMPORTAMENTALI

Infine, il filone delle teorie comportamentali si propone di spiegare il fenomeno dell'undepricing scardinando uno dei punti chiave sul quale le altre teorie si basano: la razionalità degli attori coinvolti nel processo di IPO, sia in qualità di investitori che fanno un'offerta alle azioni IPO, sia degli emittenti che sono soggetti ad un *behavioral biases* e non riescono ad esercitare pressione sugli underwriter per ridurre l'underpricing. Questa categoria di teorie si è sviluppata soprattutto nei casi in cui i precedenti modelli fallivano la loro funzione esplicativa. La motivazione principale che ha spinto molti autori ad affrontare tali argomentazioni relative a spiegazioni comportamentali, è dovuta all'impossibilità di far risalire la perdita di oltre sessanta milioni di dollari nelle IPO statunitensi a teorie di asimmetria informativa o all'influenza di assetti istituzionali, o ancora a considerazioni su proprietà e controllo. Tale quantità di denaro lasciata sul tavolo è riconducibile alle IPO realizzate nel periodo della *dot com bubble*[27]. In tale ambito, come sottolineato da

[27] Si tratta di una crisi scoppiata nella metà degli anni Novanta, relativa ad una bolla speculativa legata alla scoperta delle nuove tecnologie informatiche. Come ogni altra crisi generata da una bolla speculativa ha avuto un'evoluzione alquanto classica: iniziata con una estrema fiducia da parte degli investitori nella potenzialità delle società ricercatrici, fautori e sviluppatrici della nuova tecnologia (con la quotazione di Netscape viene fatto coincidere l'avvio di un nuovo ciclo economico definito New Economy, caratterizzato infatti da un sorprendente sviluppo di aziende operanti nel settore informatico); e seguita da una rapida crescita del prezzo dei titoli di queste

Ljungqvist (2007), il mercato delle offerte pubbliche iniziali appare un contesto florido per lo studio di comportamenti irrazionali. Le società IPO per definizioni tendono ad essere opache dal punto di vista informativo e non hanno elementi passati sui cui formulare una valutazione circa il valore reale dell'azienda. Pertanto, si riveleranno dei comportamenti, sia da parte degli investitori sia degli emittenti, che possono essere soggetti a distorsioni di varia natura, basate sull'irrazionalità.

All'interno di queste teorie, una tra le più rilevanti, è quella operata da Welch (1992) nota come *information cascades*. L'autore analizza approfonditamente le modalità di formazione e diffusione delle informazioni e delle aspettative sui mercati, asserendo che gli investitori prendono le loro decisioni in modo sequenziale, o per meglio dire a cascata, ovvero dettate dall'imitazione delle scelte di altri investitori, indipendentemente dalle opinioni e informazioni reali parallelamente raccolte (effettuando free-riding sulle valutazioni altrui). In quest'ottica è chiaro come il ruolo giocato dagli early investors si riveli estremamente importante. In questo senso, l'emittente, per evitare una "cascata negativa" di informazione e realizzare una IPO di successo, cercherà dunque di stimolare attraverso l'underpricing i primi potenziali investitori al fine di innescare una "cascata positiva" per condizionare il pensiero e le valutazioni degli investitori successivi. Pertanto, l'asimmetria informativa presente tra l'impresa emittente e il mercato, ma anche tra gli stessi investitori, e un collocamento dei titoli offerti in modo sequenziale tra i richiedenti possono provocare un effetto a cascata nel volume di domanda tale da indurre l'emittente a scegliere l'underpricing dell'IPO per assicurare il successo dell'offerta. In questo contesto, è importante ricordare che il deprezzamento può essere evitato anche mediante la veicolazione di una maggiore comunicazione, ad esempio tramite bookbuilding, nonostante possa comportare ugualmente un costo. Tuttavia, Welch (1992) mostra che gli emittenti potrebbero preferire tali cascate informative rispetto ad una comunicazione gratuita, perché quest'ultima potrebbe conferire un vantaggio informativo agli investitori, riducendo la probabilità che l'IPO abbia successo. Sfortunatamente, in letteratura, a causa delle difficoltà di dimostrare le ipotesi di tipo comportamentali sostenute da Welch, queste implicazioni non sono state testate empiricamente.

La finanza comportamentale rivolge la propria attenzione all'effetto sui prezzi delle azioni degli investitori irrazionali, e in particolare dei cosiddetti "*sentiment investors*". Vengono quindi analizzate le conseguenze nel caso delle IPO, poiché le imprese nelle offerte pubbliche iniziali sono

società simbolo di sviluppo e crescita; fino al momento in cui alcuni eventi intervenuti nel mercato hanno iniziato a far vacillare la fiducia degli investitori e le aspettative di guadagno, incrementando il flusso di vendite di quei titoli e portando di conseguenza allo scoppio della bolla speculativa, al punto tale da portare un crollo del prezzo per un eccesso di offerta rispetto alla domanda. Le conseguenze furono non solo un drastico calo delle quotazioni, ma soprattutto il fallimento di un gran numero di società e la perdita di milioni di dollari nelle IPO.

tendenzialmente giovani, immature e relativamente opache dal punto di vista dell'informazione e quindi difficili da valutare. I primi autori a modellare una risposta ottimale per una società che intende quotarsi in presenza di investitori "sentiment" sono Ljungqvist, Nanda e Singh (2004). Essi ipotizzano la presenza nel mercato di investitori maggiormente sensibili, per loro natura, a sentimenti irrazionali, tali da nutrire forti aspettative e convinzioni ottimistiche sulle prospettive future delle IPO company. In ragione di ciò, le imprese emittenti saranno interessate a catturare questo surplus di valore, andando a massimizzare l'eccesso di valutazione nei loro confronti, così da trarre i benefici finanziari in termini di capitale e di sovrapprezzo delle azioni. Tuttavia, se da un lato alle imprese conviene immettere nel mercato un numero elevato di titoli allocandoli ai suddetti investitori, dall'altro lato è importante considerare che un eccesso di offerta di azioni possa portare ad un crollo del prezzo. L'impresa, quindi, avrebbe dovuto trattenere le azioni in azienda per un determinato periodo temporale, così da evitare un collasso nel valore delle stesse. A tal proposito, occorre sottolineare che a causa di vincoli normativi, le imprese non possono optare né per una discriminazione di prezzo, né trattenere una parte delle azioni e ricorrere successivamente al mercato per l'allocazione di quelle trattenute. Gli autori, di conseguenza, individuano che la strategia ottimale prevede in primis di allocare le azioni ad un gruppo di investitori "regular", e che solo successivamente avvenga la rivendita di tali azioni ai sentiment investors ad un prezzo mantenuto pari al precedente, limitandone l'offerta. Tuttavia, poiché i soggetti "regular" devono sopportare il rischio che la fase di *hot market* possa concludersi prematuramente, possono richiedere che le azioni allocategli dall'emittente siano sottoprezzate. L'undepricing viene quindi utilizzato, sulla base dell'irrazionalità delle parti del sistema, come uno strumento per assicurarsi la collaborazione di tali regular investitors, dato il maggior rischio assunto dagli stessi.

Quanto detto finora, ha evidenziato un'irrazionalità solo degli investitori, ma ciononostante la stessa può colpire soggetti differenti, nello specifico gli emittenti. Il concetto fondante è quello del *mental accounting*, originariamente teorizzato da Thaler (1980, 1985), il quale sosteneva che ciascun investitore sia spinto dall'acquisto di titoli da motivi in parte contabili e in parte mentali, dove quest'ultimo aspetto si distacca dall'equilibrio della perfetta razionalità presente nella microeconomia neoclassica. Pertanto, si afferma che la natura umana è caratterizzata da una razionalità limitata che non permette di comprendere tutte le sfaccettature, ma di averne solo una visione parziale. A partire da tale concetto, Loughran e Ritter (2002) propongono una spiegazione dell'underpricing applicato al contesto delle IPO, esplorando il problema di allineamento di interessi che è presente tra underwriter ed emittenti. Gli autori sostengono che gli emittenti non siano contrari a concedere elevati livelli di underpricing, in quanto, essi accolgono più favorevolmente i guadagni derivanti da una valutazione nell'aftermarket superiore a quella attesa.

Infatti, tali soggetti tendono a sommare la perdita di ricchezza dovuta all'underpricing con il guadagno di ricchezza ottenuta grazie all'impennata del valore delle azioni post-IPO. Gli intermediari, consci di questa anomalia psicologica delle imprese emittenti, in quanto dotati di discrezionalità nell'allocazione di azioni, potrebbero intenzionalmente lasciare più soldi sul tavolo godendo dei vantaggi personali derivanti dall'alleggerimento del loro impegno nella fase di marketing e assicurandosi l'allocazione dei titoli. Contestualmente, se il guadagno percepito supera la perdita da underpricing, le imprese emittenti potrebbero accontentarsi delle prestazioni dell'underwriter, nonostante il loro minore sforzo, malgrado siano stati lasciati una parte di soldi sul tavolo.

Concludendo, i diversi modelli teorici relativi al tema di underpricing nelle IPO sono stati generalmente sottoposti a diverse analisi empiriche che hanno supportato l'opinione secondo cui la presenza di asimmetrie informative ha un effetto preminente sull'underpricing. Tuttavia, la sola spiegazione basata sull'informazione asimmetrica non è grado di dimostrare l'entità del fenomeno di deprezzamento delle azioni. A questo proposito, vi è un continuo dibattito tra le diverse opinioni su ciò che causa l'underprincing, a partire dalle differenze tra i paesi a livello istituzionale, da spiegazioni derivanti dalla proprietà e il controllo, fino ad un approccio comportamentale. Come osservato, le teorie esplicative presentate sono molte e piuttosto eterogenee, e spesso le conclusioni risultano essere discordanti fra loro. Si nota chiaramente che i molteplici modelli sviluppati non siano in grado di dare una spiegazione chiara e universale del fenomeno dell'underpricing, perché sebbene si tratti di un fenomeno globale, le ipotesi di base varieranno a seconda delle caratteristiche del mercato di ciascun paese. Pertanto, è ragionevole ritenere che alcune variabili aiutino a spiegare il fenomeno in alcuni contesti, e più difficilmente in altri casi.

3. SISTEMI ISTITUZIONALI E QUADRO ECONOMICO INTERNAZIONALE

3.1 DIFFERENZE NEL SISTEMA ISTITUZIONALE E NORMATIVO TRA I PAESI

Una branca fondamentale della letteratura economica finanziaria, di cui si è discusso anche nei capitoli precedenti, ha analizzato come l'informazione asimmetrica possa avere delle rilevanti ripercussioni circa le decisioni finanziarie. Ulteriori studi empirici hanno ampliato questa tematica asserendo che il quadro istituzionale, le norme giuridiche e il grado di protezione degli investitori hanno un impatto importante sulle determinanti della struttura del capitale. Beck et al. (2004) sottolineano, infatti, l'importanza dello sviluppo del mercato dei capitali per ridurre i vincoli e gli ostacoli che le imprese devono affrontare nell'ottenimento di finanziamenti esterni. La crescita del mercato azionario permette di migliorare generalmente le informazioni trasmesse attraverso i prezzi delle azioni, aumentando quindi i vantaggi della quotazione. Michelacci e Suarez (2004) sostengono, inoltre, che nei mercati azionari sviluppati i costi di quotazione associati alla raccolta di capitale esterno dovrebbero essere inferiori e che la liquidità del mercato dovrebbe essere più elevata, con un conseguente underpricing minore come strumento di compensazione per gli investitori. Tuttavia, Hopp e Dreher (2007) affermano il contrario, ovvero che quando i mercati azionari funzionano bene, gli investitori anticipano le società e le banche d'investimento, che cercano di "cronometrare il mercato" per quotarsi, al fine di richiedere un maggiore underpricing.

Il contesto istituzionale in cui si svolge il finanziamento delle imprese potrebbe influire sull'efficienza del processo di raccolta del capitale. In generale, le società che intraprendono il processo di quotazione si rivolgono ad underwriter, i quali hanno un ruolo da intermediari tra l'impresa emittente e i potenziali investitori. Schumpeter, già nel 1911, sostenne che gli intermediari finanziari svolgono un ruolo fondamentale nello sviluppo economico perché determinano quali imprese possono far uso dei risparmi della società. Secondo questo punto di vista, il settore degli intermediari finanziari influenza la crescita economica, condizionando l'allocazione del risparmio e non necessariamente modificando il tasso di risparmio. A questo proposito, quindi, appare come la presenza di una efficiente regolamentazione bancaria possa essere di notevole importanza. Beck et al. (2003) analizzano l'impatto di una supervisione bancaria sugli ostacoli finanziari che devono affrontare le società. Essi affermano che le imprese, in paesi in cui sono presenti forti agenzie di sorveglianza ufficiali che controllano direttamente le banche, tendono ad affrontare maggiori ostacoli al finanziamento. La creazione di una agenzia di vigilanza indipendente dal governo

permette di mitigare le conseguenze negative di una eccessiva influenza da parte di una forte supervisione. Pertanto, una maggiore supervisione normativa e un monitoraggio più efficace potrebbero contribuire a ridurre i costi delle informazioni asimmetriche tra investitori ed emittenti, e di conseguenza portare anche a minori underpricing.

Alla luce di queste brevi considerazioni è importante analizzare da cosa viene determinato lo sviluppo dei mercati. Molti economisti hanno concentrato tali studi basandosi sull'idea che un sistema legale efficace e regole di protezione degli investitori efficienti siano necessarie per incoraggiare le attività di mercato, aumentando la domanda e l'offerta di azioni, e che potrebbero avere un impatto positivo sulla crescita economica e sullo sviluppo tecnologico di un paese. La corporate governance di una impresa nasce proprio dalla necessità di tutelare gli azionisti e coloro che forniscono un finanziamento, cioè si occupa delle modalità con cui si assicura agli investitori di ottenere un ritorno adeguato sul loro investimento (Shleifer e Vishny, 1997). Zingales (1998) osserva che l'allocazione della proprietà, la struttura del capitale, i sistemi di incentivi manageriali, le acquisizioni, i consigli di amministrazione, la pressione degli investitori istituzionali, la concorrenza sul mercato del prodotto, la concorrenza sul mercato del lavoro, la struttura organizzativa, ecc. possono essere tutti pensati come strumenti per svolgere una efficiente e corretta gestione dell'impresa, e attraverso i quali cercare di allineare gli interessi dei diversi soggetti all'interno di una società, quali azionisti, investitori e amministratori. La corporate governance, tuttavia, tramite sia dei meccanismi interni sia esterni per la disciplina dei conflitti di interessi, è necessaria ma non sufficiente per garantire la tutela e l'espropriazione degli azionisti di minoranza.

Diverse ricerche sulla corporate governance hanno portato a focalizzare l'attenzione di molti studiosi sull'analisi delle tipologie di struttura proprietaria e controllo nelle grandi imprese dei vari paesi. L'evidenza empirica ha dimostrato che il modello di impresa caratterizzato da dispersione dell'azionariato e separazione tra proprietà e controllo è tipico dei sistemi economici anglosassoni, quali USA, Gran Bretagna, Canada e Australia. Infatti, negli Stati Uniti e Regno Unito la proprietà di società di grandi e medie dimensioni è dispersa tra un gran numero di piccoli azionisti e investitori istituzionali. Al contrario, nella restante maggior parte del mondo, si riscontra un assetto proprietario caratterizzato dall'esistenza di azionisti dominanti, azionisti di maggioranza o azionisti di minoranza qualificata che consente loro di essere anche titolari dei diritti di controllo. Tipicamente, questi azionisti dominanti sono generalmente identificabili in famiglie benestanti.

Le differenze nelle protezioni legali degli investitori potrebbero aiutare a spiegare il motivo per cui le imprese sono finanziate e possedute in modo così diverso nei diversi paesi. L'obbiettivo di tale approccio, che appartiene ad una branca specialistica dell'economia denominata *Law&Finance*, è

quello di stabile se le leggi relative alla protezione degli investitori differiscono tra i paesi e se queste differenze hanno conseguenze per la finanza aziendale, la struttura proprietaria, l'innovazione tecnologica e la crescita economica. Il contesto istituzionale infatti ha assunto recentemente sempre maggiore importanza sugli effetti della struttura del capitale nelle imprese. Giannetti (2003), ad esempio, ha valutato l'impatto delle caratteristiche delle imprese dei paesi sulla struttura del capitale, concludendo che l'indebitamento delle imprese è maggiore nei mercati azionari sottosviluppati. Ulteriori studi di Antoniou, Guney e Paudyal (2008) hanno dimostrato l'importanza del contesto economico, delle pratiche di corporate governance, del livello di protezione degli investitori e di altre variabili istituzionali nello spiegare le decisioni di finanziamento delle imprese, a partire da un confronto tra paesi banked-based e market-oriented.

La letteratura è solita, infatti, suddividere i sistemi finanziari in queste due categorie, a seconda del peso del mercato finanziario rispetto all'intermediazione bancaria. Da un lato sono presenti i sistemi orientati al mercato (market-based), spesso identificati nei paesi anglosassoni (quali Stati Uniti e Regno Unito), dove le borse valori e le banche di investimento sono molto importanti, in cui il finanziamento della società viene effettuato principalmente attraverso l'emissione di azioni e obbligazioni sul mercato. Dall'altro lato si trovano i sistemi orientati agli intermediari bancari (bank-based), tipicamente appartenenti all'Europa continentale, in cui le borse hanno un ruolo secondario rispetto al sistema bancario. Nel caso estremo, in questi ultimi sistemi le banche rappresentano l'unica istituzione finanziaria nel sistema economico e l'intermediario di tutti i flussi di capitale. I vantaggi della struttura market-based possono essere generalmente dovuti al fatto che promuovono con successo lo sviluppo economico, facilitano la diversificazione dei rischi e favoriscono l'innovazione aprendo la strada al progresso tecnologico e agevolando l'accesso ai finanziamenti anche ad alto rischio. King e Levine (1993) mostrano infatti che la diversificazione del rischio può stimolare l'innovazione. Il progresso tecnologico e l'innovazione, tuttavia, può risultare rischioso. Pertanto, detenere un portafoglio diversificato di progetti innovativi permette di ridurre il rischio e promuove gli investimenti in attività innovative che favoriscono la crescita. Per tale motivo i sistemi finanziari che agevolano la diversificazione del rischio potrebbero accelerare il cambiamento tecnologico e la crescita economica. I sistemi orientati al mercato, inoltre, hanno una maggiore efficienza nell'individuazione ed elaborazione delle informazioni rispetto alle banche, le quali ottengono informazioni dalle imprese ad un costo elevato. I sostenitori delle strutture bank-based, invece, sottolineano la capacità delle banche nella scelta di progetti di investimento meritevoli e di valore, nel controllo del management e nella gestione dei rischi delle imprese finanziate. Nei sistemi basati sui mercati può insorgere il problema in cui i mercati finanziari, altamente sviluppati e con informazioni diffuse ad un vasto pubblico, potrebbero rendere

più difficoltoso trovare progetti innovativi, rallentando di conseguenza la crescita del paese, in quanto si riducono gli incentivi individuali a cercare informazioni. Si è evidenziato, inoltre, che nei sistemi finanziari altamente liquidi gli investitori potrebbero vendere facilmente le azioni e i titoli, diminuendo quindi gli incentivi al monitoraggio dei manager nelle imprese in cui hanno investito. Inserendosi in questa linea di ricerca, Giordano e Guagliano (2014) hanno focalizzato la loro attenzione sulla influenza della struttura del sistema finanziario sul progresso tecnologico. Gli autori dimostrano che i sistemi finanziario più orientati al mercato, con una maggiore presenza di banche estere, con banche più competitive (ovvero con minore concentrazione e con spread bancari più bassi), con una maggiore propensione delle imprese a quotarsi e con una limitata volatilità dei prezzi sul mercato, sono quelle economie che supportano meglio la crescita economica e lo sviluppo tecnologico. Pertanto, come dimostrano molte prove empiriche, le economie caratterizzate da un elevato livello di progresso tecnologico hanno generalmente imprese più competitive e globalizzate, e di conseguenza hanno effetti positivi sui tassi di crescita del PIL e sul tasso di disoccupazione.

Diversi contributi empirici dimostrano che lo sviluppo del settore finanziario ha un forte effetto positivo sullo sviluppo economico [King e Levine (1993), Levine e Zervos (1998), Rajan e Zingales (1998), Beck et al. (2000), Levine et al. (2000), Wurgler (2000), Levine (2002)]. Gli studi iniziali sostenevano che non vi era alcuna regola generale secondo cui i sistemi finanziari orientati alle banche o basati sul mercato fossero più efficaci nel promuovere la crescita, ma piuttosto che il loro impatto dipendeva anche dalla qualità del quadro giuridico e normativo di un paese. Levine (2002) afferma che i sistemi finanziari, siano essi bank-based o market-based, non aiutano a spiegare le differenze tra i paesi nella crescita economica, ma che piuttosto siano l'attività, le dimensioni e l'efficienza del sistema finanziario ad essere rilevanti. Tadesse (2002), tuttavia, sostiene che i sistemi basati sul mercato sostengono meglio la crescita tra i paesi con settori finanziari sviluppati, mentre i sistemi basati sulle banche sono migliori nelle economie con settori finanziari emergenti o sottosviluppati. Rajan e Zingales (1998), invece, mostrano che i settori che dipendono fortemente dai finanziamenti esterni crescono relativamente più rapidamente (rispetto a industrie che sono scarsamente dipendenti dal capitale esterno) nei paesi con sistemi finanziari ben sviluppati. Analogamente, Beck e Levine (2004) affermano che sia i mercati azionari sia le banche influenzano positivamente la crescita economica, confermando che un maggiore sviluppo finanziario accelera il progresso dei relativi settori industriali. Demirguc-Kunt e Maksimovic (1998), allo stesso modo, mostrano in uno studio internazionale che, laddove il sistema giuridico è più sviluppato, le aziende hanno un migliore accesso ai fondi esterni, il che consente loro di crescere più velocemente. Per quanto riguarda i legami tra l'origine giuridica e lo sviluppo degli intermediari finanziari, un numero

crescente di prove suggerisce che l'origine giuridica abbia un ruolo chiave sullo sviluppo finanziario nel promuovere la crescita economica.

Tra i documenti più influenti che hanno esaminato come l'importanza delle istituzioni giuridiche e l'efficacia dei sistemi finanziari possano ripercuotersi sul mercato finanziario e il sistema economico e, pertanto, spiegare le differenze presenti nei diversi paesi, è importante riportare il noto lavoro svolto da La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny [LLSV], *"Law and Finance"* (1998). Gli autori hanno esaminato il ruolo del contesto giuridico e le norme legali che proteggono gli azionisti e i creditori aziendali. I diritti degli azionisti sono, infatti, legati allo sviluppo del mercato dei capitali. La protezione degli investitori è fondamentale perché l'espropriazione degli azionisti di minoranza da parte degli azionisti di controllo è generalmente presente nelle società moderne. L'espropriazione è legata a problemi di agenzia, come già era previsto nel modello di Jensen e Meckling (1976), così come è collegata anche al sistema giuridico. Grossman e Hart (1998) sottolineano come i diritti residuali degli investitori (sostenuti dal contesto giuridico) possano risultare importanti al fine di attenuare almeno in parte le pratiche distorsive da parte degli insider. La tutela giuridica degli investitori rende meno efficaci le pratiche di espropriazione. I titoli azionari danno ai loro proprietari dei diritti, che tuttavia possono diventare critici quando i manager delle società agiscono solo nel proprio interesse. Questi diritti danno, inoltre, agli azionisti il potere di ricavare dei ritorni sul loro investimento. Gli investitori possono rimuovere i manager che non distribuiscono i dividendi, e i creditori vengono remunerati perché hanno il potere di riprendere possesso delle garanzie[28]. Senza questi diritti gli investitori non sarebbero remunerati, e le imprese troverebbero più difficile raccogliere finanziamenti esterni. Tuttavia, La Porta et al. (1998) sostengono che l'opinione che i titoli azionari siano intrinsecamente caratterizzati da alcuni diritti sia incompleta, e affermano che questi diritti dipendano soprattutto dalle norme legali della giurisdizione in cui sono emessi i titoli. La legge e la qualità della sua applicazione sono determinanti potenzialmente importanti per i diritti di coloro che possiedono delle azioni e per stabilire quanto attraverso tali diritti gli azionisti siano efficacemente protetti. Per un dato livello di protezione degli investitori, gli incentivi a adottare meccanismi di governance migliori a livello aziendale sono una funzione crescente dello sviluppo economico e finanziario del paese. Migliori meccanismi di governance permettono alle imprese, soprattutto quelle con buone opportunità di crescita che non possono essere finanziate internamente, di accedere ai mercati dei capitali a condizioni migliori (Doidge et al., 2004). Tuttavia, il governo societario è generalmente influenzato

[28] La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny, "*Law and Finance*", in "*Journal of Political Economy*", 1998

dall'applicazione della legge e della protezione degli investitori. I buoni meccanismi di corporate governance a livello aziendale sono resi obsoleti nei paesi con uno scarso sviluppo economico e una scarsa protezione degli investitori.

La disponibilità a finanziare le imprese, infatti, è determinata in larga misura dalla protezione che gli azionisti ricevono e, di conseguenza, le aziende alla ricerca di finanziamenti possono ricorrere a queste regole e alla loro applicazione. Le norme legali, pertanto, permettono di:

- Proteggere gli investitori dal rischio di non ottenere un equo rendimento dal loro investimento, come ad esempio l'espropriazione da parte di un insider;
- Aumentare l'offerta di azioni, poiché gli imprenditori saranno disposti a sfruttare il mercato azionario, dal momento che otterranno più facilmente e ad un minor costo i fondi per i loro piani di investimento;
- Aumentare la domanda di azioni, in quanto gli azionisti di minoranza saranno disposti a pagare un prezzo di alto e ad acquistare azioni in offerte pubbliche iniziali o secondarie;
- E infine far diventare più grande e più liquidi i mercati finanziari, permettendo alle aziende di innovare e investire maggiormente.

Le differenze nella protezione legale degli investitori potrebbe, quindi, aiutare a spiegare perché le aziende hanno differenti governance aziendali e sono finanziate in modo così diverso tra i paesi. Studiosi precedenti avevano analizzato teoricamente i costi e i benefici delle norme legali riguardanti i diritti degli investitori [Grossman e Hart (1988), Harris e Raviv (1988)]. La Porta et al. (1998), invece, concentrano il loro studio sull'analisi delle origini giuridiche e delle norme legali per la tutela degli azionisti e dei creditori al fine di spiegare le differenze nei modelli di proprietà aziendale e le modalità di finanziamento nei diversi paesi. Il punto di partenza degli autori è il riconoscimento che le leggi nei differenti paesi tipicamente non sono scritte da zero, ma vengono piuttosto trapiantate, volontariamente o meno, da poche famiglie o tradizioni legali (Watson, 1974). In generale, LLSV (1998) esaminano le leggi aziendali di 49 paesi e le suddividono in due grandi tradizioni, in base all'origine del sistema legale: *common law*, che è di origine inglese, e *civil law*, che deriva dal diritto romano. (Figura 4)

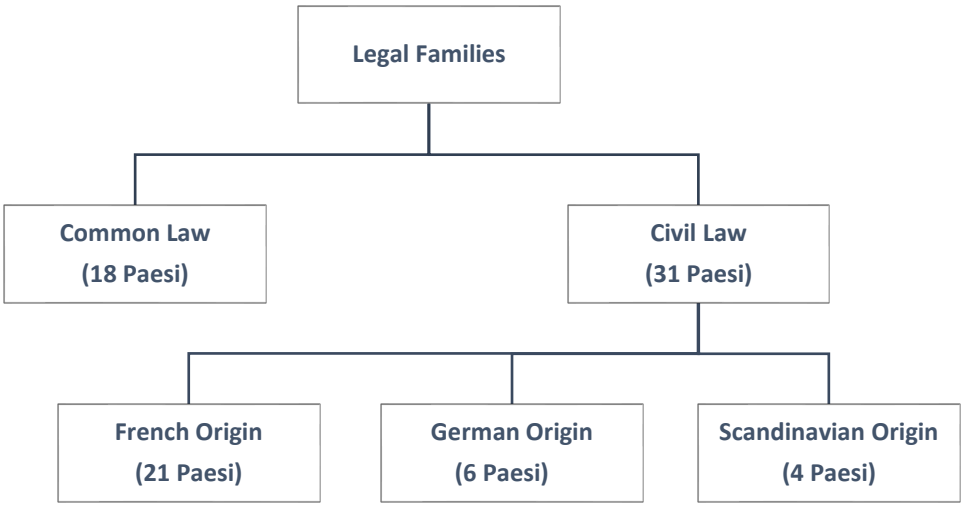

Figura 4: Classificazione delle Famiglie legali in base all'origine del sistema legale.

La tradizione giuridica civile, *civil law*, o romano-germanica, è la più antica, influente e più diffusa nel mondo. La propria origine si trova nel diritto romano, attraverso il processo di codificazione concretizzatosi con la creazione del Corpus Iuris Civilis di Giustiniano, che utilizza statuti e codici completi come mezzo principale per ordinare il materiale giuridico e fa molto affidamento su studiosi legali per accertarne e formularne le regole (Merryman, 1969). Nel corso dei secoli successivi, la legge si è sviluppata ed è stata interpretata e adattata per far fronte ai problemi sorti in tutta Europa, portando singoli territori a formulare individualmente i propri codici legali. Questa tradizione giuridica nasce non tanto per facilitare le contrattazioni finanziarie e le negoziazioni, ma soprattutto per proteggere lo Stato e rafforzare i governi nazionali e i loro diritti. Gli studiosi identificano tipicamente tre famiglie di leggi all'interno della tradizione del civil law: francese, tedesco e scandinavo.

Il codice commerciale francese fu scritto sotto la direzione di Napoleone nel 1807, e venne esteso e fatto adottare in tutti i territori militarmente conquistati (Belgio, Paesi Bassi, Italia, parte della Polonia e le regioni occidentali della Germania). Attraverso la conquista e colonizzazione, la Francia estese la sua influenza legale al Vicino Oriente, Africa settentrionale e sub-sahariana, Indocina, Oceania e isole caraibiche francesi. Inoltre, poiché il Codice civile francese esercitava un grande influenza sui sistemi giuridici portoghesi e spagnoli, a seguito dello scioglimento dei loro imperi coloniali, contribuì a diffondere la tradizione giuridica francese nell'America Centrale e Meridionale. Il Codice civile tedesco, invece, fu completato nel 1897 a seguito dell'unificazione della Germania da parte di Bismark e, probabilmente, non fu adottato così ampliamente come quello francese perché è stato prodotto diversi decenni dopo. Ha molte caratteristiche in comune con il sistema francese, ma dà spazio anche alla realizzazione del diritto da parte dei giudici.

Ciononostante, il codice commerciale tedesco esercitò una grande influenza su Austria, Svizzera, Cecoslovacchia, Grecia, Ungheria, Italia e Iugoslavia. Inoltre, il codice tedesco influenzò il Codice civile giapponese e cinese, che aiutarono a diffondere la tradizione legale tedesca anche in Corea. Si può notare, quindi, che l'origine giuridica nazionale viene considerata una "dotazione" esogena poiché i sistemi giuridici si erano diffusi principalmente attraverso la conquista e l'imperialismo. Infine, per quanto riguarda i paesi scandinavi, la loro tradizione legale viene vista come parte del civil law, sebbene abbia meno derivazioni dal diritto romano rispetto alla famiglia francese e tedesca. I paesi scandinavi, infatti, svilupparono i propri Codici civili tra il XVII e XVIII secolo e rimasero relativamente inalterati dalle influenze di vasta portata delle tradizioni giuridiche inglese, francese e tedesca.

Il *common law* è la tradizione giuridica sviluppatasi e modellata sulla legge inglese a partire dal XI secolo. Il common law si basa, contrariamente al civil law, sulle decisioni dei giudici che hanno il compito di risolvere controversie specifiche e casi particolari. Sono quindi meno rilevanti il diritto scritto e la normativa legislativa, che assumono di conseguenza un ruolo secondario. Il common law inglese si è sviluppato perché i proprietari terrieri aristocratici e i mercanti volevano un sistema giuridico che garantisse una forte protezione della proprietà e dei diritti contrattuali e limitasse la possibilità per la corona di interferire nei mercati (Mahoney, 2001). Il common law si è diffuso non solo in Inghilterra, Galles e Irlanda, ma anche nelle colonie britanniche, inclusi Stati Uniti, Canada, Australia, India e molti altri Paesi.

Tuttavia, nonostante l'origine fondamentale delle leggi possa apparire chiara, in alcuni casi, le leggi sono state modificate nel tempo incorporando le influenze di altre famiglie. Ad esempio, l'Italia è un paese di diritto francese ma con una certa influenza tedesca. Analogamente, le leggi giapponesi, a seguito dell'occupazione americana, sono state "americanizzate" alcune delle sue norme, sebbene la struttura giuridica fondata sulla tradizione di diritto tedesco sia rimasta. Allo stesso modo, è importante considerare il fatto che la Comunità Europea stia sempre più tentando di armonizzare le leggi tra i paesi europei.

Alcuni studiosi hanno messo in rilievo alcune differenze tra le due tradizioni, quale la flessibilità nell'assumere decisioni a livello giudiziario, che è propria dei paesi di common law. Tale ipotesi sostiene che i giudici di common law siano in grado o siano desiderosi di dare esecuzione a contratti finanziari più flessibili, e tale flessibilità incoraggia lo sviluppo finanziario (Pennaioli, 2007). Pistor (2006) dimostra infatti la maggiore flessibilità contrattuale dei paesi di common law, dove la libertà contrattuale non è ostacolata da vincoli sociali. Ahlering e Deakin (2005) sostengono che nei paesi di civil law, diversamente da quelli di common law, la libertà contrattuale è controbilanciata

dall'esercizio del potere pubblico a tutela dei lavoratori, proprio della tradizione francese, e dal concetto comunitario d'impresa, tipico della tradizione tedesca. Una ulteriore ipotesi relativa alla flessibilità è relativa alla capacità delle giurisdizioni in cui si applica il common law, le quali usufruiscono di ampi modelli piuttosto che di norme specifiche nell'assunzione di decisioni. Questo permette ai giudici di sanzionare fenomeni come il *self-dealing* e il *tunnelling*, disincentivando il ricorso a queste due pratiche. Questa abilità dei giudici è stata definita da Coffee (1999), come noto, pratica dello "smell-test" di common law. Johnson et al. (2000) esaminano diversi casi giuridici relativi al tunnelling delle attività dei manager e insider nei paesi di civil law, e rilevano che le norme di civil law non basate su standard, ma su comportamenti precisi, vengono aggirate in modo tale da danneggiare gli investitori. Al contrario, i modelli più ampi di common law, come l'istituto del dovere fiduciario degli amministratori, scoraggiano il tunnelling con maggiore efficacia[29].

Riprendendo il lavoro di La Porta et al., essi ritengono importante valutare se sussistano delle sostanziali differenze nelle norme tra i paesi, che tipicamente adottano involontariamente i loro sistemi in base alla loro origine legale, concentrandosi principalmente sulle leggi relative alla protezione degli investitori e, in particolare sulla qualità dei diritti legali degli azionisti e dei creditori. Tuttavia, alcuni studiosi erano scettici sul fatto che le norme legali possano essere vincolanti, dal momento che spesso le aziende possono rinunciare a queste regole attraverso l'utilizzo di contratti tra imprenditori e investitori. In realtà, come sostengono LLSV, non fare affidamento alle norme legali può risultare costoso per le aziende poiché gli investitori potrebbero avere maggiori difficoltà ad accettare tali contratti, e soprattutto, i giudici potrebbero non applicarli.

In primo luogo, La Porta et al. (1998) si sono concentrati sui diritti degli azionisti utilizzando otto varabili come proxy per valutarne la protezione. Innanzitutto, considerano il fatto che gli investitori sono meglio protetti quando i diritti ai dividendi sono strettamente legati ai diritti di voto, ovvero quando la società di un determinato paese è soggetta a regole di un'azione un voto, one share-one vote (Grossaman e Hart, 1988). Infatti, quando i voti sono legati ai dividendi tramite tale struttura di voto, obbliga chiunque voglia detenere il controllo ad acquisire una quota di proprietà (cioè un numero di azioni e un flusso di profitti e dividendi) proporzionata alla quota di controllo, il che fornisce al nuovo controllante l'incentivo corretto per prendere decisioni a favore di tutti. Ci sono metodi per deviare dalla struttura one share-one vote che le leggi nei diversi paesi potrebbero permettere, ad esempio emettere azioni senza diritto di voto oppure azioni con voto basso o alto. In secondo luogo, viene preso in considerazione, come proxy per la protezione degli azionisti, il diritto

[29] Andrei Shleifer, *"Legal Foundations of Corporate Governance and Market Regulation"*, 2007

ad un dividendo obbligatorio. In alcuni paesi, infatti, le società potrebbero essere obbligate per legge a pagare una certa frazione dei loro guadagni dichiarati come dividendi. Il diritto al dividendo obbligatorio può essere visto come uno strumento legale per la tutela degli azionisti di minoranza.

Inoltre, nel documento in analisi vengono analizzati, tramite sei variabili, quelli che sono definiti *antidirector rights*, ossia quei diritti che misurano quanto fortemente il sistema legale favorisca gli azionisti di minoranza nei confronti dei manager o degli azionisti dominanti nel processo decisionale aziendale, incluso il processo di voto. Il primo diritto riguarda il fatto che in alcuni paesi gli azionisti devono intervenire di persona o inviare in assemblea un rappresentante autorizzato per votare. Al contrario, in altri paesi, i loro voti possono essere inviati direttamente all'azienda tramite delega per facilitarne la votazione. Il secondo diritto si riferisce, invece, alle leggi che, in alcuni paesi, potrebbero richiedere che gli azionisti depositino le loro azioni presso la società o un intermediario finanziario diversi giorni prima dell'assemblea, impedendo pertanto di votare a coloro che non eseguono tale procedura e di vendere le proprie azioni in quei giorni. Il terzo diritto è relativo alla presenza, o meno, in alcuni paesi del voto cumulativo o della rappresentanza proporzionale nel consiglio di amministrazione, in cui gli azionisti di minoranza possono nominare un numero proporzionale di direttori e mettere i loro rappresentanti. L'utilizzo di meccanismi legali contro l'oppressione degli azionisti di minoranza da parte degli amministratori, che si riferisce ad un ulteriore antidirector rights, può avvenire ad esempio tramite il diritto di impugnare le decisioni degli amministratori in tribunale, il diritto di recesso o il diritto di obbligare la società a riacquistare le azioni degli azionisti di minoranza a seguito di determinate decisioni. In quinto luogo, alcuni paesi concedono agli azionisti un diritto di prelazione per l'acquisto delle nuove azioni allo scopo di proteggere gli azionisti dalla diluizione. L'ultimo diritto riguarda la percentuale di capitale sociale necessaria per convocare un'assemblea straordinaria degli azionisti. È presumibile che tanto maggiore sarà la percentuale, tanto più difficile sarà per gli azionisti di minoranza organizzare un'assemblea per una eventuale estromissione dei manager.

In seconda analisi, LLSV (1998) hanno preso in considerazione i diritti dei creditori, i quali possono presentare maggiori complessità rispetto ai diritti degli azionisti. Infatti, possono essere presenti diversi tipi di creditori con interessi diversi e, pertanto, proteggere i diritti di alcuni potrebbe comportare la riduzione dei diritti di altri. Inoltre, è importante considerare che ci sono due strategie generali del creditore per trattare un'impresa inadempiente: liquidazione e riorganizzazione, le quali richiedono diritti diversi per essere efficaci. È presente un vasto dibattito se le procedure di riorganizzazione e liquidazione siano necessarie entrambe o solamente una per proteggere i creditori. In generale si può affermare che se in un paese fosse applicata una delle due procedure in

maniera perfetta, potrebbe essere estremamente protettivo nei confronti dei creditori poiché l'altra procedura non avrebbe bisogno di essere utilizzata. In questa analisi, relativa ai diritti del creditore, vengono prese in considerazione cinque variabili. Una prima variabile si riferisce alle restrizioni per entrare in riorganizzazione che vengono imposte nei paesi, analizzando se viene richiesto il consenso dei creditori per richiedere la ristrutturazione dell'impresa. In aggiunta, viene preso in considerazione la presenza o meno del diritto alla garanzia nel caso di riorganizzazione, ovvero se nei diversi paesi i creditori privilegiati (governo e lavoratori) vengono rimborsati prima. Una terza variabile è attribuita alle procedure di riorganizzazione relative agli assets aziendali presenti in alcuni paesi, che potrebbero impedire ai creditori garantiti di prendere possesso del collaterale posto a garanzia. Questa normativa protegge ovviamente i manager e i creditori non garantiti dai creditori garantiti, impedendo una la liquidazione automatica. In altri paesi, al contrario, i creditori garantiti possono prendere possesso del collaterale dalle imprese in fase di ristrutturazione senza attendere il completamento. Viene considerata, inoltre, una misura per la protezione del creditore il fatto che, in alcuni paesi, il management possa essere sostituito da una parte nominata dal tribunale o dai creditori durante la procedura di riorganizzazione. Questa minaccia di licenziamento può infatti aumentare il potere dei creditori. Infine, viene valutata la presenza dell'obbligo di riserva legale come misura riparatrice alla ristrutturazione, che risulta un requisito che vincola le imprese a mantenere un certo livello di capitale per evitare la liquidazione automatica.

Quello che emerse da queste due prime analisi condotte all'interno dello studio di La Porta et al. (1998) è che, dal punto di vista della protezione degli azionisti, i paesi che offrono maggiori tutele legali agli shareholders sono i paesi di tradizione giuridica di tipo common law (Tabella 1). Questi paesi, infatti, più frequentemente rispetto alle altre origini legali, permettono di votare per corrispondenza (circa il 39%), nella quasi totalità (circa il 94%) utilizzano meccanismi contro l'oppressione degli azionisti di minoranza, e risultavano maggiormente protettivi sui diritti anti-direttore. In secondo luogo, emerse che i paesi di diritto francese offrono le peggiori tutele legali, in cui ad eccezione della presenza del diritto di prelazione su nuove emissioni di azioni, non presentano una forte protezione degli azionisti. Analogamente, i paesi di diritto civile tedesco non tutelano particolarmente gli azionisti. Questi ultimi paesi hanno una frequenza relativamente alta nella presenza di regole *one share-one vote* e richiedono pochi voti per convocare un'assemblea straordinaria, ma all'interno delle restanti dimensioni rimane simile ai paesi di origine francese. Le regioni di origine scandinava, invece, presentano un punteggio generalmente medio. Prendendo in considerazione, inoltre, anche la misura relativa ai dividendi obbligatori si nota che è presente solo nei paesi di diritto francese. Di conseguenza, gli autori sostengono che questi ultimi vengano

utilizzati come una sorta di protezione legale per rimediare alla presenza relativamente bassa degli altri diritti legali.

SHAREHOLDER RIGHTS AROUND THE WORLD

Country	One Share–One Vote	Proxy by Mail Allowed	Shares Not Blocked before Meeting	Cumulative Voting/ Proportional Representation	Oppressed Minority	Preemptive Right to New Issues	Percentage of Share Capital to Call an Extraordinary Shareholder Meeting	Antidirector Rights	Mandatory Dividend
	A. Shareholder Rights (1 = Investor Protection Is in the Law)								
English-origin average	.17	.39	1.00	.28	.94	.44	.09	4.00	.00
French-origin average	.29	.05	.57	.29	.29	.62	.15	2.33	.11
German-origin average	.33	.00	.17	.33	.50	.33	.05	2.33	.00
Scandinavian-origin average	.00	.25	1.00	.00	.00	.75	.10	3.00	.00
Sample average	.22	.18	.71	.27	.53	.53	.11	3.00	.05

Tabella 1: Diritti degli azionisti nelle diverse origini legali. Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, "Law and Finance", in "The Journal of Political Economy", 1998.

Coerentemente, anche nell'analisi dei diritti dei creditori, LLSV (1998) suggeriscono che l'origine legale sia importante. Come si può notare (Tabella 2) i paesi di common law offrono ai creditori maggiori garanzie legali contro i manager in quanto si riscontra in quasi tutte le variabili la più alta incidenza nei diritti pro-creditore. Anche i paesi di tradizione tedesca, su alcune misure, sono fortemente a favore del creditore, seguiti dai paesi scandinavi che si attestano nel mezzo, all'interno della media. Al contrario, i paesi di diritto francese offrono ai creditori le protezioni più deboli, con un punteggio pari a circa la metà rispetto a quelli di common law. Analizzando, invece, la presenza dell'obbligo di riserva legale si rileva che mentre nei paesi di common law non è quasi mai usata, è molto comune nei paesi di civil law, dove presumibilmente viene impiegata per sostituire la debolezza delle altre misure di protezione dei creditori.

CREDITOR RIGHTS AROUND THE WORLD

Country	No Automatic Stay on Assets	Secured Creditors First Paid	Restrictions for Going into Reorganization	Management Does Not Stay in Reorganization	Creditor Rights	Legal Reserve Required as a Percentage of Capital
	A. Creditor Rights (1 = Creditor Protection Is the Law)					
English-origin average	.72	.89	.72	.78	3.11	.01
French-origin average	.26	.65	.42	.26	1.58	.21
German-origin average	.67	1.00	.33	.33	2.33	.41
Scandinavian-origin average	.25	1.00	.75	.00	2.00	.16
Sample average	.49	.81	.55	.45	2.30	.15

Tabella 2: Diritti dei creditori nelle diverse origini legali. Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, "Law and Finance", in "The Journal of Political Economy", 1998.

Una ulteriore questione fondamentale, affrontata sempre da La Porta et al. (1998), è che un efficiente sistema di applicazione della legge, definito *law enforcement*, non necessariamente sia in

grado di sostituire regole deboli e compensare, almeno in parte, le leggi sfavorevoli agli investitori. Gli autori utilizzano cinque proxy per misurare la qualità dell'applicazione della legge tra le diverse famiglie legali: efficienza del sistema giudiziario, lo stato di diritto, la corruzione, il rischio di espropriazione e la probabilità del contratto da parte del governo. Inoltre, viene stimata la qualità degli standard contabili in quanto la contabilità svolge un ruolo cruciale nella governance aziendale. Affinché gli investitori prendano conoscenza sulle società su cui investono e stabiliscano un contratto finanziario, sono necessari principi contabili che rendano interpretabile l'informativa aziendale e che tutelino i diritti degli investitori, soprattutto se questi diritti sono deboli. Come si può notare in Tabella 3, il *law enforcement* differisce tra le famiglie legali. I paesi scandinavi hanno sia la qualità di applicazione della legge sia gli standard contabili migliori, seguiti poi dai paesi di diritto civile tedesco. Nei paesi di common law l'enforcement è mediamente minore rispetto ai primi, ma significativamente avanti rispetto ai paesi di diritto civile francese, i quali possiedono anche la qualità contabile più debole. A conferma delle ipotesi suddette, secondo cui la qualità dell'applicazione della legge non per forza sia in grado di sostituire o compensare la qualità delle leggi, gli investitori nei paesi di diritto francese sono scarsamente protetti sia dalle leggi che dal sistema che le impone.

RULE OF LAW

	ENFORCEMENT VARIABLES					ACCOUNTING:	
COUNTRY	Efficiency of Judicial System	Rule of Law	Corruption	Risk of Expropriation	Risk of Contract Repudiation	Rating on Accounting Standards	GNP PER CAPITA (U.S. $)
	A. Country Scores						
English-origin average	8.15	6.46	7.06	7.91	7.41	69.62	9,353
French-origin average	6.56	6.05	5.84	7.46	6.84	51.17	7,102
German-origin average	8.54	8.68	8.03	9.45	9.47	62.67	22,067
Scandinavian-origin average	10.00	10.00	10.00	9.66	9.44	74.00	24,185
Sample average	7.67	6.85	6.90	8.05	7.58	60.93	11,156

Tabella 3: Law enforcement tra le diverse tradizioni legali. Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, "Law and Finance", in "The Journal of Political Economy", 1998.

Una diretta conseguenza, in risposta alla mancanza di protezioni legali degli investitori, si riflette sulla proprietà delle aziende e su come esse siano possedute nei diversi paesi. Tipicamente, una certa concentrazione nella proprietà delle azioni di un'azienda è spesso efficiente per fornire i giusti incentivi sia ai manager per lavorare sia ai grandi azionisti per monitorare il manager. I risultati di LLSV (1998) suggeriscono, tuttavia, che la concentrazione della proprietà possa essere un adattamento ad una scarsa protezione legale. Infatti, la più alta concentrazione di proprietà si trova nei paesi di diritto francese, mentre le società caratterizzate da un azionariato diffuso sono più comuni nei paesi con una buona protezione degli investitori e standard contabili migliori.

I risultati di La Porta et al. (1997, 1998) hanno quindi indicato che i paesi con una scarsa protezione degli investitori, in particolare i sistemi di diritto civile, hanno effettivamente mercati del debito e azionari significativamente inferiori. In linea con questo, Demirguc-Kunt e Levine (1999) hanno concluso che i paesi con una debole protezione dei diritti degli azionisti e dei creditori, bassi standard contabili e regolamenti bancari restrittivi, tendono ad avere sistemi finanziari sottosviluppati e tipicamente basati sul settore bancario (bank-based). In effetti, i paesi con una tradizione di common law, con una forte protezione degli azionisti e buone normative contabili tendono, invece, ad essere sistemi basati sul mercato (market-based).

Come osservato in precedenza, la struttura di un sistema finanziario, basato su banche o sul mercato, è un aspetto importante da considerare nell'analisi delle scelte di finanziamento delle imprese. Demirguc e Maksimovic (1996, 1999) e Alves e Ferreira (2011) hanno individuato una relazione positiva tra un mercato azionario attivo e l'uso del debito a lungo termine, sostenendo che l'equity viene sostituito dal debito a lungo termine a seguito dello sviluppo del mercato azionario. Tuttavia, Safavian e Sharma (2006) mostrano come i diritti degli investitori abbiano un effetto positivo sul mercato del debito solo nel caso di un paese con un buon sistema giudiziario, ma non in caso contrario. Inoltre, Alves e Ferreira (2011) asseriscono che le imprese, nei paesi con maggiore corruzione e minore law enforcement, tendono ad utilizzare più debito e minori quantità di capitale proprio perché vi sono più asimmetrie informative tra gli investitori, che danneggiano le emissioni di asset più rischiosi. Claessens, Klingebiel e Schmukler (2002) hanno analizzato gli investimenti esteri per valutare i mercati finanziari. Essi hanno dimostrato che, da un lato, gli investimenti esteri diretti sono non tanto un sostituto, ma piuttosto un complemento allo sviluppo del mercato azionario nazionale; dall'altro, gli investimenti esteri sono positivamente correlati alla capitalizzazione di borsa e al valore scambiato.

È importante, inoltre, osservare che un buon contesto giuridico che tutela efficacemente gli investitori potrebbe influire sullo sviluppo dei mercati finanziari. Man mano che la protezione degli investitori migliora, gli incumbent dovranno impegnarsi in pratiche di distorsione più dispendiose. Quando gli investitori sono protetti dall'espropriazione, pagano di più per i titoli, rendendo questa forma di finanziamento esterna più attraente per gli imprenditori, i quali emetteranno più titoli. Infatti, una migliore protezione degli azionisti ha un rapporto positivo con la valutazione societaria in quanto implica minori costi per la partecipazione ai mercati azionari (Pagano, 1989). Di conseguenza, ciò potrebbe incoraggiare le imprese ad emettere maggiore capitale proprio e a ridurre i livelli di debito. La tutela degli azionisti incoraggia lo sviluppo dei mercati azionari misurati sulla

base della valutazione delle imprese, dalle società quotate e del tasso a cui le imprese diventano pubbliche (La Porta et al., 1999).

Shleifer e Wolfenzon (2002) dimostrano, infatti, che con una migliore protezione degli azionisti le imprese sarebbero più grandi, con valutazioni maggiori e con dividendi più elevati, la concentrazione della proprietà sarebbe inferiore e i mercati azionari sarebbero più sviluppati. A tal proposito La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny in "*Legal Determinants of External Finance*", 1997, dimostrano che il contesto giuridico, descritto sia dalle norme giuridiche che dall'applicazione di esse, incide sulle dimensioni ed estensioni dei mercati dei capitali in un paese e sulla valutazione delle imprese. Si osserva, infatti, che i paesi con una protezione degli investitori più povera hanno mercati dei capitali più piccoli e ristretti. Al contrario, una maggiore protezione degli investitori è associata a mercati azionari più ampi e più efficienti. I risultati (Tabella 4) mostrano che i paesi di civil law, e in particolare quelli di diritto francese, hanno sia le protezioni degli investitori più deboli sia i mercati dei capitali meno sviluppati, soprattutto rispetto a quelli di common law.

Country	External Cap/GNP	Domestic Firms/Pop	IPOs/Pop	Debt/GNP	GDP growth	Log GNP	Rule of Law	Antidirector Rights	One-Share = One-Vote	Creditor Rights
				Panel A: Means						
English origin avg	**0.60**	**35.45**	**2.23**	**0.68**	**4.30**	**11.41**	**6.46**	**3.39**	**0.22**	**3.11**
French origin avg	**0.21**	**10.00**	**0.19**	**0.45**	**3.18**	**11.55**	**6.05**	**1.76**	**0.24**	**1.58**
German origin avg	**0.46**	**16.79**	**0.12**	**0.97**	**5.29**	**13.21**	**8.68**	**2.00**	**0.33**	**2.33**
Scandinavian origin avg	**0.30**	**27.26**	**2.14**	**0.57**	**2.42**	**11.80**	**10.00**	**2.50**	**0.00**	**2.00**
Sample average	**0.40**	**21.59**	**1.02**	**0.59**	**3.79**	**11.72**	**6.85**	**2.44**	**0.22**	**2.30**

Tabella 4: Confronto nelle diverse origini legali dei paesi tra la protezione degli investitori e lo sviluppo finanziario. Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, "Legal Determinants of External Finance", in "The Journal of Finance", 1997.

In generale, tali argomentazioni suggeriscono una la correlazione positiva tra il common law e finanza. Rajan e Zingales (2003), invece, forniscono prove a sostegno della tesi che nel 1913 i paesi di civil law francese disponevano di mercati finanziari più sviluppati rispetto a quelli di common law. Tuttavia, in contrasto con la superiorità dello sviluppo finanziario nei paesi di origine giuridica di tipo francese nei primi anni del Novecento, Rajan e Zingales osservano che il mercato azionario medio per i paesi di common law e per quelli di civil law francese era rispettivamente del 130% e del 74% nel 1999. Questi autori offrono una spiegazione sul motivo per cui i paesi di common law siano riusciti ad invertire la tendenza ed eccellere nel mercato finanziario. Una prima interpretazione è di natura politica, dovuta al fatto che i paesi di common law hanno avuto nel corso del '900 sistemi politici democratici più favorevoli allo sviluppo finanziario. Inoltre, secondo Roe (2006), i paesi di civil law hanno subito maggiori danni nella Seconda guerra mondiale, con una

conseguente estremizzazione della loro politica, portando così a leggi e regolamentazioni a favore del lavoro, a discapito del capitale. Come Morck e Steier (2005) affermano, i paesi di civil law a metà del secolo facevano un ampio ricorso al sostegno pubblico della finanza, a nazionalizzazioni bancarie e a società di investimento statali per promuovere la crescita economica e risolvere le crisi. I paesi di common law, in particolare gli Stati Uniti e il Regno Unito, invece, ricorrevano maggiormente a regolamentazioni a sostegno del mercato, come il diritto societario, l'assicurazione dei depositi e miglioramenti legali sul diritto societario. Nella seconda metà del secolo, ci fu un maggiore equilibrio e ordine in ambito internazionale. In tale contesto, le tipiche soluzioni di supporto al mercato di origine giurisprudenziale o legislativa degli ordinamenti di common law funzionavano meglio delle soluzioni degli ordinamenti di civil law. A causa dello sviluppo di leggi e regolamenti nel ventunesimo secolo, i paesi di common law avevano forme di tutela degli investitori decisamente migliori, alla fine del secolo. I loro mercati finanziari distanziarono nettamente quelli dei paesi di civil law. Pertanto, anche guardando indietro al XX secolo, si notano come le differenze di base nelle tradizioni giuridiche e nelle strategie regolamentari incidano sull'evoluzione delle leggi e dei mercati[30].

Una più approfondita comprensione delle dinamiche delle tradizioni giuridiche potrebbe anche fornire utili indicazioni per comprendere se le differenze tra common law e civil law siano destinate a perdurare. Effettivamente, anche i cambiamenti politici possono spingere un paese a rivedere le proprie leggi e regolamentazioni. A tal proposito Botero et al. (2003) hanno analizzato se una politica di sinistra abbia un effetto diverso sulla regolamentazione del lavoro nei paesi di common e civil law. I risultati mostrano che la politica di sinistra aumenta la protezione degli occupati e le relazioni industriali nei paesi di tradizione giuridica francese, ma non in quelli di tipo inglese. Pertanto, la regolamentazione del lavoro dei paesi di common law sembra resistere alla politica di sinistra, e ciò può essere dovuto a contromisure giurisdizionali, o può essere dovuto al desiderio di mantenere e preservare i mercati. La famiglia legale, pertanto, non è surrogata della politica di sinistra[31]. Ipotizzando, quindi, che i paesi disegneranno riforme coerentemente con le proprie origini giuridiche, essi potranno tuttavia rinnovare il proprio sistema giudiziario sottolineando, ad esempio, i diritti degli investitori, fornendo un'esecuzione dei contratti più certa ed efficiente e creando un sistema giuridico che si adatti più facilmente alle mutevoli condizioni economiche (Caprio et al., 2004).

---

[30] Banca d'Italia, "*Lezioni Paolo Baffi di Moneta e Finanza"*, 2008.
[31] Andrei Shleifer, *"Legal Foundations of Corporate Governance and Market Regulation"*, 2007.

Anche La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, in *"The economic consequences of legal origins"* (2007), concordano con il fatto che alcuni aspetti della tradizione giuridica sono così radicati che sarebbe costoso cambiarli. Quindi qualsiasi riforma deve tener conto del contesto giuridico di un paese. Tuttavia, vi sono molti esempi di leggi e regolamenti, come le normative per l'accesso ai mercati, gli obblighi di informativa, o certe norme procedurali nei processi, che possono essere riformati senza incidere sui principi fondamentali della tradizione giuridica. Nonostante siano state attuate alcune riforme, la maggior parte di esse purtroppo è limitata ai paesi più sviluppati, nei quali molti di essi sembrano muoversi verso interventi statali più orientati al mercato. Vi sono, inoltre, alcuni studi che sostengono che si stia realizzando una sorta di convergenza sia per opera dei paesi di civil law, che stanno accettando sempre più ampiamente soluzioni di common law, che viceversa.

In effetti, la globalizzazione ha portato a un più rapido scambio di idee, comprese quelle relative a leggi e regolamenti, promuovendo così il trasferimento delle conoscenze giuridiche. In tal modo si è incoraggiata la concorrenza tra i paesi per attirare imprese, capitali e investimenti dall'estero, che a loro volta esercitano pressioni per l'adozione di leggi e regolamenti appropriati. In Europa, ad esempio, si è assistito ad un allentamento della legislazione sulla protezione del lavoro e una maggiore protezione dei diritti degli azionisti. Un esempio fu l'emanazione della Legge Draghi, con il TUF, L. 58/1998, che ebbe un impatto in Italia per il rafforzamento della protezione degli azionisti, introducendo nuove regole, quali: l'informativa societaria, le partecipazioni incrociate, patti di sindacato, disciplina dell'OPA e la tutela delle minoranze. Contemporaneamente, i paesi di common law hanno fatto ricorso alla legislazione per risolvere questioni sociali. Un esempio di tale regolamentazione finanziaria è la legge Sarbanes-Oxley negli Stati Uniti del 2002, per porre una maggiore attenzione sui problemi di corporate governance, o ancora la Dodd-Frank Act per promuovere una regolazione della finanza statunitense, incentivando al tempo stesso una tutela dei consumatori e del sistema economico statunitense.

3.2 CRISI FINANZIARIA E QUADRO ECONOMICO INTERNAZIONALE

Nonostante i vari studi presentati appare importante mettere in relazione contemporaneamente l'impatto delle crisi finanziarie e l'ambiente istituzionale nel determinare le scelte di finanziamento delle imprese e gli effetti sulla struttura del capitale societario. A tale riguardo, è doveroso introdurre una tra le crisi che molti economisti definiscono tra le più gravi della storia recente vista la sua profondità ed estensione, i cui effetti hanno avuto ripercussioni intense e prolungate nel tempo: la crisi finanziaria dei mutui *subprime*.

Tale crisi è scoppiata negli Stati Uniti nell'estate del 2007 e ha coinvolto l'economia globale, influenzando inizialmente il sistema finanziario internazionale ma in seguito anche l'economia reale. Gli anni precedenti alla crisi dei mercati finanziari erano stati caratterizzati da una sostenuta espansione delle economie mondiali. Dopo il rallentamento del 2001, l'economia mondiale ha infatti registrato una crescita abbastanza elevata nel triennio 2004-06, contraddistinta anche per tassi di inflazione estremamente contenuti e tassi di interesse bassi, in presenza di elevati livelli di risparmio nelle economie asiatiche. La riduzione del costo del credito ha favorito una fortissima espansione. A partire dal 2003 gli intermediari finanziari hanno iniziato a concedere svariati prestiti sia a coloro che godevano di una valutazione creditizia meritevole e che offrivano garanzie, ma anche a coloro che non godevano di un adeguato merito creditizio di un'adeguata capacità di rimborso. La ragione principale per cui gli intermediari finanziari assunsero questo comportamento risiede in diversi fattori: la continua crescita del mercato dei titoli, i bassi tassi di interesse negli USA e la cartolarizzazione. Inoltre, in alcuni paesi i prezzi delle abitazioni erano aumentanti in maniera particolarmente elevata. In particolare, a partire dal 2000 e fino alla metà del 2006, negli Stati Uniti i prezzi sono cresciuti in maniera costante e significativa, generando una vera e propria bolla immobiliare. Tale dinamica era favorita dalla politica monetaria accomodante della Federal Reserve (FED), che mantenne i tassi di interesse su valori storicamente bassi fino al 2004, in risposta alla crisi della bolla internet e all'attacco dell'11 settembre 2001. L'effetto ricchezza, determinato dalla crescita del valore delle attività, ha fornito supporto ai consumi sostenendo così la crescita economica. Allo stesso tempo, il debito è cresciuto rapidamente mentre il risparmio delle famiglie è diminuito. Il basso livello dei rendimenti ha portato ad un passaggio nella composizione dei portafogli verso attività sempre più rischiose. A questo si aggiunse un'innovazione finanziaria che consentiva di costruire attività sintetiche caratterizzate da alti rendimenti.

L'espansione del credito è stata accompagnata da un aumento del grado di leva nel settore finanziario, in cui vi era la possibilità di cedere rapidamente sul mercato i crediti erogati dal sistema bancario. L'espansione dell'attività delle banche e degli altri intermediari finanziari ha portato ad un cambio nel loro modello di business passando dal modello classico *originate to hold* a quello *originate to distribute* (OTD). Questo modello ha consentito di impacchettare e vendere (solitamente attraverso una complessa rete di passaggi) quote crescenti di attività, quali i prestiti, tradizionalmente illiquide. Oltre alla bolla immobiliare e ai bassi tassi di interesse, la crescita dei mutui *subprime* è stata sostenuta anche dallo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione, ovvero la possibilità per gli istituti di credito di trasferire i mutui, dopo averli "convertiti" in un titolo, a soggetti terzi (le cosiddette "Società veicolo", o *special purpose vehicle*) e di recuperare immediatamente la maggior parte del credito, che altrimenti poteva essere recuperato solo al

termine dei mutui stessi (10, 20 o 30 anni dopo). La cartolarizzazione liberava, apparentemente, le banche del rischio di insolvenza dei mutuatari, indebolendo così l'incentivo a valutare correttamente il merito creditizio dei clienti. Così facendo, le banche hanno ceduto a terzi i propri crediti in bilancio e hanno trasmesso il rischio ad altri operatori nei mercati finanziari. Le società veicolo, dal canto loro, finanziavano l'acquisto dei mutui cartolarizzati mediante l'offerta agli investitori di titoli a breve termine. Tali società, infatti, hanno emesso ABS (*asset backed securities*), ossia strumenti finanziari molto simili a delle obbligazioni che corrispondono cedole a scadenza fissa agli investitori e l'importo della cedola viene definito in base ai tassi di interesse fisso o variabile. Gli ABS sono stati successivamente "impacchettati" in altri strumenti di credito strutturato collegati ai mutui subprime, definiti CDO (*collateralized debt obligation*), ovvero titoli di debito emessi a fronte di cartolarizzazioni.

Spesso, coloro che acquisivano delle quote di CDO non ne comprendevano l'effettiva composizione, in quanto le quote dei CDO potevano a loro volta finire in altre scatole o in altri CDO. Nel sistema che si era sviluppato si presentavano, inoltre, anche altri prodotti finanziari derivati: i CDS (*credit default swaps*) che rappresentano delle polizze assicurative, offerte dalle banche e dalle compagnie assicurative, a cui sono ricorsi gli investitori per tutelarsi dai rischi di insolvenza di coloro che emettevano obbligazioni. L'insieme di questi strumenti quindi aveva generato un sistema complesso e poco trasparente. Per effetto delle cartolarizzazioni, le banche rientravano in tempi rapidi nella disponibilità del denaro prestato, che potevano riutilizzare per erogare altri mutui a clienti la cui affidabilità veniva valutata in maniera sempre meno accurata. Grazie alla cartolarizzazione, le istituzioni finanziarie poterono espandere enormemente le attività in rapporto al capitale proprio (fenomeno del *leverage* o leva finanziaria). Ciò consentiva loro di realizzare profitti molto elevati, ma le esponeva anche al rischio di perdite ingenti. Le operazioni di cartolarizzazione hanno prodotto strumenti strutturati altamente complessi con bassa standardizzazione e bassa liquidità, che venivano negoziati principalmente *over the counter* (OTC), cioè al di fuori dei mercati regolamentati. In questo contesto, considerata l'opacità del prodotto e la difficoltà di apprezzarne il valore, il giudizio delle agenzie di rating fungeva da riferimento comune per la valutazione dei prodotti.[32] Tuttavia, tali agenzie avevano utilizzato dei modelli non sufficientemente sofisticati e, pertanto, presentarono dei limiti nelle ipotesi alla base delle stime sui rating per la valutazione dei prodotti, come divenne evidente allo scoppio della crisi.

[32] www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009, gennaio 2021

I primi effetti si sono riscontrati nel 2004, quando la FED cominciò a innalzare i tassi di interesse in risposta alla ripresa dell'economia statunitense. Per le famiglie che avevano ottenuto mutui, questi divennero sempre più costosi e aumentarono i casi di insolvenze di coloro che non erano in grado di rimborsarli. La domanda di immobili si ridusse, con conseguente scoppio della bolla immobiliare e contrazione del valore delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti. Le istituzioni finanziarie più coinvolte nell'erogazione dei mutui subprime registrarono pesanti perdite. I titoli cartolarizzati subirono diversi declassamenti del merito di credito da parte delle agenzie di rating e, di conseguenza, tali titoli persero ogni valore e diventarono illiquidabili. Le banche subirono pesanti perdite non solo per l'esposizione verso le società veicolo, ma anche per le esposizioni verso soggetti colpiti dalla crisi, tanto che alcune banche non furono in grado di reperire la liquidità necessaria per soddisfare tali richieste poiché nessun istituto finanziario era disposto a fare loro credito. Ciò che innescò una ulteriore fase di intensa instabilità fu il fallimento della banca americana *Lehman Brothers* il 15 settembre 2008, considerato uno tra i più grandi default subiti dagli Stati Uniti. Per effetto dell'esposizione diretta o indiretta delle banche di alcuni paesi europei al fenomeno dei mutui subprime, il contagio si estese anche all'Europa. A seguito del default *Lehman Brothers*, si è verificata una crisi di fiducia nel sistema finanziario che ha colpito anche il mercato interbancario, con un conseguente incremento dei tassi di interesse e una drastica riduzione della liquidità sul mercato. In breve tempo, la crisi dei mutui subprime si trasferì all'economia reale statunitense ed europea, provocando una caduta di reddito e occupazione. Inoltre, la mancanza di fiducia e l'aumento dei tassi interbancari ha comportato una restrizione del credito bancario a famiglie e imprese, il crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle abitazioni, e il progressivo deterioramento delle aspettative di famiglie e imprese, con conseguenti ripercussioni su consumi e investimenti.

Una diretta conseguenza della crisi economica dei subprime, iniziata nel 2008, si registrò nell'Area euro, in cui, a seguito di una elevata difficoltà nel gestire il suo debito, soprattutto nei paesi più vulnerabili, si registrò un eccesso di debito sovrano, causando quella che viene definita "crisi del debito sovrano europeo". In seguito alla crisi subprime, infatti, lo stato delle finanze pubbliche e i tassi di crescita dei paesi dell'Eurozona hanno mostrato differenze significative. I cosiddetti Paesi *core*, come la Germania, si caratterizzavano da bassi livelli di debito pubblico e un'attività economica più stabile, mentre i paesi cosiddetti PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), o paesi "periferici", si connotavano da problemi legati al debito pubblico, dovuto all'indebitamento accumulato negli anni, all'incremento del deficit e a bassi tassi di crescita del PIL e, in particolare, al costo delle operazioni di salvataggio degli istituti bancari in crisi.

Nonostante queste differenze, nel 2010 l'Eurozona aveva beneficiato della ripresa economica che aveva interessato le principali economie avanzate, anche se con ritmi e modalità eterogenei tra i paesi. Tuttavia, il crollo delle finanze pubbliche della Grecia, nell'ottobre 2009, ha segnato il passaggio a una nuova fase della crisi, quella del debito sovrano, interrompendo una già incerta ripresa. La crisi ha avuto il suo epicentro nei paesi periferici dell'Area euro (Portogallo, Irlanda e Grecia) per poi diffondersi in Spagna e Italia nel corso del 2011. Le tensioni in questi paesi hanno colpito immediatamente su tutti i principali mercati finanziari, che hanno visto forti cali, in alcuni casi comparabili a quelli verificatisi nel corso della crisi del 1929. Le maggiori agenzie di rating hanno inoltre abbassato il merito di credito di diversi paesi europei e, conseguentemente, di diverse banche con sede in tali paesi o con esposizione significativa in titoli pubblici di paesi in difficoltà, amplificando in molti casi le turbolenze sui mercati. Le manovre di contenimento della spesa (cosiddetta *austerity*) effettuate prima dai governi paesi in difficoltà e poi da tutti gli Stati membri dell'UE, hanno contribuito a rallentare la crescita, inducendo in alcuni casi una vera e propria recessione. Pertanto, nel corso del 2010, l'Unione Europea, tramite il Fondo europeo di stabilità finanziaria, ha approvato un pacchetto di recupero con l'obbiettivo di aiutare gli Stati membri in difficoltà, fornendo prestiti, ricapitalizzando banche e comprando titoli di debito sovrano. Inoltre, le forti pressioni sui titoli bancari europei e le condizioni di crescente stress sul mercato interbancario hanno spinto la BCE a adottare una serie di misure. Negli anni i diversi interventi hanno avuto un effetto sui i mercati azionari, che hanno beneficiato del miglioramento delle aspettative grazie al programma di acquisto di titoli governativi da parte della BCE. Di conseguenza, il *market sentiment* degli investitori nei rendimenti dei mercati azionari dell'Area euro è migliorato, mostrando un forte aumento e interrompendo la tendenza decrescente osservata alla fine del 2014, correlata alla debole crescita economica e alle pressioni deflazionistiche[33].

Un primo dato che consente di cogliere chiaramente livello di frammentarietà e gli effetti persistenti sull'economia reale, che emergono dal quadro internazionale scaturitosi a seguito della crisi finanziaria, è dato dall'andamento del Prodotto Interno Lordo, che è una misura del reddito generato dall'economia. L'andamento del PIL mostra come la crisi del 2007-2008 abbia segnato un forte crollo dell'indicatore per tutti i Paesi e come vi sia stato un lento il recupero dei livelli precrisi: sei anni in Giappone, quattro anni negli Stati Uniti, cinque in Gran Bretagna. Le difficoltà della ripresa furono determinate anche da una fragile condizione del sistema creditizio, appesantito dalle conseguenze della crisi di fiducia. In Europa la crisi ha cominciato ad influenzare l'economia con

[33] www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011, gennaio 2021

un ritardo di un anno, ma dove poi si è poi vissuta una seconda recessione e, solo nel 2014, il suo PIL è tornato in modo stabile sopra i livelli del 2008. Tuttavia, la media europea nasconde delle differenze rilevanti: da un lato la Germania, come anche la Francia, non hanno vissuto una seconda crisi, dall'altro Italia e Spagna hanno subito effetti profondamenti negativi dovuti ad una seconda recessione dal post-crisi, con un PIL persino inferiore a quello del 2007. Da allora, l'economia europea si è progressivamente ripresa, con un andamento complessivo tra gli Stati membri, a tassi di crescita annui di circa il 2% circa tra il 2014 e il 2018 come segnale di ripresa dell'attività economica. (Grafico 1)

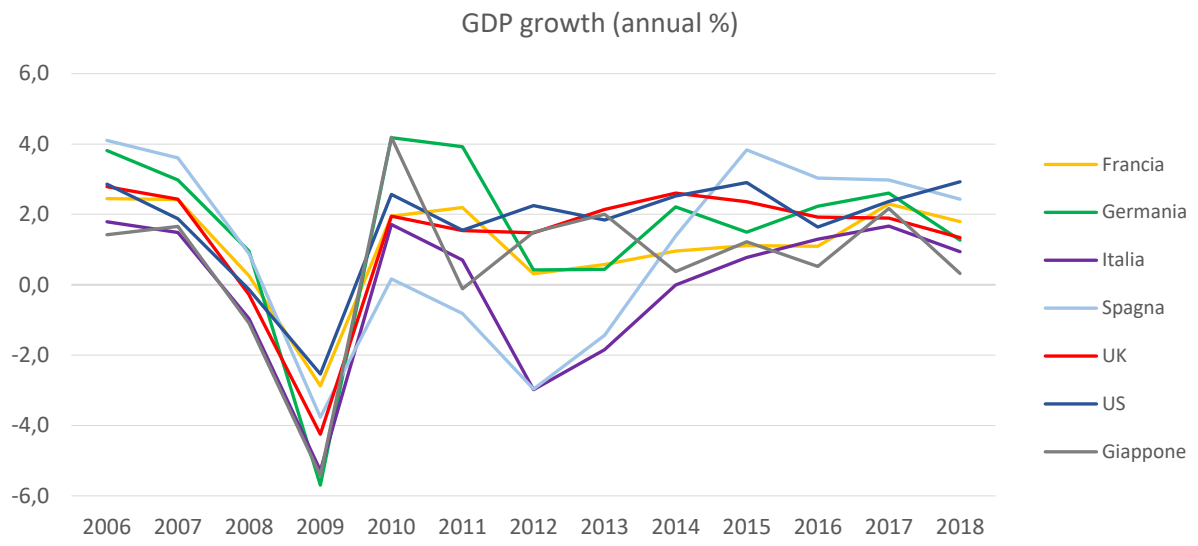

Grafico 1: Analisi comparata del tasso crescita PIL annuale tra Paesi. Fonte dati: The World Bank IBRD-IDA.

All'interno di questa analisi è, tuttavia, importante capire meglio quanto la Borsa sia rappresentativa all'interno di un Paese. È, pertanto, necessario osservare alcuni indicatori aggiuntivi che possano approssimare il grado di crescita di un mercato, ad esempio la capitalizzazione di borsa in rapporto al PIL, che misura la dimensione del mercato relativa all'economia del Paese. La crisi del 2007-2008 ha segnato un forte crollo dell'indicatore per tutti i paesi, ma la cui ripresa si è presentata già nel 2009, anche se più lentamente in Europa. Infatti, con riferimento al 2014, in cui si cominciava ad evidenziare generalmente una crescita economica globale, emerge come questo rapporto assuma un valore pari al 73,1% in Francia, al 72,5% in Spagna, al 44,8% in Germania e solo il 27,5% in Italia (Tabella 5). All'estremo opposto compaiono, invece, gli Stati Uniti, il Canada, e la Gran Bretagna con valori rispettivamente del 150,2%, 116,2% e del 106,5%. La ristrettezza del mercato finanziario europeo rispetto ai paesi anglosassoni è dovuta ad un diverso grado di sviluppo finanziario dei paesi e ad un tessuto economico, industriale e, come già anzidetto, legislativo e istituzionale.

Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)

%	Canada	Germany	France	Italy	Japan	United Kingdom	United States	Spain	Netherlands
2006	129,3	54,7	104,7	52,7	101,8	139,3	141,7	105,0	106,3
2007	149,3	61,5	103,1	48,5	95,9	124,0	137,9	122,3	112,8
2008	66,7	29,8	50,5	21,8	61,8	63,9	78,8	58,4	41,0
2009	122,3	38,0	72,3	30,0	63,2	nd	104,3	96,6	64,4
2010	134,6	42,1	72,3	25,2	67,2	nd	115,3	82,5	78,1
2011	106,9	31,6	54,3	19,0	54,01	nd	100,6	69,7	65,8
2012	112,6	42,1	67,4	23,2	56,1	nd	115,3	75,1	77,6
2013	114,4	51,9	81,9	28,9	88,1	113,8	143,2	82,4	93,3
2014	116,2	44,8	73,1	27,5	90,3	106,5	150,2	72,5	88,3
2015	102,4	51,1	85,6	nd	111,5	nd	137,5	65,9	95,2
2016	130,4	49,5	87,4	nd	100,7	nd	146,2	57,2	102,8
2017	143,5	61,4	105,9	nd	127,9	nd	164,6	67,7	131,9
2018	112,9	44,3	84,9	nd	106,9	nd	147,9	50,9	nd

Tabella 5: Capitalizzazione di mercato delle imprese quotate (in % PIL) nei diversi Paesi. Fonte: The World Bank IBRD-IDA.

Questo andamento viene confermato anche dall'esiguo numero di imprese che decidono di intraprendere la quotazione nei mercati europei, in particolar modo in Italia (Tabella 6). Nonostante sia considerata uno dei paesi avanzati, in Italia la borsa è meno rappresentativa del tessuto produttivo e industriale. Questa tendenza, infatti, è rimasta pressocché stabile a partire dagli anni 2000, a dimostrazione del fatto che la quota di società ammesse a quotazione non si è mai scostata da valori intorno alle 290-300 unità. Tali valori sono significativamente più bassi rispetto alla media dell'Area euro, e ancor di più se si considerano i paesi anglosassoni, sebbene si possa notare un trend decrescente a livello globale nel periodo post crisi. Ad esempio, la Spagna, nello stesso periodo ha osservato un aumento del numero di società quotate rispetto ai primi anni 2000, in cui ne contava 1.720, arrivando però ad un valore di 2.979 nel 2018; in Francia e Germania, malgrado un andamento lievemente decrescente negli anni, nel 2018 registrano entrambe all'incirca 460 società quotate; trend globalmente discendente anche nel resto dei Paesi, ma con valori significativamente più alti a conferma della forte attività dei mercati, come in Inghilterra e Stati Uniti con rispettivamente 1.555 società nel 2017[34] e 4.397 nel 2018.

[34] Fonte: OECD Capital Market Series dataset.

Listed domestic companies

	France	Germany	Italy	Spain	United Kingdom	United States	Canada	Japan
2006	730	656	284	3339	2913	5133	3790	2391
2007	707	761	301	3498	2588	5109	3881	2389
2008	673	742	294	3538	2415	4666	3836	2374
2009	652	704	291	3435	2179	4401	3727	2320
2010	617	690	290	3310	2105	4279	3771	2281
2011	586	670	311	3241	1987	4171	3980	2280
2012	562	665	303	3167	1879	4102	4030	2294
2013	500	639	285	3213	1857	4180	3810	3408
2014	495	595	290	3419	1858	4369	3948	3458
2015	490	555	nd	3623	nd	4381	3799	3504
2016	485	531	nd	3480	nd	4331	3368	3535
2017	465	450	nd	3110	nd	4336	3278	3598
2018	457	465	nd	2979	nd	4397	3330	3652

Tabella 6: Analisi comparata del numero di società domestiche quotate tra Paesi. Fonte dati: The World Bank IBRD-IDA.

Un ulteriore indicatore che risulta rilevante da osservare è il rapporto tra debito netto e reddito delle società non finanziarie, che mostra le passività all'interno del settore delle imprese, calcolato come la differenza tra passività e attività in rapporto al reddito netto da impresa. Le differenze tra paesi appartenenti all'Area euro, ancora modeste nella metà degli anni 2000, si sono ulteriormente ampliate negli anni successivi. Esaminando i dati relativi all'indebitamento si può constatare come il tessuto produttivo italiano, in particolare nel periodo post crisi, si caratterizzi per una maggiore dipendenza dal debito rispetto alla media europea, con valori significativamente superiori a paesi come Spagna e Francia, mentre all'estremo opposto si trova l'Inghilterra, con valori decisamente inferiori (Grafico 2). Questa tendenza sottolinea come le società italiane facciano affidamento maggiormente all'indebitamento e di conseguenza si caratterizzino con una speculare carenza di fonti sostitutive di capitale per le imprese.

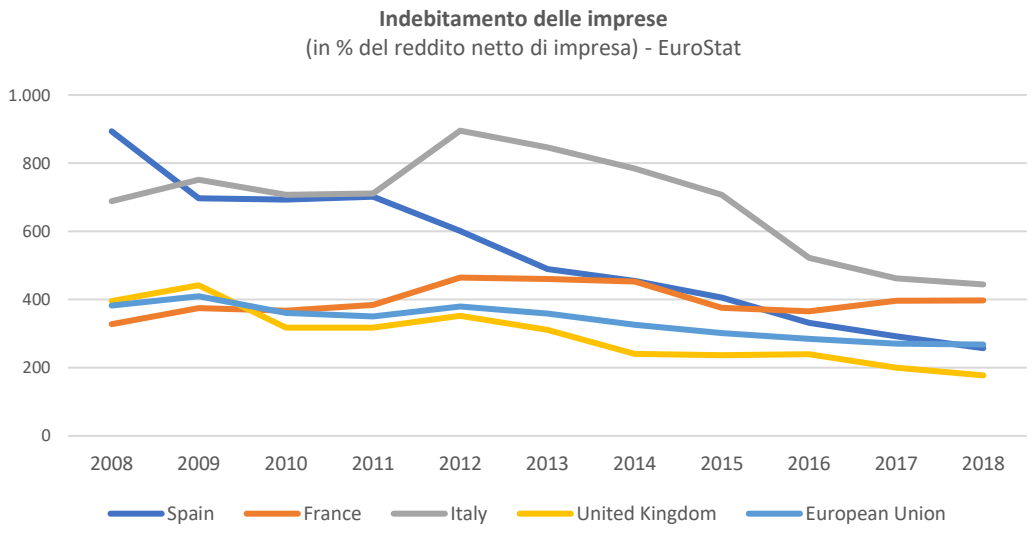

Grafico 2: Indebitamento delle imprese in percentuale del reddito netto d'impresa tra i principali Paesi europei. Fonte dati: Eurostat.

Una successiva conferma dell'assenza di adeguate politiche di crescita attraverso canali alternativi per l'approvvigionamento delle risorse finanziare è data dall'analisi dei debiti bancari rispetto al patrimonio nelle PMI italiane con fatturato inferiore ai 10 milioni di euro, in cui si raggiungono valori superiori al 100%. Al contrario, per paesi come Germania, Francia e Spagna tale incidenza è nettamente inferiore, in media del 48%[35]. Sotto un profilo empirico, Giordano e Guagliano (2016) svolgono una analisi comparata a livello internazionale sull'architettura finanziaria dei diversi Paesi, in quanto sostengono che le caratteristiche strutturali del mercato finanziario e il grado di sviluppo del mercato dei capitali giochino un ruolo importante sulla crescita finanziaria. Questi studiosi ritengono che efficienti mercati dei capitali abbiano un effetto positivo sul progresso tecnologico, dimostrando che le economie che hanno uno sviluppo tecnologico più elevato sono quelle con sistemi finanziari più orientati al mercato, con una maggiore presenza di banche estere e con una maggiore propensione delle imprese a passare al mercato azionario pubblico. In quest'ottica il divario tra Paesi europei, in particolare l'Italia, e anglosassoni è evidente, in quanto l'Europa risulta essere in netto svantaggio competitivo rispetto a paesi quali Inghilterra e Stati Uniti.

A partire da tali evidenze internazionali, caratterizzate da un elevato livello di frammentarietà, può essere utile osservare come gli investitori in *public equity* differiscano tra i diversi paesi. Queste differenze hanno una profonda influenza sul modo in cui gli investitori allocano il loro capitale tra

[35] Giordano e Modena, *"Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane"*, 2017.

le società quotate, sul modo in cui monitorano le prestazioni delle loro società partecipate e sul modo in cui partecipano al processo decisionale delle società partecipate svolgendo le loro funzioni di proprietà. Generalmente, l'analisi della struttura proprietaria e della corporate governance a livello aziendale si basa maggiormente sui concetti di proprietà dispersa piuttosto che di quella concentrata, come visto in precedenza. Infatti, quando le imprese sono detenute da molti piccoli investitori, questi non hanno gli incentivi corretti per sostenere il costo di esercitare in pieno i loro diritti di proprietà, e pertanto si genera il cosiddetto conflitto principale-agente tra il manager e gli azionisti, i quali hanno capacità limitate di monitorare il manager, se non attraverso schemi di incentivi legati alle prestazioni. Nell'ipotesi di una proprietà concentrata, tuttavia, il conflitto si sposta tra gli azionisti di minoranza e l'azionista di controllo, che potrebbe estrarre benefici privati, ad esempio attraverso transazioni di parti correlate. Nonostante ciò, bisogna considerare che si sono creati nuovi modelli di business per la proprietà e si è evoluta anche la struttura proprietaria in mercati che di solito sono stati classificati come aventi strutture proprietarie disperse[36]. A livello globale, infatti, la proprietà completamente dispersa è, ad oggi, un fenomeno abbastanza raro. Come si può osservare (Figura 5), quasi l'85% delle più grandi società quotate al mondo hanno un unico azionista che detiene più del 10% del capitale della società. Solo nell'1% delle società quotate in tutto il mondo, i tre maggiori azionisti detengono meno del 10% del capitale proprio della società, e circa la metà delle società quotate al mondo hanno tre azionisti di maggioranza che detengono oltre il 50%. I dati mostrano, in aggiunta, il numero di imprese in cui il maggiore azionista e i tre azionisti di maggioranza detengono una quota di capitale delle società maggiore del 50%. Questi dati confermano gli studi, precedentemente mostrati, sulle strutture proprietarie delle maggiori imprese quotate [La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999); Morck, Wolfenzon e Yeung (2005)]. I risultati mettono in evidenza la chiara differenza tra i paesi anglosassoni e i paesi europei. Questi ultimi, infatti, tendono ad avere una concentrazione proprietaria maggiore, il cui controllo e potere di voto è raccolto nelle mani di grandi azionisti dominanti, che, da un lato, può avere l'effetto positivo del governo societario di superare il cosiddetto problema delle agenzie, che viene affrontato dagli azionisti di società con proprietà disperse. Ma dall'altro, può anche aumentare le possibilità di abusare dei diritti ed espropriare gli azionisti di minoranza e, se non adeguatamente regolamentato, mettere a rischio la fiducia nel mercato. La categoria di proprietari di maggior rilievo sono gli investitori istituzionali che detengono il 41% della capitalizzazione di mercato globale, seguiti dal settore pubblico, che detiene il 14% della capitalizzazione di mercato globale. Le altre

[36] OECD Capital Market Series, *"Owners of the World's Listed Companies"*, 2019.

due principali categorie di proprietari sono le società private, comprese le holding, e individui strategici, compresi i membri delle famiglie, che insieme detengono il 18% della capitalizzazione di mercato mondiale. Come è noto, l'economia italiana è caratterizzata da una elevata concentrazione della proprietà, tipicamente posseduta da privati o famiglie, che spesso discendono dal fondatore dell'azienda e sono gestite da membri della famiglia controllante. Diversi studi empirici dimostrano come le imprese familiari sembrino sottoperformare rispetto alle imprese non familiari e siano sistematicamente associate a pratiche manageriali peggiori [Holderness e Sheehan (1988); Bloom et al. (2005)]. Generalmente, le imprese familiari emergono in paesi con strutture giuridiche e di governance deboli come risposta all'ambiente istituzionale e di mercato. Tale concentrazione della proprietà fornisce agli azionisti privati e familiari gli incentivi corretti per monitorare il comportamento dei manager o, come molto spesso accade nelle imprese familiari, i manager sono loro stessi proprietari dominanti, eliminando così il conflitto tra proprietà e manager (Claessens et al., 2000). Tuttavia, diversi fattori possono avere un effetto significativo sulla performance delle imprese familiari. In primo luogo, queste imprese sono meno diversificate e sono eccessivamente avverse al rischio, di conseguenza è più probabile che i manager familiari rinuncino a progetti profittevoli o intraprendano investimenti meno rischiosi [Faccio, Marchica, and Mura's (2011); Heaney and Holmen (2008)]. Inoltre, l'estrazione dei benefici privati di controllo è più facilmente realizzabile nelle imprese familiari non solo per la proprietà concentrata, ma anche perché la famiglia potrebbe coordinarsi contro gli interessi degli azionisti di minoranza (Villalonga e Amit, 2006). È importante notare in questo contesto che, sebbene le imprese familiari siano rilevanti anche in altre economie industrializzate, la particolarità dell'Italia è che le imprese familiari sono dominanti, sia nelle private companies sia anche nel mercato della public equity.

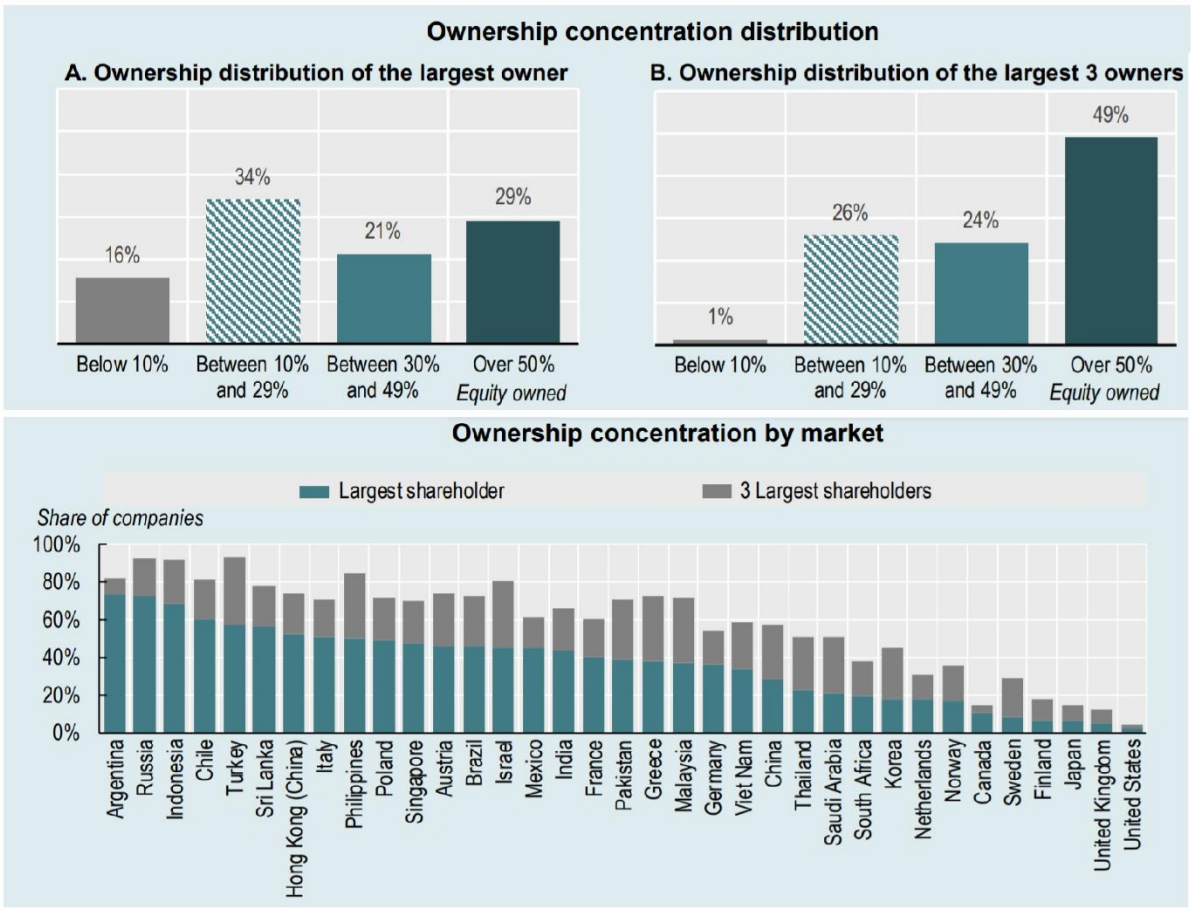

Figura 5 - Distribuzione della concentrazione della proprietà in presenza di un azionista di maggioranza e in presenza di tre azionisti maggiori (in alto). Concentrazione della proprietà nei diversi Paesi (sotto). Fonte: OECD Capital Market Series, "Owners of the Listed Companies", 2019

Concludendo, si può affermare che il ruolo delle borse in Europa sia ancora marginale, soprattutto se confrontato con le realtà anglosassoni. Ad evidenziare questa differenza, è la diffusione limitata di investitori professionali come venture capitalist e private equity la cui esistenza è strettamente correlata all'attività di mercato. In Italia, ad esempio, alla fine del 2017, solo il 5% della capitalizzazione di mercato è detenuta da investitori nazionali, al contrario di Stati Uniti e Inghilterra che detengono rispettivamente il 61% e il 30% (Tabella 7). Infatti, come era già stato illustrato in precedenza, il numero di società in Europa, al di fuori della Gran Bretagna, che decidono di intraprendere la quotazione sono poche. Per questo motivo, i *policymakers* europei, negli ultimi anni, hanno rivolto sempre più attenzione al mercato dei capitali, ponendo come obiettivo principale quello di promuovere lo sviluppo dei mercati per favorire la crescita finanziaria e l'espansione delle piccole e medie imprese esistenti, in particolare nei settori ad alta tecnologia. In effetti, l'Europa ha adottato una serie di decreti volti a colmare gli svantaggi dello sviluppo dei mercati rispetto ai paesi anglosassoni. Al fine di migliorare la protezione degli investitori, sono state

rivisitate le direttive 2013/34 / UE e 2007/36 / UE, e sono entrate in vigore la Direttiva MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive), e il regolamento MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation).

Domestic and non-domestic ownership by category of investor - 2017

	Private Corporations		Public sector		Strategic individuals		Institutional investor		Other free-float
	Domestic	Non-domestic	Domestic	Non-domestic	Domestic	Non-domestic	Domestic	Non-domestic	
France	14%	3%	4%	3%	11%	0%	7%	21%	36%
Germany	11%	5%	3%	3%	6%	1%	9%	25%	39%
Italy	8%	2%	9%	3%	14%	1%	5%	24%	34%
Spain	10%	4%	3%	3%	11%	2%	2%	23%	41%
UK	1%	5%	1%	5%	1%	2%	30%	32%	22%
US	1%	1%	2%	2%	1%	2%	61%	11%	19%
China	10%	1%	37%	1%	12%	2%	6%	3%	28%
Japan	16%	2%	9%	2%	2%	1%	17%	20%	31%

Tabella 7: Capitalizzazione di mercato della proprietà delle maggiori imprese quotate al mondo per categoria di investitori domestici (e non) alla fine del 2017. Fonte: OECD Capital Market Series, "Owners of the Listed Companies", 2019.

4. MERCATO DEI CAPITALI IN ITALIA

4.1 MERCATO AZIONARIO E QUADRO ISTITUZIONALE IN ITALIA

Il mercato per il finanziamento della *public equity* è il mercato azionario, in cui la borsa valori svolge un ruolo principale nell'incontro tra le imprese, che necessitano l'accesso a capitale finanziario esterno, e gli investitori, che sono disposti a fornire capitale a tali società. Negli ultimi trent'anni, il quadro giuridico e istituzionale in Italia ha subito importanti cambiamenti strutturali, dovuti anche all'adesione all'Unione Monetaria Europea. In maniera analoga, la maggior parte delle borse nei mercati dei capitali non sono state esenti da questo processo di trasformazione. Di fatto, mentre la maggior parte di esse erano state inizialmente istituite come organizzazioni di appartenenza o istituzioni governative, ad oggi molte sono diventate di proprietà privata e hanno le loro azioni quotate e negoziate nelle loro borse.

La prima borsa italiana fu creata a Milano nel 1808 comunemente nota come Borsa di Milano. L'assetto della Borsa e i principali requisiti di quotazione erano estremamente stingenti e disciplinati dallo Stato, in quanto nacque sotto un regime di proprietà pubblica, e rimasero sostanzialmente invariati fino al 1974. La prima IPO sulla Borsa di Milano venne intrapresa dalla società ferroviaria Società delle Strade Ferrate Lombardo Veneto, che ebbe luogo nel 1861. Nei primi anni dopo l'unificazione dell'Italia, il mercato azionario italiano era quasi interamente autoregolamento e si caratterizzava per una mancanza di regolamentazione. Le imprese, infatti, non avevano alcun obbligo per la divulgazione di informazione e potevano emettere azioni con più voti, mentre le banche non erano interessate alla qualità delle società che si quotavano (Vivante, 1903). Le aziende manifatturiere inizialmente non intrapresero la quotazione a causa delle loro piccole dimensioni, e solo all'inizio dei primi anni del '900 la crescita industriale portò le imprese a cercare finanziamenti nel mercato azionario. Il numero delle azioni quotate a Milano passò da 23 a 54 tra il 1895 e il 1900, a 160 nel 1913, anno in cui la legge definì un nuovo sistema relativo alle competenze degli organi di vigilanza e di amministrazione, che si mantenne fino al 1992 (Abrardi e Rondi, 2020).

In risposta alla crisi finanziaria del 1929, i mercati finanziari subirono alcuni cambiamenti e vennero introdotte nuove riforme rivolte alla tutela degli investitori e degli azionisti. L'economia italiana, tuttavia, negli anni '60 si contraddistingueva da mercati dei capitali sottosviluppati e da un sistema bank-based (Cattaneo, Meoli e Vismara, 2015). Le imprese, infatti, ritenevano fosse costoso raccogliere fondi azionari e si caratterizzavano per una elevata concentrazione della proprietà, con

la presenza di molti gruppi piramidali e l'utilizzo di coalizioni e alleanze politiche (Barca, 1994; Aganin e Volpin, 2005). All'inizio degli anni '70, il mercato azionario era scarso e illiquido e la borsa aveva perso quasi totalmente la sua funzione di finanziamento per la crescita industriale. Pertanto, l'obbiettivo di accrescere i mercati azionari e stimolare gli investimenti portò alla richiesta di creare una commissione che fosse indipendente dalle influenze politiche e, solo con la Legge 7/6/1974 n. 216 nel 1974, si istituì la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa). La CONSOB nacque come autorità indipendente garante di vigilanza, regolamentazione e gestione dei prodotti finanziari nel mercato italiano, che sovrintendeva alla Borsa ed emanava le procedure di quotazione, lo statuto che disciplinava il funzionamento dei mercati azionari e obbligazionari. Tuttavia, l'introduzione di tale commissione non ebbe inizialmente successo in quanto mancava sia di indipendenza che di competenze, a causa di uno staff insufficiente e non qualificato (Enriques e Volpin, 2007). Infatti, mentre i benefici privati di controllo erano elevati, gli azionisti di minoranza erano scarsamente protetti e avevano alte probabilità di essere espropriati.

Risultò, quindi, necessario al fine di migliorare la trasparenza nel mercato, attuare delle riforme e nuove leggi. Vennero, infatti, effettuate nei primi anni '90 diverse privatizzazione di partecipazioni statali allo scopo di ricevere una ampia iniezione di liquidità nel mercato italiano. Lo Stato italiano, inoltre, quotò alcune delle più grandi società, come Ina ed Eni, e le tre maggiori banche statali (Banca Commerciale Italiana, Credito Italiano e Banco di Roma). Contemporaneamente, nel 1991 venne creato il Consiglio di Borsa, ovvero un organo con il compito di rappresentare tutte le componenti del mercato (Banca d'Italia, Agenti di cambio, Società di intermediazione mobiliare, istituti di credito, Camere di commercio) e unificare le contrattazioni sul piano nazionale. Una ulteriore tappa fu la privatizzazione dei mercati di borsa, che venne sancita dal Decreto legislativo 23 luglio 1996 n. 415, con la quale si stabilì la nascita di Borsa Italiana S.p.a., con il passaggio della gestione da un soggetto ancora pubblico, il Consiglio di borsa, ad un soggetto privato in forma di società per azioni, partecipata dai principali istituti di credito italiani.

La necessità, invece, di un mercato azionario più sviluppato ha spinto la Consob ad attuare, in primo luogo, i primi obblighi di trasparenza e informativa societaria per le imprese quotate, ad esempio rendendo pubblica l'identità e le partecipazioni degli azionisti delle società quotate con almeno il 2% di proprietà. In secondo luogo, nel 1994, sono state introdotti degli incentivi fiscale alle PMI al fine di favorire la loro quotazione. Infine, nel 1997 venivano emessi criteri meno restrittivi per la quotazione, in quanto risultavano un ostacolo dovuto al fatto che erano molto più stringenti rispetto a quelli che venivano richiesti al NASDAQ negli Stati Uniti. Pertanto, a seguito del periodo della "dot.com mania", nel 1999 venne istituito il Nuovo Mercato, simile al Nasdaq, che permetteva a

start-up e imprese con progetti altamente innovativi di potersi quotare nel mercato italiano. Avvenne, quindi, un rapido incremento delle società quotate che, tuttavia, a pochi anni dallo scoppio della bolla del Dot-com, portò molte di queste a scomparire (Abrardi e Rondi, 2020). A seguito di una graduale ripresa del mercato finanziario, nel 2007 si è verificata l'acquisizione della Borsa Italiana da parte della Borsa inglese, ovvero la London Stock Exchange, dando vita al principale Gruppo borsistico europeo.

Un importante cambiamento normativo, che ha segnato un punto di svolta per lo sviluppo dei mercati finanziari in Italia, ha avuto luogo nel 1998 con l'emanazione del Decreto Legislativo 58/98, ossia tramite il Testo Unico della Finanza (TUF), la cosiddetta Legge Draghi, introducendo diversi cambiamenti relativi alla corporate governance, al controllo e alla vigilanza societaria, alla regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto, all'intermediazione e ai mercati regolamentati. Le novità più importanti che vennero introdotte dal TUF riguardavano: la privatizzazione dei mercati regolamentati; la possibilità di accesso diretto in borsa per le banche; l'informativa societaria; le partecipazioni incrociate; i patti di sindacato; e di particolare importanza il miglioramento dei diritti per la tutela degli investitori e degli azionisti di minoranza. L'Italia, come è emerso nei capitoli precedenti, viene classificata come uno tra i paesi con una bassa tutela giuridica per gli investitori, ma è possibile osservare (Tabella 8) un miglioramento dei diritti degli investitori, prima e dopo la Legge Draghi. Tuttavia, nonostante l'introduzione di questa nuova legge, si verificarono una serie di scandali societari all'inizio degli anni 2000, in particolare i fallimenti di Parmalat e Cirio, che ricaddero sui piccoli investitori. Questi scandali hanno, quindi, portato a successive legislazioni, come la direttiva EU sulle acquisizioni (2004/25/ CE), che includeva i requisiti per le fusioni e acquisizioni (M&A), il cosiddetto "Testo Unico del Risparmio" (Legge 262/2005) e la direttiva europea sui diritti degli azionisti (2007/36/CE). Tali direttive e nuove leggi hanno segnato ulteriori progressi al fine di migliorare ulteriormente la trasparenza e la protezione degli investitori. Pertanto, a partire dal 1998 la regolamentazione italiana è stata progressivamente guidata anche dalle richieste di allineamento della protezione degli investitori agli standard del mercato internazionale (Dyck e Zingales, 2004).

	Before 1998	After 1998
One share – One Vote	0	0
Anti-Directors Rights		
Proxy by Mail Allowed	0	1
Shares Not Blocked before Meeting	0	1
Cumulative Voting/Proportional Representation	0	1
Oppressed Minority	0	1
Pre-emptive Right to New Issues	1	1
Total Anti-Directors Rights	*1*	*5*
Percentage of Share Capital to Call an Extraordinary Shareholder Meeting	20	10
Mandatory Dividends	0	0

Tabella 8: Protezione degli investitori prima e dopo la Legge 58/1998 (TUF -Legge Draghi) secondo i criteri di LLSV (1998). Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998); Pagano e Volpin (2005).

Parallelamente a queste riforme, molti paesi europei hanno introdotto Codici di *Best Practice* con lo scopo di stabilire delle regole di comportamento e disciplinare i conflitti tra gli investitori. Seguendo l'esempio inglese (con il Cadbury Report del 1992), l'Italia ha emanato nel 1999, e periodicamente aggiornato fino alla versione del 2020[37], il Codice di Autodisciplina (Codice Preda). Nonostante la sua adozione non sia d'obbligo legale, a partire dal 2011 le aziende che decidono di non conformarsi ad esso sono tenute a dare spiegazioni al mercato. Il Codice di Autodisciplina, innanzitutto, indica nel Consiglio di Amministrazione l'organo centrale ai fini di una efficiente conduzione della politica imprenditoriale delle società. Inoltre, vengono date indicazioni sulla ripartizione dei ruoli tra amministratori esecutivi e non, evidenziando la fondamentale presenza nei Consigli di una componente non esecutiva. Si pone quindi grande attenzione alla nomina degli amministratori indipendenti, per i quali si prevede che siano rispettati alcuni importanti requisiti, quali: non aver svolto un ruolo significativo nell'azienda negli ultimi tre anni; non avere rapporti commerciali o professionali con la società; non essere in carica per più di nove anni; non essere nei consigli di amministrazione di società controllate; e non avere legami con la società di revisione. Il Codice impone che vi siano almeno due amministratori indipendenti, e almeno un terzo del totale degli amministratori per le società quotate. È, poi, sicuramente essenziale la raccomandazione di determinare in maniera trasparente la remunerazione degli amministratori e che, soprattutto, sia tale da allineare l'interesse di questi a quello delle società e degli azionisti, attraverso meccanismi in parte variabili e collegati alla performance aziendale. In tale contesto, nel 2012, la Consob ha richiesto di fornire informazioni sulle stock option, sulle partecipazioni e la componente azionaria relativa alla retribuzione dei CEO nelle società quotate.

[37] www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf

Negli ultimi decenni gli sforzi degli enti istituzionali italiani si sono concentrati sulle PMI, considerando che contano la stragrande maggioranza del numero totale sul territorio nazionale e sono tipicamente restie a intraprendere la quotazione in borsa. Questa situazione non è solo dovuta alla preoccupazione per la perdita di controllo e per i costi di quotazione, ma anche dallo scarso sviluppo dei mercati finanziari dedicati a tale segmento, che ha alimentato la non quotazione delle piccole e medie imprese, considerate un fattore fondamentale per i nuovi investimenti e per la creazione di nuovi posti di lavoro. (Alvaro et al., 2018). Tuttavia, nonostante siano stati introdotti diversi incentivi con l'obbiettivo esplicito di promuovere l'utilizzo di finanziamenti market-based, i mercati dei capitali italiani sono ancora sottosviluppati rispetto ai pari paesi europei.

Una recente iniziativa in Italia è stata l'introduzione del PIR (piani individuali di risparmio) nel 2017, concepito come strumento per facilitare il finanziamento delle piccole e medie imprese italiane, e che fornisce alle famiglie incentivi per investire nelle imprese nazionali. Attraverso tale piano gli investitori possono accantonare i propri risparmi e finanziare la crescita delle PMI al fine di poter ricevere degli interessi completamente esenti da imposte, rispettando condizioni quantitative e temporali (detenendo l'investimento per almeno cinque anni). Il governo ha inoltre introdotto degli incentivi fiscali per stimolare l'uso del finanziamento tramite il mercato dei capitali e ridurre i costi di quotazione per le piccole imprese. Un esempio è la legge di Bilancio 2018, la quale ha stabilito che le PMI quotate in Borsa possono usufruire di un credito d'imposta pari al 50% dei costi di consulenza sostenuti per intraprendere la quotazione per un importo massimo di 500 mila euro. Un ulteriore esempio è l'Allowance for Corporate Equity (ACE), introdotta nel 2011 con l'obbiettivo di ridurre l'asimmetria di trattamento fiscale tra debito ed equity. Il regime ACE ha concesso alle imprese italiane di accedere ad una detrazione fiscale speciale nel momento in cui il bilancio viene rafforzato mediante un maggiore utilizzo di finanziamento azionario. Tale iniziativa ACE ha permesso di diminuire la distorsione fiscale tra il costo del capitale proprio e il debito, consentendo alle aziende italiane di ridurre significativamente la loro leva finanziaria (Branzoli e Caiumi, 2018; OECD Capital Market Review of Italy, 2020). Malgrado ciò, l'ACE è stato abolito con legge di Bilancio 2019.

Si può, inoltre, osservare che le diverse iniziative politiche, che si sono rivolte al mercato dei capitali per le piccole e medie imprese, comprendono non solo i benefici fiscali per le PMI che intraprendono la quotazione o la normativa PIR, ma anche i supporti governativi per i fondi di venture-capital e incentivi all'impiego di fonti alternative di capitale rispetto a quello bancario,

come quello dei mini-bond[38]. Inoltre, nel 2011 è stato emanato un codice di remunerazione e nel 2014 è stata approvata una legge che consente alle imprese di emettere azioni a voto multiplo e *loyalty shares*, in linea con l'obiettivo di incoraggiare le PMI a quotarsi. Parallelamente, a livello europeo, una tra le iniziative più importanti è stata la direttiva MiFID II, entrata in vigore nel gennaio 2018, che ha cercato di promuovere l'uso del mercato dei capitali da parte delle PMI attraverso la creazione degli "SME Growth Market" (i.e. AIM in Italia). Inoltre, tale direttiva aveva la finalità di ridurre gli oneri amministrativi a carico degli emittenti PMI mantenendo, però, un elevato il livello di protezione degli investitori. Tuttavia, si sostiene che, nonostante l'intenzione di semplificare le regole applicabili alle PMI, gli emittenti si siano trovati nell'impossibilità di procedere ad una semplificazione della propria disciplina di mercato in ragione della normativa primaria che impone comunque loro di garantire "un elevato grado di informativa degli investitori", minando quindi il desiderio di un minore onere amministrativo gravante sulle PMI (Alvaro et al., 2018). Studi recenti hanno, da un lato, dimostrato che l'aumento di regolamentazione e di obblighi di divulgazione permette di ridurre le asimmetrie informative e l'*underpricing* nelle IPO (Akyol et al., 2014; Ekkayokkaya e Pengniti, 2012). Tuttavia, da un altro punto di vista, una eccessiva regolamentazione può scoraggiare le imprese dal quotarsi e portare a una diminuzione del numero di IPO e, di conseguenza, limitare la crescita economica e occupazionale (Doidge et al., 2010; Gao et al., 2014; Kenney et al., 2012).

Tutti questi cambiamenti normativi hanno contribuito ad avvicinare il quadro istituzionale italiano alle migliori pratiche e standard internazionali. Nel complesso, lo scopo di queste riforme è stato quello di ridurre l'utilizzo di meccanismi di miglioramento del controllo (piramidi, partecipazioni incrociate e patti parasociali), limitare le opportunità di conflitti di interesse, migliorare la trasparenza di informazioni societarie e rendere il mercato dei capitali italiano più attraente per investitori internazionali (Abrardi e Rondi, 2020).

Negli ultimi decenni, come si è visto, l'industria della borsa ha subito importanti cambiamenti strutturali e il mercato azionario italiano ha subito allo stesso modo diverse trasformazioni. Ad oggi la Borsa italiana è suddivisa in due diversi mercati azionari dove le società sono quotate:

- Il Mercato Telematico Azionario (MTA): è un mercato regolamentato soggetto a requisiti stringenti e allineati ai migliori standard internazionali, in grado di attrarre investitori istituzionali, professionali e il pubblico risparmio. MTA è indirizzato alle imprese di grande e media capitalizzazione che intendono recuperare risorse per finanziarie un

[38] Obbligazioni che possono essere emesse dalle piccole-medie imprese, anche non quotate.

progetto di crescita, e permette di negoziare azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione e warrant. Al suo interno compare il segmento STAR (Segmento con Titoli ad Alti Requisiti) dedicato alle società che presentano requisiti di eccellenza in termini di liquidità, trasparenza informativa e corporate governance. Tali società beneficiano della visibilità offerta da Borsa Italiana e di un maggior riconoscimento da parte degli investitori rispetto alle altre quotate di dimensioni paragonabili.

- L'Alternative Investment Market (AIM): è il mercato della Borsa Italiana attivo dal 2012 e diventato SME Growth Market nel 2018, che è dedicato alle PMI dinamiche e competitive, le quali hanno necessità di acquisire capitali per finanziare la crescita. AIM Italia nasce per offrire un processo di quotazione su misura per la struttura di piccole e medie imprese che si distinguono per la loro capacità innovativa e ad alto potenziale di crescita. Inoltre, affinché la quotazione su AIM abbia successo, è centrale la figura di un consulente, il "Nomad" (Nominated Advisor), che ha il compito di accompagnare la società durante la fase di ammissione e per tutta la permanenza sul mercato. AIM Italia offre, pertanto, un percorso semplificato alla quotazione, rispetto al mercato MTA, in cui i requisiti minimi sono meno rigorosi per le imprese che intendono quotarsi (Figura 6 e Figura 7). Inoltre, all'interno di AIM Italia, si trova il Segmento Professionale che è destinato alle PMI che vogliono accedere ai mercati con un approccio graduale, dotandosi progressivamente delle strutture adeguate ad operare sul mercato aperto agli investitori *retail*, o per start-up e scale-up che hanno avviato commercializzazione da meno di un anno. L'approccio regolamentare del Segmento Professionale è caratterizzato da una flessibilità regolamentare, una minima burocrazia e da una semplicità di accesso.

Come si può notare (Figura 6 e Figura 7) le imprese quotate in AIM sono soggette a requisiti meno rigorosi. Il flottante minimo richiesto, ad esempio, è pari al 10% rispetto al 25% nel segmento Standard e al 35% del segmento STAR nell'MTA. Inoltre, il mercato regolamentato (MTA) richiede un minimo di tre anni di bilanci certificati, mentre AIM ne richiede solo uno. Coerentemente, anche gli obblighi in fase di post-IPO sono più flessibili su AIM rispetto ai due segmenti nell'MTA.

Borsa Italiana offre inoltre, a supporto dei veicoli di investimento, il Mercato degli Investment Vehicles (MIV). Il MIV è il mercato regolamentato creato per concedere capitali, liquidità e visibilità ed è dedicato alla quotazione di fondi e veicoli societari che investono in strumenti di economia reale. Il MIV è riservato a Fondi Alternativi di Investimento (FIA), Special Purpose Acquisition Companies (SPAC), Fondi di private equity e venture capital, Fondi chiusi immobiliari, e a società diverse dai FIA con una strategia di investimento non ancora completata.

REQUISITI FORMALI IN FASE DI IPO

	MTA	MTA STAR	AIM Italia	AIM Italia Segmento Professionale
Flottante	25%	35%	10% (5 investitori istituzionali)	10% (5 investitori)*
Bilanci certificati	3	3	1 (se esistente)	1 (se esistente)
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Internazionali, Italiani, Americani	Internazionali, Italiani, Americani
Offerta	Istituzionale/Retail	Istituzionale/Retail	Principalmente Istituzionale (retail con offerte < € 8 Mn)	Non Obbligatoria
Altri documenti	Prospetto informativo / SCG /Piano Industriale	Prospetto informativo / SCG / Piano Industriale	Documento di ammissione	Documento di ammissione
Market Cap (€)	Min. €40m	Min. €40m – Max. 1bn	Nessun requisito formale	Nessun requisito formale
CDA (n. indipendenti)	TUF	Obbligatorio (N. nel Regolamento)	C.d.A. con 1 amministratore indipendente	C.d.A.
Comitato Controllo e Rischi	TUF	Obbligatorio	Nessun requisito formale	Nessun requisito formale
Comitato Remunerazione	TUF	Obbligatorio		
Incentivi al top management	TUF	Obbligatorio (remunerazione legata a performance)		
Investor Relations Manager	Raccomandato	Obbligatorio	Obbligatorio	Non obbligatorio
Sito Web	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale Advisor	Sponsor/Global coordinator	Sponsor/Global coordinator	Nomad / Global Coordinator	Nomad

Figura 6 - Requisiti formali in fase di IPO. Comparazione tra i segmenti di mercato MTA, STAR, AIM Italia e Segmento Professionale di Borsa Italiana. Fonte: Borsa Italiana.

REQUISITI FORMALI ON GOING

	MTA	MTA STAR	AIM Italia	AIM Italia Segmento Professionale
Codice di Corporate Governance	Comply or explain	Parzialmente obbligatorio	Facoltativo	Facoltativo
Specialist	Facoltativo (liquidity provider)	Obbligatorio (liquidity provider / 2 ricerche annuali / incontri con investitori)	Obbligatorio (liquidity provider + 2 ricerche annuali)	Non obbligatorio
Informativa	Necessaria informativa price sensitive e operazioni straordinarie (vedi TUF e Regolamento Emittenti)		Necessaria informativa price sensitive e operazioni straordinarie (MAR e Regolamento AIM Italia)	
OPA	TUF – 30% per obbligatoria o 25% se non PMI e contendibili (20% - 40% statutaria per PMI), 60% per preventiva , 90%-95% per residuale		OPA Statutaria	OPA Statutaria
Parti correlate	Procedure e obblighi informativi		Procedure semplificate e obblighi informativi	
Dati trimestrali	Non obbligatori	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre (esonero IV trimestre se relazione finanziaria annuale pubblicata entro 90 giorni chiusura esercizio)	Non obbligatori	Non obbligatori
Dati semestrali	Si – entro 90 giorni dalla chiusura del semestre	Si – entro 75 giorni dalla chiusura del semestre	Si – entro 3 mesi dalla chiusura del semestre	Si – entro 3 mesi dalla chiusura del semestre
Dati annuali	Si – pubblicazione entro 120 giorni da chiusura esercizio	Si – se entro 90 giorni da chiusura esercizio no IV trimestrale	Si – pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio	Si – pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio

Figura 7 - Requisiti formali in fase post IPO Comparazione tra i segmenti di mercato MTA, STAR, AIM Italia e Segmento Professionale di Borsa Italiana. Fonte: Borsa Italiana.

Negli ultimi anni si è assistito ad una riduzione di società quotate, in combinazione con un numero significativo di *delisting* sul mercato regolamentato e, al contrario, un aumento di attività e un relativo *delisting* minore da parte delle aziende quotate nel mercato alternativo (Figura 8). Ci possono essere diversi motivi per cui una società possa ritirarsi da mercato, quali una decisione volontaria, una fusione o acquisizione, un fallimento, un mancato rispetto dei criteri di quotazione, oppure poiché una società decide di fare un *delisting* da una borsa valori ma rimane quotata in una o più borse alternative. In tale contesto, infatti, le diverse riforme adottate nei paesi europei miravano a facilitare e rendere più economico l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese più piccole. Tuttavia, si nota che nonostante l'aumento di società quotate sull'AIM negli ultimi anni, questo non si sia tradotto in un maggior numero di società che si sono trasferite nell'MTA. La creazione dei mercati alternativi, di fatto, nacque con l'obbiettivo di fornire alle imprese più piccole l'opportunità di raccogliere capitale per gli investimenti e per raggiungere un graduale processo di crescita, che avrebbe dovuto naturalmente culminare nel passaggio dell'impresa al mercato regolamentato. Un ostacolo che potrebbe impedire alle aziende di spostarsi dall'AIM in MTA, può essere dovuto all'obbligo per le società quotate sul mercato alternativo di dover pubblicare un prospetto completo se vogliono trasferirsi nel mercato regolamentato (Vismara, 2019).

Nel periodo tra 1995 e il 2004, le offerte pubbliche iniziali erano 113 sul mercato regolamentato MTA e 45 sul mercato alternativo AIM-MAC. A partire dal 2005, la tendenza si è quasi invertita, dove solo 76 IPO erano sul mercato regolamentato e 133 IPO nel mercato AIM-MAC. Su 20 IPO italiane nel 2018, 16 si sono svolte sul mercato alternativo. E mentre il numero di società quotate sul mercato alternativo è cresciuto da 19 a 113 tra il 2010 e il 2018, il numero di società quotate sul mercato regolamentato è sceso da 272 a 242. In Italia, il tasso di quotazione (nuove quotazioni sul numero totale di società quotate) sul mercato regolamentato è stato, in media, dell'1,6% negli ultimi 8 anni. In particolare, si può osservare che negli ultimi cinque anni, quando l'attività delle IPO ha avuto un lieve incremento, oltre il 70% di tutte le quotazioni ha avuto luogo nei mercati alternativi e, dalla creazione dell'AIM nel 2012, solo nove aziende sono passate al mercato regolamentato (MTA). Ciò suggerisce che i requisiti meno stringenti offerti da AIM Italia non sono visti come una fase intermedia, ma piuttosto come una forma di quotazione a sé stante.

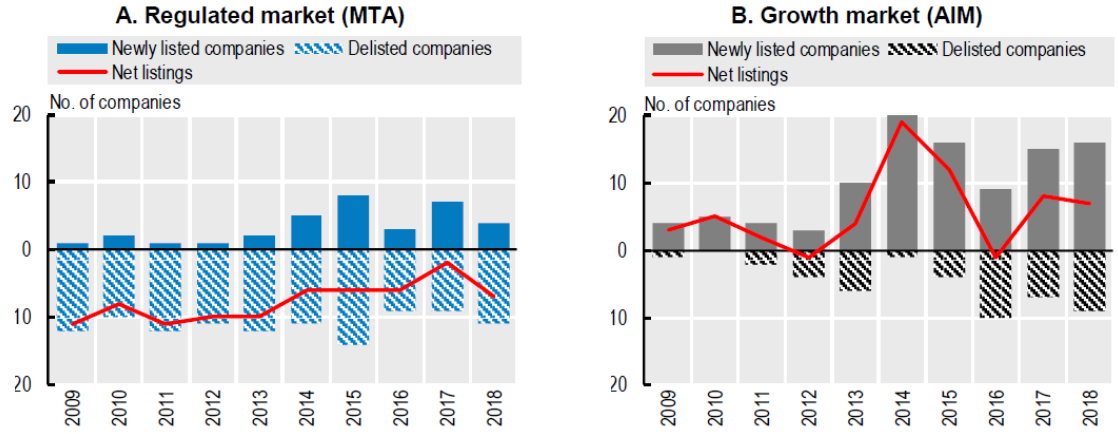

Figura 8 - Nuove quotazioni e delisting delle società nei mercati azionari italiani, MTA e AIM. Fonte: Borsa Italiana, OECD Capital Market Review of Italy 2020.

La distribuzione nel tempo del trend nelle offerte pubbliche iniziali è alquanto irregolare. Dal 2003 fino al 2007 c'è stata una fase positiva per il mercato azionario. Il 2008 è stato, però, segnato dalla crisi finanziaria e, successivamente, dalle ripercussioni della crisi del debito sovrano europeo nel 2012, che hanno congiuntamente determinato un calo significativo delle società quotate e delle relative capitalizzazioni di mercato (Figura 9). Di fatto, mentre le imprese quotate italiane a fine del 2007 erano 301, la cui capitalizzazione di mercato raggiungeva il 48% del PIL, a seguito delle crisi finanziarie nel 2018 si è registrata una riduzione a 242 società quotate sul mercato MTA e una

capitalizzazione di mercato pari al 33% del PIL[39]. Oltre al numero relativamente basso di società quotate nel mercato italiano, la capitalizzazione di mercato totale risente anche dei bassi rapporti di flottante. Comparando, infatti, la media europea, che si attesta con un rapporto di flottante pari al 75%, si osserva che il mercato azionario italiano si pone ben al di sotto, con un valore pari al 60%[40]. Questo è particolarmente importante per attirare investitori istituzionali che seguono gli indici medi di flottante della capitalizzazione di mercato per allocare i loro investimenti azionari.

Figura 9 - Capitalizzazione di mercato e imprese quotate nel mercato MTA della Borsa Italiana. Fonte: Report Consob 2018; Abrardi e Rondi (2020).

Un'ulteriore diversità nella tendenza post-crisi di quotazione delle imprese italiane può essere osservata dalla distribuzione dei proventi delle IPO, in cui si nota come la diversificazione del portafoglio si sia gradualmente spostata nel tempo, passando dalle utilities ai servizi e ai beni di consumo. Al contrario, il settore finanziario non ha dominato l'attività di IPO ed è rimasto pressoché costante. In aggiunta, vale la pena notare che solo il 3% di tutto il capitale azionario raccolto nelle IPO italiane tra il 2008 e il 2018 è andato nel settore ad alta tecnologia e alto grado di innovazione, a dimostrazione del fatto che la ricerca e lo sviluppo in Italia sono relativamente basse, soprattutto in relazione alle principali economie europee (Figura 10).

[39] Abrardi e Rondi, *"The European Corporation. Ownership and Control after 25 Years of Corporate Governance Reforms"*, 2020
[40] OECD Capital Market Review of Italy 2020.

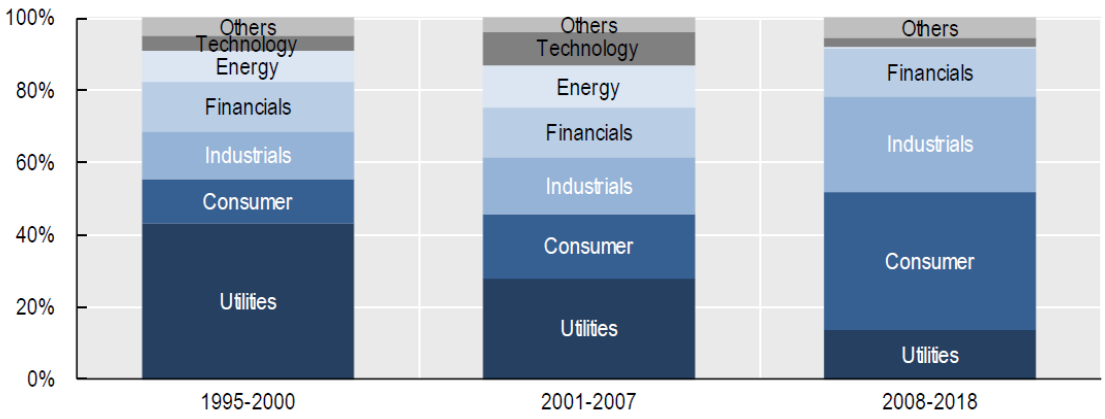

Figura 10 - Percentuale di proventi delle IPO italiane nei diversi settori. Fonte: OECD Capital Market Review of Italy 2020.

Al fine di fornire un quadro completo del mercato azionario italiano, è importante osservare il panorama degli investitori istituzionali[41], la struttura della proprietà e del controllo, a seguito degli importanti cambiamenti avvenuti negli ultimi decenni, attraverso nuove normative e riforme nel contesto istituzionale e giuridico. La Tabella 9 mostra che gli investitori istituzionali, nel periodo dal 2010 al 2018, hanno investito in 60-75 aziende quotate italiane (62 a fine 2018) e detengono partecipazioni (il cui valore sia al di sopra della soglia di informativa sulla proprietà) in media pari a circa solo il 28% del mercato, con una quota media di capitale tra il 7,7 e l'8,5%. Tuttavia, questi risultati potrebbero evidenziare delle problematiche, in quanto ci si aspetterebbe che gli investitori istituzionali svolgano un ruolo fondamentale nel monitoraggio all'interno dell'azienda, al fine di contribuire a ridurre i costi di agenzia (Abrardi e Rondi, 2020). La maggiore proprietà posseduta dagli investitori istituzionali, al 2018, è riferibile agli investitori italiani in sole 13 società quotate, in notevole calo negli anni, mentre agli investitori stranieri in 51 società, che al contrario hanno vissuto un graduale aumento. Inoltre, gli investitori istituzionali italiani detengono più frequentemente partecipazioni in piccole imprese nel settore industriale e dei servizi, al contrario di banche e fondi esteri che sembrano investire in grandi aziende e in diversi settori. In riferimento al numero di partecipazioni detenute da investitori istituzionali, i dati[42] confermano un calo del numero di partecipazioni detenute da banche e compagnie assicurative, specialmente per quelle italiane, nonostante l'entità del loro investimento non abbia subito cambiamenti; e un aumento nel tempo di partecipazioni possedute da *asset managers* e da investitori attivi, come private equity, venture capital e fondi sovrani, soprattutto per quelli esteri. Il ruolo di questi investitori, infatti, può

[41] La definizione fornita dalla Consob per gli investitori istituzionali comprende al suo interno i fondi di investimento, banche e compagnie assicurative, soggette ad obblighi di rendicontazione, le cui partecipazioni sono inferiori al 10%.
[42] CONSOB, *"Report on corporate governance of Italian listed companies"*, 2019.

essere visto come una fonte nuova e innovativa per le imprese giovani e ad alta tecnologia che desiderano accedere al mercato azionario (Figura 11).

	at least one institutional investor			at least one Italian institutional investor			at least one foreign institutional investor		
	no. of companies	*weight*[1]	*mean shareholding*[2]	no. of companies	*weight*[1]	*mean shareholding*[2]	no. of companies	*weight*[1]	*mean shareholding*[2]
2010	78	*28.9*	*8.0*	47	*17.4*	*6.8*	39	*14.4*	*7.7*
2011	75	*28.8*	*7.7*	48	*18.5*	*6.7*	36	*13.8*	*7.1*
2012	67	*26.7*	*8.5*	39	*15.5*	*7.0*	38	*15.1*	*7.9*
2013	66	*27.0*	*7.7*	32	*13.1*	*6.9*	41	*16.8*	*7.0*
2014	74	*31.1*	*7.7*	27	*11.3*	*7.6*	55	*23.1*	*6.6*
2015	68	*29.1*	*7.9*	18	*7.7*	*7.8*	53	*22.6*	*7.5*
2016	61	*26.4*	*7.5*	14	*6.1*	*6.9*	50	*21.6*	*7.2*
2017	60	*26.0*	*7.7*	12	*5.2*	*7.6*	51	*22.1*	*7.3*
2018	62	*26.8*	*7.6*	13	*5.6*	*6.9*	51	*22.1*	*7.5*

Tabella 9: Partecipazioni dei principali investitori istituzionali nelle società quotate in Italia sul mercato MTA della Borsa Italiana. Fonte: Report on corporate governance of Italian listed companies (2019). [Nota: "weight" è il numero di società in percentuale al numero totale di società; "mean shareholding" è la media delle partecipazioni di investitori istituzionali nelle società quotate in cui è presente almeno un investitore istituzionale]

a. Stakes held by major Italian institutional investors in Italian listed companies

	asset managers		banks and insurance companies		private equity, venture capital and sovereign funds		total	
	no. of stakes[1]	*mean stake*[2]	no. of stakes[1]	*mean stake*[2]	no. of stakes[1]	*mean stake*[2]	no. of stakes[1]	*mean stake*[2]
2010	5	*6.3*	44	*5.3*	9	*6.4*	58	*5.5*
2011	5	*6.3*	46	*5.2*	8	*6.5*	59	*5.5*
2012	3	*6.0*	42	*5.2*	5	*6.8*	50	*5.4*
2013	1	*5.1*	36	*5.3*	4	*6.0*	41	*5.4*
2014	1	*5.1*	33	*5.3*	4	*6.2*	38	*5.4*
2015	3	*6.4*	19	*5.4*	3	*6.5*	25	*5.6*
2016	4	*6.0*	8	*7.2*	2	*7.4*	14	*6.9*
2017	4	*7.3*	7	*6.8*	2	*7.4*	13	*7.0*
2018	5	*6.2*	5	*6.7*	4	*6.2*	14	*6.4*

b. Stakes held by major foreign institutional investors in Italian listed companies

	asset managers		banks and insurance companies		private equity, venture capital and sovereign funds		total	
	no. of stakes[1]	*mean stake*[2]	no. of stakes[1]	*mean stake*[2]	no. of stakes[1]	*mean stake*[2]	no. of stakes[1]	*mean stake*[2]
2010	30	*6.3*	12	*5.4*	7	*6.9*	49	*6.2*
2011	24	*5.8*	9	*5.7*	10	*6.6*	43	*6.0*
2012	27	*6.4*	9	*5.8*	12	*6.1*	48	*6.2*
2013	32	*6.4*	5	*5.7*	8	*6.7*	45	*6.3*
2014	44	*6.3*	7	*4.7*	9	*6.0*	60	*6.1*
2015	52	*6.1*	5	*4.1*	10	*6.0*	67	*5.9*
2016	40	*6.5*	4	*4.9*	17	*4.7*	61	*5.9*
2017	42	*5.9*	4	*6.8*	17	*5.9*	63	*5.9*
2018	39	*5.7*	3	*6.6*	23	*6.2*	65	*5.9*

Figura 11 - a. Partecipazioni detenute dai maggiori investitori istituzionali italiani in società quotate italiane. b. Partecipazioni detenute da primari investitori istituzionali stranieri in società quotate italiane. Fonte: Report on corporate governance of Italian listed companies, 2019.

In relazione ai cambiamenti nei consigli di amministrazione è, tuttavia, noto che la maggior parte delle società quotate italiane utilizza un modello tradizionale per la governance e il controllo, che rimane di gran lunga il più ampiamente adottato, con il 98% del totale delle imprese a fine 2018, mentre solo quattro società utilizzano un sistema monistico o dualistico. La riluttanza delle imprese ad adottare sistemi alternativi può essere dovuta al fatto che le novità introdotte dal Codice di Autodisciplina hanno fatto sì che il modello tradizionale acquisisse elementi simili a quelli del sistema monistico e dualistico. Un ulteriore cambiamento, introdotto a seguito del Codice di Autodisciplina per la corporate governance, ha progressivamente introdotto il ruolo degli amministratori indipendenti nei Consigli di Amministrazione e, successivamente, anche nei comitati per il controllo e la remunerazione. Nel 2018 i consigli di amministrazione contano in media 10 membri, di cui quasi la metà sono amministratori indipendenti, a dimostrazione del fatto che è aumentato il peso del ruolo di tali amministratori nei consigli di amministrazione.

Uno degli effetti delle riforme normative in Italia, precedentemente accennate, al fine di aumentare la tutela degli azionisti di minoranza, è stata la riduzione dei gruppi piramidali (Bianchi e Bianco, 2006). Dal Report Annuale della Consob (2019) emerge che nell'ultimo decennio le società appartenenti a gruppi piramidali sono gradualmente diminuite, nonostante rappresentino il 36% della capitalizzazione di mercato a fine 2018. Analizzando il grado di separazione tra proprietà e controllo (misurato confrontando i diritti di voto e i diritti di cash flow), appare che nonostante il numero medio di imprese appartenenti ad un gruppo sia pressoché stabile nel tempo, si mostri un miglioramento nei meccanismi di proprietà e controllo (Abrardi e Rondi, 2020). Similmente, si è progressivamente ridotto il numero di patti parasociali, a seguito sia dell'introduzione del Codice di Autodisciplina sia dell'aumento di investitori istituzionali, specialmente esteri, in quanto il mercato finanziario considera tali accordi come uno strumento per isolare le aziende dal mercato del controllo aziendale. Allo stesso modo, anche la deviazione dalla struttura "one-share-one-vote" e, in particolare, il numero di società che emettevano di azioni senza diritto di voto, sono costantemente diminuiti. Abrardi e Rondi (2020) sostengono che tale calo può essere dovuto in parte alle operazioni di fusione e *delisting*, e in parte alla conversione di azioni senza diritto di voto in azioni ordinarie, al fine di soddisfare le preferenze degli investitori istituzionali. Inoltre, come indicato in precedenza, nel 2014 una nuova legge (116/2014) ha consentito alla società di emettere azioni con maggiori diritti di voto, fino a tre voti per azione (azioni con voto multiplo), e *loyalty shares* allo scopo di incentivare le PMI a finanziarsi tramite il mercato azionario e poter consentire agli azionisti di controllo di mantenere stretto e separato il controllo dell'azienda dalla proprietà.

Si può concludere, quindi, che questi cambiamenti abbiano permesso di avvicinare il quadro istituzionale italiano agli standard del mercato europeo e internazionale, allo scopo di promuovere lo sviluppo dei mercati azionari, favorire l'espansione delle piccole imprese, soprattutto nei settori ad alta tecnologia, e per promuovere l'imprenditorialità e la crescita dell'occupazione associata a tali imprese. Tuttavia, l'economia italiana rimane tuttora caratterizzata da un mercato azionario sottosviluppato e da un elevato numero di piccole e medie imprese, in larga parte operante nel settore manifatturiero, che si affidano maggiormente ad un finanziamento esterno bancario e sono riluttanti a quotarsi in borsa e a rilasciare parte delle quote di partecipazione. Queste riforme, inoltre, non hanno portato a cambiamenti radicali nel modello italiano di proprietà e controllo, ma hanno avuto un notevole impatto sul funzionamento del mercato dei capitali, rendendolo più moderno ed efficiente. Le nuove leggi e le riforme istituzionali hanno permesso non solo di aumentare la trasparenza del mercato e le informazioni societarie, cercando di allineare gli interessi tra proprietà e controllo e migliorando i meccanismi di corporate governance, ma hanno anche consentito di rendere più attraente il mercato dei capitali italiano per gli investitori internazionali, migliorando sia la tutela degli investitori sia degli azionisti di minoranza.

4.2 TESSUTO INDUSTRIALE ED ECONOMICO POST-CRISI IN ITALIA

A partire dagli anni Duemila, l'Italia è stata profondamente colpita dalla crisi finanziaria globale del 2008 e dalla successiva crisi del debito sovrano in Europa, trascurando l'attuale crisi economica da Covid-19, e ha attraversato una tra le peggiori recessioni dagli anni '60. Grazie ad importanti riforme strutturali degli ultimi anni, l'economia italiana ha vissuto una graduale ripresa economica dal 2014, con una crescita del PIL dell'1,8% nel 2017 e dello 0,7% nel 2018, e un aumento del tasso di occupazione dell'1,2% nel 2017, raggiungendo i livelli precrisi, nonostante una diminuzione nell'anno seguente. Tuttavia, rispetto alla maggior parte dei principali paesi europei i tassi di crescita sono ancora inferiori, tanto che la crescita media del PIL italiano è stata prossima allo zero negli ultimi 15 anni, al contrario di paesi come Germania e Francia che hanno registrato tassi di crescita medi annui dell'1,3% e dell'1,1%. Inoltre, la disoccupazione giovanile e di lungo periodo in Italia è tra le più alte in Europa. Nel 2018, infatti, a dieci anni dallo scoppio della crisi finanziaria, il PIL pro capite dell'Italia non aveva ancora raggiunto il livello precrisi, inferiore di circa il 7% rispetto al 2007 (OECD Economic Outlook, 2019). In aggiunta, come visto nel capitolo precedente, l'Italia presenta elevati livelli di indebitamento nel settore delle imprese, in cui i prestiti bancari alle imprese non finanziarie ammontavano alla fine del 2018 a quasi il 40% del PIL. Nonostante tale

rapporto sia diminuito negli ultimi anni, rimane sostanzialmente alto, soprattutto in relazione alle principali economie europee.

Uno tra i motivi principali connessi alla lenta ripresa della crescita economica è relativo alla debole produttività delle imprese italiane. Gli indici di crescita della produttività del lavoro e della produttività totale dei fattori permettono di individuare la performance e l'efficienza economica come driver dei cambiamenti degli standard di vita di un paese. A seguito di un forte calo degli indicatori dopo la crisi del 2008, e una lieve diminuzione nel 2012, la crescita della produttività ha avuto un trend positivo su entrambe le misure, malgrado un andamento fluttuante intorno allo zero (Grafico 3). Tali dinamiche di produttività possono essere viste come un freno alla crescita economica, ostacolando la competitività delle imprese italiane.

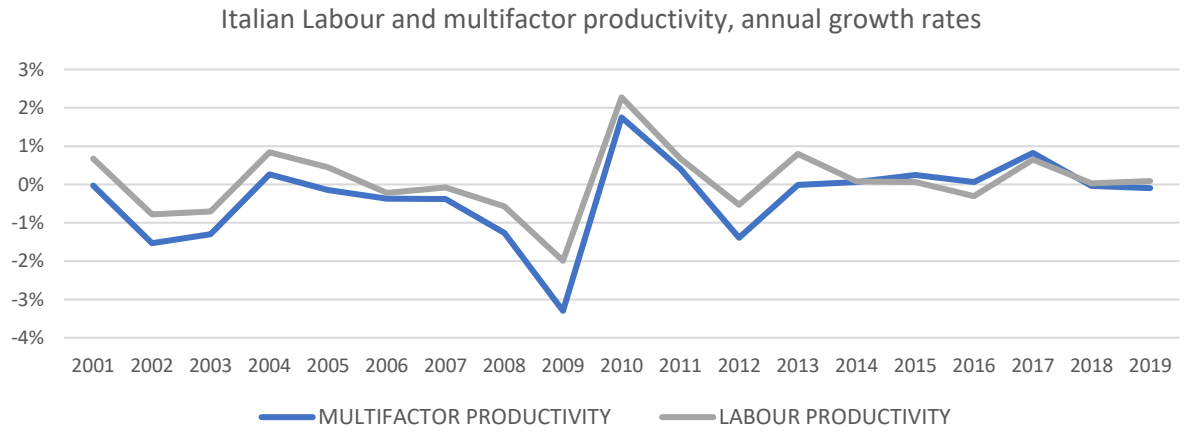

Grafico 3: Produttività del lavoro e produttività totale dei fattori in Italia (tasso di crescita annuo). Fonte: OECD Database

È interessante notare uno studio svolto da Giordano, Lanau, Tommasino e Topalova (2015), i quali indagano quanto l'interazione e l'inefficienza dei servizi pubblici possa avere un impatto sulla produttività delle imprese. Tale ricerca è motivata dallo scarso aumento di produttività in Italia sin dagli anni '90, che può essere ricondotto a differenti interpretazioni, quali: la presenza di una specializzazione settoriale nella sola industria manifatturiera; al fatto che le piccole e medie imprese hanno generalmente una produttività inferiore delle grandi aziende; una regolamentazione del lavoro troppo complicata e rigida che frena il mercato del lavoro; un'inefficienza giudiziaria che potrebbe creare ostacoli nell'operare di un'impresa rallentandone la crescita; la mancanza di capitale umano, o ancora un problema di bassa imprenditorialità e capacità manageriali. Il risultato di tale ricerca individua, quindi, come l'inefficienza del settore pubblico possa danneggiare

l'efficienza delle imprese, dimostrando che un efficace settore pubblico in Italia potrebbe avere un impatto positivo sulla produttività a livello macroeconomico.

Ulteriori interpretazioni possono essere correlate alla bassa crescita della produttività, inclusa una allocazione errata delle risorse nelle aziende, una bassa innovazione, una insufficiente corporate governance e, in parte, anche all'evasione fiscale. La quantità di ricerca e sviluppo (R&S) è generalmente vista come un importante indicatore della capacità di innovazione di un'economia, che a sua volta contribuisce alla crescita di produttività. In Italia, infatti, la spesa in R&S in percentuale del PIL nel 2016 è pari al 1,4%, che è relativamente bassa rispetto a Francia e Germania con rispettivamente il 2,2% e il 3%. Inoltre, più della metà della spesa totale in R&S di questi paesi proviene dal settore imprenditoriale, al contrario dell'Italia in cui il settore delle imprese ha contribuito in maniera inferiore.[43]

L'Italia, nonostante negli ultimi anni abbia cercato di attuare diverse riforme al fine di migliorare la condizione finanziaria delle imprese e favorire una graduale ripresa economica, si trova tuttora in ritardo rispetto alle grandi economie europee. Appare, pertanto, necessario migliorare l'allocazione dei capitali e l'accesso a diverse fonti di finanziamento, allo scopo di stimolare gli investimenti orientati alla crescita aziendale per sostenere l'innovazione, la produttività e la creazione di posti di lavoro, offrendo un'opportunità per incentivare lo sviluppo economico. Al fine di comprendere le specifiche esigenze di finanziamento delle imprese è, quindi, importante comprendere le caratteristiche demografiche e dimensionali delle imprese italiane.

Il quadro che emerge chiaramente dal tessuto industriale italiano è come le piccole e medie imprese (PMI) ricoprano un ruolo centrale. La classificazione della dimensione delle società sulla base del numero di dipendenti[44] mostra che nel 2016 in Italia il 95% di tutte le imprese non finanziarie erano le microimprese, attestandosi con una tra le più alte percentuali nei principali paesi europei. Al contrario, le piccole e medie imprese in Italia rappresentavano rispettivamente il 4,6% e lo 0,5%, e solamente lo 0,1% delle aziende possedevano più di 250 dipendenti. Inoltre, una caratteristica notevole dell'Italia è che nelle microimprese è presente una elevata quota di occupazione, le quali impiegano il 45% della forza lavoro e mostrano una particolarmente bassa produttività del lavoro, soprattutto in relazione alle maggiori economie europee. In Italia, l'elevata occupazione nelle piccole imprese con bassa produttività rispetto all'occupazione nelle grandi aziende ad alta

[43] Fonte dati: OECD Main Science and Technology Indicators database.
[44] Ci sono diversi criteri di classificazione della dimensione delle imprese, una tra i più comuni è sulla base del numero degli occupati: micro (da 1 a 9 dipendenti); piccole (Da 10 a 49 dipendenti); medie (da 50 a 249 dipendenti); e grandi (oltre 249 dipendenti).

produttività, potrebbe essere uno dei motivi che deprimono i livelli di produttività. Pertanto, un cambiamento nei modelli di occupazione indirizzato alle aziende più grandi potrebbe essere uno strumento per incoraggiare la produttività delle imprese nell'economia italiana.

Utilizzando la stessa classificazione dei gruppi aziendali in base al numero di dipendenti, si raffigura come le aziende italiane siano ripartite nei diversi settori. Dalla Tabella 10 si nota come le aziende all'interno del commercio all'ingrosso e al dettaglio rappresentino la maggior parte delle imprese attive, con una percentuale di circa il 24,3%. Inoltre, questo risulta essere il settore in cui non solo sono attive il maggior numero di micro e piccole imprese, rispettivamente con il 24,7% e il 18,6%, ma presenta anche una elevata occupazione, secondo solo al settore manifatturiero, che mostra invece il maggior numero di addetti alle imprese. Altri settori rilevanti, sia sul totale imprese che per numero di microimprese, sono le attività professionali, scientifiche e tecniche, che si caratterizzano con la seconda quota maggiore, seguite dal settore delle costruzioni. Tuttavia, è importante notare le differenze di produttività tra le differenti categorie di dimensione nelle industrie appena citate. Quello che emerge è un netto divario di produttività tra le micro e le grandi imprese in Italia e in Spagna, rispetto ai restanti principali paesi europei. Nell'industria dei servizi, invece, tali differenze sono meno accentuate, riflettendo, ad esempio, i vantaggi competitivi nei mercati di nicchia. Inoltre, nonostante le medie imprese italiane evidenzino una significativa forza produttiva, il loro numero non è sufficientemente alto per poter aumentare il livello di produttività nell'intera economia. Questo potrebbe essere in parte causato dai processi manifatturieri ad alta intensità di capitale, che creano barriere all'ingresso o alla crescita[45].

[45] OECD Capital Market Series, *"OECD Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers",* 2020

Imprese attive e addetti alle imprese in Italia nel 2018										
Periodo	2018									
Tipo dato	IMPRESE ATTIVE					ADDETTI ALLE IMPRESE				
Classe di addetti	0-9	10-49	50-249	250 e più	totale	0-9	10-49	50-249	250 e più	totale
Codice Ateco										
B: estrazione di minerali da cave e miniere	0,0%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%
C: attività manifatturiere	7,4%	30,6%	37,7%	32,5%	8,6%	11,0%	32,5%	37,5%	22,9%	21,6%
D: fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	0,3%	0,2%	0,4%	1,0%	0,3%	0,1%	0,3%	0,5%	1,4%	0,5%
E: fornitura di acqua reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento	0,2%	1,0%	2,1%	3,3%	0,2%	0,3%	1,0%	2,3%	2,4%	1,2%
F: costruzioni	11,3%	9,4%	4,9%	2,2%	11,2%	11,1%	8,9%	4,4%	1,4%	7,6%
G: commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di autoveicoli e motocicli	24,7%	18,6%	12,8%	13,6%	24,3%	25,6%	17,8%	12,2%	14,9%	19,8%
H: trasporto e magazzinaggio	2,5%	6,1%	8,9%	9,6%	2,7%	3,0%	6,6%	9,0%	11,9%	6,5%
I: attività dei servizi di alloggio e di ristorazione	7,2%	13,9%	4,3%	3,3%	7,5%	11,8%	12,1%	4,0%	3,7%	9,0%
J: servizi di informazione e comunicazione	2,4%	3,0%	4,0%	4,4%	2,4%	2,3%	3,0%	4,1%	5,2%	3,3%
K: attività finanziarie e assicurative	2,3%	0,9%	1,8%	4,1%	2,3%	1,9%	0,9%	2,1%	8,2%	3,1%
L: attività immobiliari	5,6%	0,4%	0,2%	0,1%	5,4%	3,7%	0,3%	0,2%	0,1%	1,7%
M: attività professionali, scientifiche e tecniche	18,1%	4,1%	3,8%	3,7%	17,4%	13,0%	3,9%	4,0%	2,4%	7,6%
N: noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese	3,4%	5,0%	9,1%	12,2%	3,5%	3,4%	5,4%	9,4%	18,5%	8,0%
P: istruzione	0,8%	1,0%	0,8%	0,2%	0,8%	0,7%	1,0%	0,8%	0,1%	0,7%
Q: sanità e assistenza sociale	7,2%	2,8%	6,9%	8,2%	7,0%	5,6%	3,2%	7,4%	5,7%	5,4%
R: attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento	1,7%	1,1%	0,8%	0,7%	1,6%	1,5%	1,1%	0,8%	0,5%	1,1%
S: altre attività di servizi	5,0%	1,8%	1,3%	0,8%	4,8%	5,0%	1,7%	1,3%	0,4%	2,8%

Tabella 10: Quota imprese attive e addetti alle imprese in Italia nel 2018. Fonte dati: Istat, elaborazione personale.

Il settore industriale italiano, dunque, è stato duramente colpito dalla crisi finanziaria. Parallelamente alla caduta del PIL nel 2009, le vendite aggregate del settore aziendale sono diminuite di oltre l'8% e la redditività del capitale proprio (ROE) ha avuto un calo significativo (Grafico 4). A seguito di un periodo di lieve ripresa, la crescita delle vendite aggregate è tornata negativa a causa dell'insorgere della crisi del debito sovrano in Europa. Analogamente, mentre il ROE medio tra il 2005 e il 2007 si attestava circa all'8%, dopo la crisi si presentava inferiore al 4%, con solo una lieve ripresa sopra il 5% nel 2016. Tuttavia, nonostante le altre economie europee

abbiano registrato cali sostanziali del ROE, l'Italia mostra livelli inferiori nelle performance del settore industriale, causando squilibri nel bilancio delle imprese italiane.

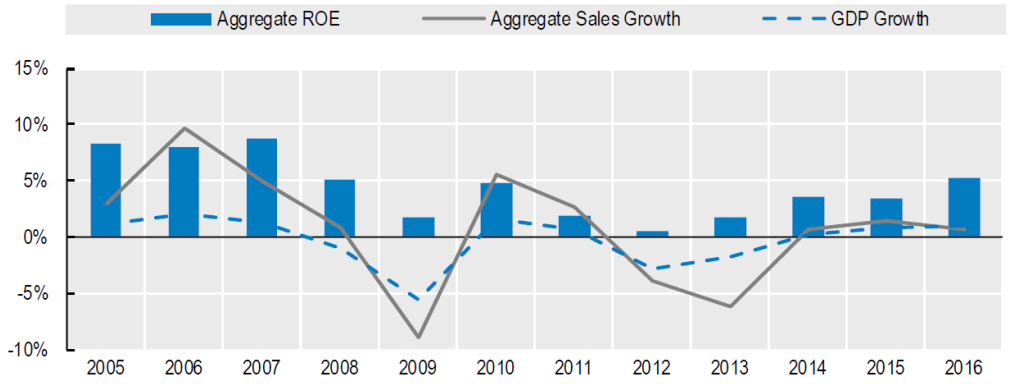

Grafico 4: Tasso di crescita delle vendite, performance (ROE) e del PIL in Italia. Fonte: OECD Capital Market Review of Italy 2020.

Una tra le ragioni di questo divario persistente è che le società in perdita (utile netto negativo) hanno una quota elevata nel settore delle imprese italiane. La quota di imprese italiane con reddito netto negativo nel 2009 risultava oltre la metà, soprattutto all'interno della categoria delle piccole e medie imprese. Dopo diversi anni di graduale ripresa, questo rapporto è sceso al 37% nel 2016. La presenza delle PMI nel tessuto industriale italiano ha inciso sulla vulnerabilità e sulla resilienza dell'economia, in quanto tali imprese sono generalmente più fragili nell'affrontare rallentamenti della domanda rispetto alle grandi imprese durante i periodi di crisi, incidendo sulle performance del settore imprenditoriale. A differenza dell'Italia, le altre principali economie europee non hanno assistito ad un aumento significativo della quota di società in perdita nel periodo post-crisi, ad eccezione della Spagna, che ha avuto un trend simile a quello italiano, anche se ad un livello inferiore (Grafico 5).

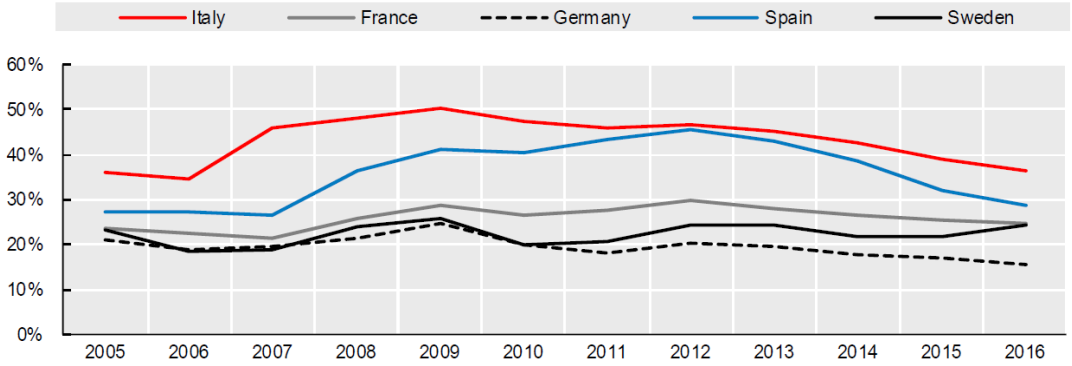

Grafico 5: Percentuale di imprese in perdita in Italia e nelle principali economie europee. Fonte dati: OECD-ORBIS Corporate Finanace dataset.

Per quanto riguarda la struttura finanziaria delle imprese, l'Italia, come visto nel capitolo precedente, si caratterizza per una significativa e maggiore dipendenza dal debito rispetto alla media europea, nonostante negli ultimi anni si sia assistito ad una costante riduzione, anche se lieve, del totale dei prestiti bancari al settore delle imprese non finanziarie. Questo può essere spiegato, da un lato, perché le forme di finanziamento di debito, alternative a quello bancario, non sono state sufficientemente ampie da sostituire i presti bancari, che hanno portato ad un conseguente calo del leverage delle imprese. Dall'altro, le iniezioni di capitale proprio, nel periodo tra il 2011 e il 2016, potrebbe aver prodotto un calo della leva finanziaria aziendale (Banca d'Italia, 2018). Inoltre, i fattori che possono aver influenzato l'accesso a fonti alternative di finanziamento per una azienda potrebbe essere in stretta relazione al fatto che si tratti di un'impresa quotata o che sia affiliata ad un gruppo di società. In aggiunta, l'Italia presenta molte caratteristiche in linea con quello che viene definito sistema finanziario bank-based, in quanto le imprese fanno tipicamente molto più affidamento sul debito bancario che sulle obbligazioni o sul mercato azionario. Sebbene il numero di investitori istituzionali, come fondi di investimento e banche d'affari, sia aumentato dopo il 2000, le banche hanno continuato a fornire la maggior parte dei finanziamenti esterni utilizzati dalle imprese italiane, in particolare quelle private e non quotate (Abrardi e Rondi, 2020).

L'analisi della struttura degli investimenti e dei finanziamenti delle imprese richiede non solo di trattare l'intero settore aziendale come un'entità unica, ma anche quello di considerare ulteriori caratteristiche chiave, come l'assetto proprietario e il controllo, le dimensioni e lo status di quotazione. Per questo motivo è utile prendere in considerazione le diverse categorie di imprese non finanziarie presenti in Italia (Tabella 11). Innanzitutto, tenendo conto degli asset, si possono individuare le società quotate, che comprendono in media circa 216 imprese con un patrimonio mediano di circa 341 milioni di euro. Ci sono poi le grandi società non quotate, che contano in media circa 2.925 e un patrimonio di 159 milioni di euro in media. Relativamente alle piccole e media imprese, queste si possono suddividere in: PMI affiliate ad un gruppo, che includono in media 16.523 aziende con un patrimonio medio di 5 milioni di euro; e infine le PMI indipendenti che rappresentano la quota più grande in termini di numero di imprese, circa 254.000, ma la più piccola in termini di dimensioni, con un patrimonio mediano intorno ai 533.000 euro.

	Category 1: Listed companies		Category 2: Large unlisted companies		Category 3: SMEs part of a group		Category 4: Independent SMEs	
Year	Number of companies	Median Assets (Thousands EUR)	Number of companies	Median Assets (Thousands EUR)	Number of companies	Median Assets (Thousands EUR)	Number of companies	Median Assets (Thousands EUR)
2005	192	414 984	2 554	165 609	11 676	7 371	167 015	1 002
2006	209	423 675	2 789	162 163	12 423	7 193	169 220	1 081
2007	231	387 563	2 903	159 624	17 405	4 164	290 891	344
2008	225	369 936	3 102	159 012	18 610	3 946	295 792	375
2009	217	343 463	3 021	158 179	18 625	3 804	288 913	386
2010	213	340 047	3 148	154 979	19 743	3 754	287 775	395
2011	211	352 374	3 113	154 252	19 184	4 215	275 134	445
2012	207	337 447	2 954	156 036	17 844	4 502	263 934	478
2013	210	310 763	2 767	158 477	15 968	4 842	253 682	485
2014	220	294 148	2 879	159 111	16 133	5 260	250 023	488
2015	228	256 682	2 930	159 957	15 705	5 610	256 245	474
2016	227	268 580	2 934	162 353	14 954	6 213	254 946	446

Tabella 11: Numero di imprese e asset nelle diverse categorie di imprese non finanziarie italiane. Fonte: OECD-ORBIS Corporate Finance dataset, "Capital Market Review of Italy 2020".

Rispetto alla maggior parte dei paesi industrializzati, la struttura dell'industria italiana è caratterizzata, quindi, da una quota molto ampia di piccole e medie imprese e da uno scarso numero di società quotate. In relazione alle imprese italiane che decidono di intraprendere la quotazione si nota, invece, una tendenza ad essere tipicamente più vecchie e più grandi, soprattutto rispetto alle aziende americane e inglesi che intraprendono un'IPO (Carpenter e Rondi, 2006; Paleari, Pellizzoni e Vismara, 2008; Pagano et al., 1998). Questo suggerisce che le imprese in Italia decidono di quotarsi solo in una fase più avanzata del loro ciclo di vita, ovvero quando hanno già raggiunto una dimensione critica. Una seconda caratteristica importante all'interno del tessuto industriale italiano è l'esistenza di gruppi piramidali, che tipicamente sono guidati da una società madre che detiene partecipazioni in diverse società e spesso si identifica come un gruppo a controllo familiare.

A questo proposito, si prende in considerazione lo studio condotto da Abrardi e Rondi *"The European Corporation. Ownership and Control after 25 Years of Corporate Governance Reforms"* (2020), che contiene un focus sulle evoluzioni della struttura proprietaria nelle società quotate e non in Italia. In relazione alla corporate governance nelle società quotate viene mostrato come la concentrazione proprietaria di tali imprese sia elevata e stabile, in cui la quota media del maggiore azionista è rimasta pressoché stabile dal 1993 al 2016 con il 66%, una quota media del 25% per il secondo e terzo maggiore azionista, lasciando un residuo di circa il 7-9% in media dell'intero capitale per gli azionisti di minoranza. Pertanto, le autrici affermano che nelle società non quotate il controllo è tipicamente ottenuto tramite la concentrazione della proprietà, dove tuttavia molti azionisti si affidano alla formazione di gruppi piramidali, spesso volti a sottrarsi alle restrizioni del diritto del lavoro o ad eludere le tasse, piuttosto che come strumento per migliorare il controllo. In

maniera simile, in assenza di una maggioranza diretta, può avvenire l'utilizzo patti parasociali o clausole statuarie per ottenere il controllo e limitare la trasferibilità delle azioni. Valutando un quadro relativo al 2016, tale studio mostra che le società non quotate sono generalmente imprese familiari[46], seguite da partecipazioni private non finanziarie (34%) e dalle coalizioni (20%), mentre hanno una minore incidenza le imprese a controllo statale (9%) e le aziende finanziarie (3%). (Grafico 6)

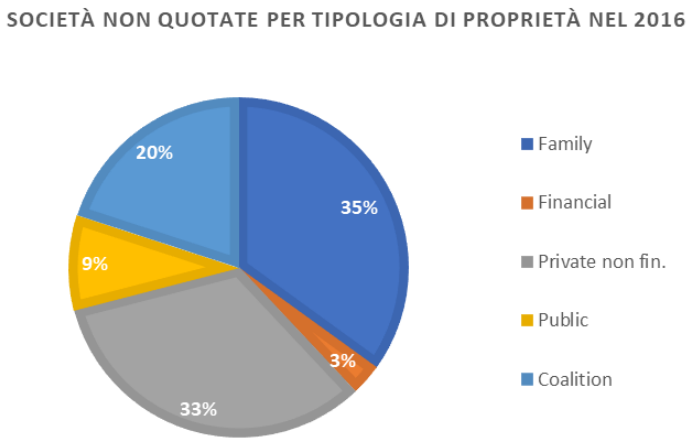

Grafico 6: Società non quotate in Italia per tipologia di proprietà nel 2016. Fonte: Baltrunaite, Brodi e Mocetti (2019); Abrardi e Rondi (2020).

Analogamente, per quanto riguarda le società quotate emerge una tendenza stabile nel tempo, in cui l'azionista di maggioranza detiene una quota abbastanza elevata e costante (in media al 47%). Al contrario, la quota degli altri azionisti ha subito una diminuzione negli anni (12,2% a fine 2018), mentre la quota di mercato è cresciuta complessivamente (39,5% a fine 2018). Questa situazione si rispecchia anche nella concentrazione della proprietà che è rimasta pressoché stabile ed elevata per il maggiore azionista (in media del 35%), ma una quota persistentemente piccola ed in continua decrescita per gli altri azionisti rilevanti (Tabella 12). Abrardi e Rondi affermano, infatti, che tale calo della quota degli altri azionisti maggiori, principalmente composta da banche e fondi di investimento, può essere dovuto ad un interesse alquanto cauto da parte degli investitori istituzionali.

[46] La definizione di impresa familiare, utilizzata in tali studi, si basa sul concetto di parentela stretta, senza considerare altri tipi di parentela più "distante", e non comprende le imprese collegate ad un'impresa familiare attraverso una partecipazione al capitale azionario.

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

Tabella 12: Concentrazione delle partecipazioni nelle società quotate italiane. Fonte: Report annuale Consob (2019).
[Nota: "weighted mean" considera la media pesata dal valore di mercato delle azioni ordinarie]

Una diretta conseguenza dell'elevata concentrazione nella proprietà delle imprese quotate italiane è che la maggior parte di esse risulta essere controllata (nel 2018 sono 203 società su 231, pari all'87,8% del totale) sia tramite una maggioranza di controllo sia tramite un "controllo debole"[47] sia attraverso un accordo tra gli azionisti per controllo. È interessante notare, in relazione al controllo delle società quotate, a chi appartiene la proprietà ultima delle imprese. Si può constatare che, come si era già detto in precedenza, il modello di controllo è prevalentemente quello familiare, che rimane negli ultimi anni in costante aumento, sia nel numero che nella capitalizzazione di mercato. Le società a controllo statale e di autorità locale, invece, nonostante contino un numero relativamente inferiore (23 società nel 2018), coprono la quota maggiore nel mercato azionario italiano (37,8% della capitalizzazione di mercato totale). Al contrario, le società controllate da un istituto finanziario rimangono pressoché costanti e quelle a controllo "misto" si caratterizzano per basso numero e in lieve decrescita. Infine, l'ultima categoria di imprese, dove non è possibile identificare un agente ultimo di controllo (ovvero le società non controllate), ha subito un leggero calo, ma rappresenta un elevato numero di società e copre una elevata quota di capitalizzazione del mercato (rispettivamente con 38 società e 27% di capitalizzazione nel 2018). (Tabella 13)

[47] La Consob definisce le società debolmente controllate come "le società non controllate né da un accordo parasociale né controllate a maggioranza, incluse in una delle seguenti categorie: *i)* un singolo azionista detiene almeno il 30% delle azioni ordinarie; *ii)* un singolo azionista detiene una partecipazione: *a)* superiore al 20% delle azioni ordinarie e *b)* superiore alla metà della somma delle azioni ordinarie detenute da tutti i principali azionisti".

	families			State and local authorities			financial institutions			mixed[1]			no UCA[2]		
	no.	weight[3]	% market cap[4]	no.	weight[2]	% market cap[3]	no.	weight[2]	% market cap[3]	no.	weight[2]	% market cap[3]	no.	weight[2]	% market cap[3]
2012	152	60.6	26.4	22	8.8	41.7	9	3.6	0.6	20	8.0	6.8	48	19.1	24.5
2013	149	61.1	29.7	21	8.6	34.7	9	3.7	0.7	16	6.6	7.2	49	20.0	27.8
2014	145	60.9	27.7	19	8.0	32.2	11	4.6	0.9	16	6.7	7.5	47	19.7	31.7
2015	143	61.1	29.2	19	8.1	30.4	10	4.3	0.9	14	6.0	3.6	48	20.5	35.9
2016	146	63.5	33.3	21	9.1	35.9	10	4.3	0.8	12	5.2	3.6	41	17.8	26.5
2017	145	62.8	33.5	23	10.0	34.0	14	6.1	0.9	7	3.0	2.6	42	18.2	29.0
2018	152	65.8	33.0	23	10.0	37.8	11	4.8	0.4	7	3.0	1.9	38	16.4	27.0

Tabella 13: Identità dell'ultimo agente di controllo (UCA) nelle società quotate italiane. Fonte: Report annuale Consob (2019). [Note. "weighted" si riferisce al numero di società in percentuale al totale. Le società "miste" sono quelle non comprese nelle altre categorie (es. società controllate da famiglie o da istituti finanziari]

Quanto emerge da questo contesto è che nell'economia italiana le società private, o più tipicamente le imprese familiari che spesso discendono dal fondatore dell'azienda, i cui familiari gestiscono e collaborano nello svolgimento dell'attività, sono dominanti anche nel mercato della public equity. Burkart, Panunzi e Shleifer (2003) sostengono che le imprese familiari siano maggiormente presenti in paesi con strutture giuridiche deboli, in quanto la gestione da parte di un familiare potrebbe sostituire la mancanza di governance ed *enforcement* dei contratti. Ciononostante, le imprese possono essere presenti anche in paesi dove le possibilità di esproprio sono limitate (Gilson, 2005). Inoltre, il fatto che i manager stessi siano proprietari, nella maggior parte delle imprese a conduzione familiare, può portare all'eliminazione dei possibili conflitti che potrebbero scaturire tra proprietari e manager (La Porta, et al., 1999; Claessens, Djankov e Lang, 2000; Volpin, 2002; Anderson e Reeb, 2003; Villalonga e Amit, 2006).

Tuttavia, le imprese familiari potrebbero sottoperformare rispetto a quelle non familiari, in quanto, essendo meno diversificate rispetto ad altri tipi di azionisti, possono risultare avversi al rischio e pertanto rinunciare a progetti o investimenti profittevoli (Faccio, Marchica, e Mura, 2011; Heaney and Holmen, 2008). In aggiunta, la minore performance, in termini di minore crescita delle imprese e minore raccolta di capitale, potrebbe essere dovuta all'elevata concentrazione della proprietà in risposta alla debole protezione degli investitori nel paese (Rondi ed Elston, 2009). Infatti, Lins, Volpin e Wagner (2013) mostrano che le aziende familiari sottoperformano e agiscono in modo più conservativo durante una crisi, a causa anche di una più facile estrazione di benefici privati di controllo. Abrardi e Rondi, in *"Ownership and Performance in the Italian Stock Exchange: The Puzzle of Family Firms"* (2020), hanno analizzato le società familiari quotate in Italia, mostrandone i cambiamenti e l'evoluzione nel tempo in termini di proprietà, corporate governance e performance. Quello che emerge da tale analisi è che l'impresa familiare, nelle società quotate

italiane, è il modello di proprietà prevalente (nel 2017 rappresentavano il 69,3% di tutte le aziende private quotate) e tende ad operare principalmente di più nel settore manifatturiero, piuttosto che in quello dei servizi.

Nonostante si noti una lieve diminuzione generale delle imprese private, in particolare a seguito della crisi del 2008, le società familiari con CEO familiare sembrano relativamente stabili nel tempo. Le autrici, inoltre, sostengono che le imprese italiane siano ancora lontane dal poter essere definite ad azionariato disperso, perché sono tendenzialmente controllate con quote azionarie molte elevate, in particolare da investitori privati che mantengono fortemente il controllo delle imprese. Ugualmente la presenza dello Stato, come azionista, copre un ruolo importante nel controllo delle imprese, nonostante vi sia stato un graduale calo dovuto soprattutto al processo di "privatizzazione", tuttora in corso. È interessante notare la concentrazione della proprietà delle imprese familiari che hanno una quota di controllo media tendenzialmente costante al 60%, coerentemente con il fatto che anche nelle imprese private non familiari il maggiore azionista possiede una quota rilevante e in aumento negli ultimi anni (tipicamente superiore al 30%).

Conformemente con Bianchi et al. (2006), anche Abrardi e Rondi (2020) sostengono che in Italia la separazione tra proprietà e controllo sia abbastanza diffusa, mostrando che anche la percentuale di imprese con dualità CEO-presidente è aumentata negli ultimi anni, al contrario della quota di imprese con una struttura azionaria dual-class e del numero di patti parasociali che appaiono costantemente in diminuzione nelle aziende familiari. Inoltre, le autrici sostengono, in linea con gran parte della letteratura precedente, che vi siano prove discordanti nell'analisi delle performance delle aziende familiari italiane: da un lato, trovano che le imprese familiari ottengono risultati superiori in termini di significatività; dall'altro, il valore di mercato (misurato dal rapporto market-to-book) è significativamente inferiore. Questa reazione del mercato può derivare da una cautela degli investitori in merito alla governance, in quanto il mercato percepisce un rischio maggiore di esproprio da parte degli azionisti di controllo, che generalmente detengono eccesso di potere, o può derivare dal fatto che le imprese familiari operino tipicamente in settori altamente competitivi (Abrardi e Rondi, 2020). A dimostrazione di ciò, la partecipazione della famiglia nella gestione aziendale tende a sottoperformare rispetto alla presenza di manager esterni, in particolare quando il CEO familiare è anche presidente del consiglio di amministrazione.

Nonostante questa evidenza, le imprese familiari rimangono il modello predominante di proprietà in Italia, anche tra le società quotate. La stabilità degli assetti proprietari nelle società italiane riflette non solo i fattori culturali e strutturali, ma la presenza di una certa riluttanza a cedere o diluire la quota di controllo. Infatti, l'Italia si caratterizza per un mercato del controllo societario poco attivo

e per un numero limitato di IPO, che causa una diminuzione della concentrazione della proprietà e non garantisce i finanziamenti necessari per gli investimenti e la crescita. Nonostante la politica italiana, negli ultimi anni, abbia incoraggiato un migliore accesso e un maggiore utilizzo del capitale azionario per fornire alle imprese gli incentivi corretti per quotarsi, si possono individuare ancora diversi ostacoli che spingono le imprese italiane a rimanere fuori dal mercato azionario. È noto, infatti, che i costi per intraprendere una quotazione sono elevati: correlati nel breve periodo ai costi della procedura di ammissione e nel lungo termine agli obblighi di trasparenza. Le aziende che diventano pubbliche devono affrontare non solo dei requisiti stringenti per poter accedere al mercato azionario, ma devono anche attenersi a regole di divulgazione, che potrebbero costringerle a divulgare informazioni sensibili a potenziali concorrenti (Carpenter e Rondi, 2006). Un'ulteriore e non trascurabile componente dei costi è relativa al già citato fenomeno dell'*underpricing* nelle IPO, che in Italia si stima in media, nel periodo 1985-2018, essere un premio pari al 13,1%[48].

Oltre ai costi e ai requisiti di quotazione, in Italia sono presenti differenti fattori che potrebbero limitare sia la domanda sia l'offerta di finanziamenti con capitale proprio. La limitata domanda di azioni in Italia è dovuta, in parte, a politiche governative che hanno limitato la liquidità delle azioni e scoraggiato la detenzione di azioni da parte di investitori privati e, in parte, ad un sistema giuridico, di tradizione civile francese, che non è in grado di fornire una adeguata protezione legale agli investitori e agli azionisti di minoranza, con una bassa qualità di *law enforcement* e con scarsi standard contabili. Di conseguenza, anche l'offerta di capitale è limitata, in particolare a causa della struttura di corporate governance presente in Italia che, come anzidetto, si contraddistingue per essere basata su una proprietà familiare. Pertanto, si ritrova una elevata concentrazione della proprietà, controllata tipicamente da un singolo individuo o da una famiglia, e spesso anche attraverso gruppi piramidali (Bianchi et al., 2001). I gruppi piramidali, infatti, sono in grado di raccogliere fondi massimizzando i ricavi dalla vendita di azioni ad una controllata senza perdere i diritti di controllo sull'intera struttura del gruppo e consentono all'azionista di controllo di disporre tutti gli assets con un investimento minimo (Carpenter e Rondi, 2006). Uno studio condotto da Bianco e Bianchi, *"Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions?"* (2006), ha evidenziato una maggiore dispersione della proprietà nelle imprese italiane rispetto al passato, con riferimento alla quota del principale azionista, e una riduzione del modello piramidale, a cui però ha corrisposto, in sostituzione a questo, un aumento di modelli di coalizioni di controllo basati su meccanismi di coordinamento tra gruppi di azionisti rilevanti.

[48] Loughran, Ritter e Rydqvist, *"Initial Public Offerings: International Insights"*, 1994 (aggiornato al 2020).

Tuttavia, uno degli elementi di maggior rilievo è relativo alla riluttanza a quotarsi da parte del proprietario-fondatore dell'impresa, perché vi è il timore di perdita dei diritti di controllo e dei benefici privati ad esso associati (Barca, 1994). Inoltre, la rinuncia all'intraprendere la quotazione può essere dettata anche dalle difficoltà connesse al cambiamento dei meccanismi di gestione interna aziendale e dall'avversione al coinvolgimento di amministratori e manager esterni al gruppo familiare (Giordano e Modena, 2017). Precedenti studi suggerivano, in aggiunta, che la valutazione dei titoli azionari può risultare inferiore e meno attraente in paesi, come l'Italia, che possiedono una scarsa protezione legale degli investitori e degli azionisti di minoranza (La Porta et al., 2002; Burkart et al., 2003).

Un fattore che può influire sulla probabilità di un'IPO è la grandezza dell'impresa. Pagano et al. (1998) rilevano che le imprese italiane tendono ad essere generalmente più "vecchie" rispetto alle imprese statunitensi, evidenziando lo stadio avanzato delle imprese italiane durante la fase di quotazione. Tale fenomeno, sostengono gli autori, è dovuto principalmente al fatto che le imprese italiane hanno bisogno di più capitale reputazionale delle imprese americane e le PMI hanno più difficoltà a catturare la fiducia degli investitori. Questo è principalmente causato, come sopracitato, da una minore protezione legale sui diritti di controllo e la necessità di stringenti requisiti di trasparenza difronte alle autorità finanziarie in Italia. Un fattore che, al contrario, potrebbe influenzare positivamente la probabilità di un'IPO è il market-to-book ratio (MTB) medio del settore di appartenenza di un'impresa. Infatti, ad un suo aumento, le probabilità che una azienda decida di intraprendere un'IPO aumentano del 25%, riflettendo una maggiore necessità di investimenti in settori con elevate opportunità di crescita, e di conseguenza con alti MTB (Pagano, Panetta e Zingales, 1998). Questo risulta coerente con le evidenze di Loughran e Ritter (1995), i quali sostenevano che nel momento in cui si ha una generale sopravvalutazione delle performance del settore, con un elevato rapporto di Market-to-Book nel settore, ovvero in presenza di *"windows of opportunity"*, le imprese traggono vantaggio quotandosi e sfruttando un maggiore prezzo di emissione delle azioni. Tuttavia, numerosi studi dimostrano come la scelta delle imprese italiane di ricorrere alla quotazione sia lontana dalla sola intenzione di raccogliere capitale per finanziare progetti di crescita, ma piuttosto si evidenzia una volontà delle imprese di poter accedere al debito a condizioni più favorevoli, migliorando quindi l'immagine nei confronti delle banche, e di poter riequilibrare la loro struttura del capitale a seguito di grandi investimenti (Paleari, 2008; Pagano, 1998).

Analizzando le performance post-IPO emerge che le imprese italiane non crescono rapidamente come quelle inglesi e statunitensi (Pagano et al., 1998). Carpenter e Rondi (2006), a partire da

un'analisi empirica, sostengono l'esistenza di due classi di imprese che intraprendono la quotazione per motivazioni differenti: le imprese *"new style"* e quelle *"old style"*. Le società "old style" sono quelle che utilizzano l'IPO principalmente per diversificare le forme di finanziamento, ma hanno uno scarso interesse alla crescita. Tipicamente fanno parte di questa categoria le grandi imprese, in particolare quelle affiliate a gruppi piramidali. Al contrario, le imprese "new style" sono le piccole imprese e le società indipendenti che usano il capitale ottenuto per finanziare progetti di crescita, ridurre la loro leva finanziaria e ribilanciare la loro struttura del capitale. Pertanto, un sistema economico efficiente dovrebbe incentivare la quotazione di società "new style" al fine di incoraggiare lo sviluppo e la crescita dei settori, creando un sistema di politiche e incentivi per l'utilizzo attivo del capitale proveniente dalla quotazione. Carpenter e Rondi (2006), mostrano che le recenti riforme politiche italiane, attuate a partire dagli anni '90, hanno gradualmente agevolato l'accesso ai mercati azionari per le imprese di tipo new style. Tuttavia, suggeriscono che normative e riforme legale dovrebbero fornire maggiori incentivi agli azionisti per utilizzare il capitale raccolto dalla quotazione per crescere.

5. ANALISI E CONFRONTO TRA LE IPO IN ITALIA E NEGLI STATI UNITI DAL PERIODO POST-CRISI

5.1 FATTORI ISTITUZIONALI E MECCANISMI DEL MERCATO DEI CAPITALI

La letteratura empirica e i diversi studi, presentati nei capitoli precedenti, hanno permesso di mettere in relazione contemporaneamente l'impatto della crisi finanziaria e il fondamentale ruolo del contesto istituzionale nel determinare le scelte di finanziamento delle imprese. Si è dimostrata, infatti, l'importanza del contesto economico, della struttura del sistema finanziario, delle pratiche di corporate governance, del livello di protezione degli investitori e di ulteriori variabili istituzionali nello spiegare lo sviluppo del mercato dei capitali e l'impatto sulla struttura del capitale delle imprese. In linea con queste affermazioni, si è potuto concludere che i paesi con tradizione di *civil law*, tra cui l'Italia, mostrano generalmente una debole protezioni dei diritti degli azionisti e dei creditori, scarsi standard contabili e, pertanto, sistemi finanziari sottosviluppati, tipicamente *bank-based*. Al contrario, i paesi con una tradizione di *common law*, quali gli Stati Uniti, offrono agli investitori una maggiore protezione legale, buone normative contabili e un migliore *law enforcement*, garantendo quindi una maggiore crescita dei mercati azionari e un sistema finanziario più sviluppato, che generalmente è di tipo *market-based*. È noto, infatti, che il quadro giuridico dei paesi anglosassoni fornisce una migliore protezione dei diritti degli azionisti e investitori (LLSV, 1998; Modigliani e Perotti, 2000). In particolare, negli Stati Uniti, la legge federale consente, ad esempio, agli azionisti statunitensi il diritto di citare in giudizio una società per reati commessi da qualsiasi individuo, incluso il management. Questa fonte di protezione per gli azionisti di minoranza nelle imprese statunitensi, invece, non è disponibile per gli azionisti italiani.

Negli Stati Uniti si attestano le più grandi borse in termini di capitalizzazione di mercato, costituite dal NYSE (New York Stock Exchange) e dal NASDAQ US. La Borsa di New York (NYSE) è la più antica borsa valori e la più grande per volume di scambi e per capitalizzazione totale. Le imprese che si quotano nel NYSE devono raggiungere stringenti requisiti, ma al contempo tale mercato ha una valutazione di elevato trading, con titoli di alta qualità e i loro requisiti aiutano a mantenere tale reputazione. Il NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation), di nascita più recente, è il primo mercato borsistico elettronico al mondo e il secondo più grande mercato per capitalizzazione di mercato. Il NASDAQ è, essenzialmente, l'indice dei principali titoli tecnologici e ad alta crescita della borsa americana in cui sono quotate le start-up e imprese high-tech. Diversamente dal NYSE, che per decenni non ha consentito la quotazione di nuove piccole

aziende, il NASDAQ è generalmente rimasto il mercato in cui le società più giovani possono intraprendere un'IPO. Infatti, mentre il NYSE appare più grande e con società più affermate, quotarsi nel NASDAQ può costare dal 70 all'80% in meno per una società. Una ulteriore differenza è che, mentre il NYSE mantiene un luogo di trading fisico, il luogo in cui avvengono le transazioni del NASDAQ è completamente elettronico.

Nonostante lo sviluppo del mercato delle IPO in Europa negli ultimi decenni, le differenze con il mercato statunitense appaiono ancora molto rilevanti. Dalla Figura 12, ad esempio, è facilmente osservabile la grande discrepanza tra il mercato azionario statunitense, il cui volume di negoziazioni al 2017 si attestava pari al 205% del PIL, e il mercato azionario italiano, che al contrario presenta un volume di negoziazioni nettamente inferiore, pari a circa il 36% del PIL. Tuttavia, le differenze si rilevano non solo in termini quantitativi, ma anche nei meccanismi e nelle diverse pratiche utilizzate in Europa e negli Stati Uniti. Diversi documenti hanno mostrato il declino dei meccanismi a prezzo fisso e delle aste per la vendita di IPO in Europa, e un incremento nell'utilizzo da parte delle imprese che decidono di quotarsi delle procedure di bookbuilding, già in uso nel mercato statunitense (Biais e Faugeron, 2002; Sherman, 2002; Ljungqvist, Jenkinson, e Wilhelm, 2003). Negli Stati Uniti, invece, durante la procedura di quotazione non è prevista una vera e propria fase di pre-marketing, cioè di contatto informale degli investitori, e di conseguenza verrà stabilito un prezzo nella fase di bookbuilding meno accurato, che molto spesso viene fissato al di fuori di un range stabilito. Al contrario, nelle offerte pubbliche iniziali europee il prezzo di collocamento si avvicina tipicamente ai range stabiliti[49]. Torstila (2001, 2003), Ljungqvist et al. (2003) documentano inoltre che le tasse addebitate dagli underwriter per le IPO europee sono tendenzialmente inferiori a quelle statunitensi. Parallelamente, va sottolineata un'ulteriore differenza nelle modalità con cui avviene il processo di *going public* che riguarda gli analisti. Negli Stati Uniti, le aziende che intraprendono la quotazione sono soggette ad un *Quiet Period*, in base al quale nei 40 giorni successivi all'effettiva quotazione è vietato agli analisti affiliati con gli underwriter emettere report di ricerca o raccomandazioni relativi al titolo appena quotato. Il concetto di base di tale "periodo di calma" è che tutte le informazioni pertinenti dovrebbero essere già state contenute nel prospetto informativo. Nel mercato europeo, al contrario, il ruolo svolto dagli analisti ha un'importanza relativamente inferiore, in quanto non sono presenti restrizioni relative al *quiet period* e, pertanto, vi è l'eventuale possibilità di

[49] J. Ritter, *"Differences between European and American IPO Markets"*, in *European Financial Management*, 2003.

diffondere report e analisi sia durante che nei giorni successivi all'IPO, con il rischio di apportare informazioni aggiuntive che potrebbero essere irrilevanti, o nella peggiore delle ipotesi modificare artificiosamente l'andamento del titolo (Ritter, 2003). Un'ulteriore differenza importante tra le pratiche europee e quelle statunitensi riguarda le cosiddette class action. Tali strumenti sono piuttosto comuni negli Stati Uniti, quanto rari in Europa. Un'azione collettiva legale permette di superare i problemi di free-riding, in cui colui che intraprende l'azione legale tipicamente è costretto a sostenere tutti i costi, ricevendo solo una porzione dei benefici, nel caso in cui anche altri siano stati danneggiati. Infatti, negli Stati Uniti sono presenti diversi studi legali specializzati nel fare causa alle società e agli amministratori che, presumibilmente, hanno adottato comportamenti scorretti nei confronti degli investitori. Per tale ragione, la maggior parte delle imprese statunitensi quotate in borsa possiede un'assicurazione, conosciuta come D&O (Directors and Officers), il cui premio varia sulla base di rischi specifici dell'azienda, per ridurre al minimo l'impatto di essere citate in giudizio con successo. Nonostante si siano verificati diversi abusi di azioni legali collettive, si ritiene che potrebbero esserci altrettante frodi societarie e reati di insider trading se la "minaccia" di class action non esistesse (Ritter, 2003).

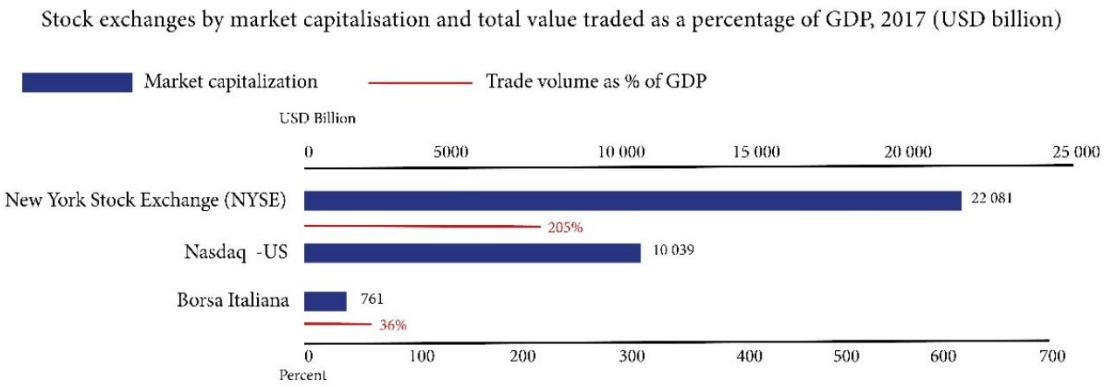

Figura 12: Capitalizzazione di mercato e valore totale in percentuale del PIL di negoziazioni nei mercati azionari statunitense e italiano nel 2017. Fonte: OECD Corporate Governance.

Tuttavia, come precedentemente anticipato, anche le variabili istituzionali hanno un impatto rilevante sulla crescita dei mercati azionari in un paese. È in questo contesto che gli Stati Uniti si sono sempre attestati come pionieri e precursori nello sviluppo dei sistemi finanziari per le imprese. Come spesso accade a seguito di scandali societari o dopo le crisi economiche, quale la crisi finanziaria del 2008, il sistema finanziario e il quadro normativo vengono intensamente modellati al fine di garantire una maggiore stabilità e resilienza ai mercati e alle istituzioni finanziarie.

Analogamente alle riforme attuate in Italia, citate nel capitolo precedente, si presentano i principali cambiamenti normativi relativi al mercato azionario introdotti negli Stati Uniti. Già in seguito alla Grande Depressione del 1929 vennero emanati il *New Deal* e altri atti, inclusi il *Banking and Securities Exchange Acts*. Analogamente, dopo la crisi dei Dot-com, vennero istituiti il Global Settlement nel 2003 e la Sarbanes–Oxley Act (o semplicemente SOXA) nel 2002. Tali leggi sono state introdotte anche in seguito ai numerosi scandali societari avvenuti in USA al fine di frenare ed evitare la sfiducia dei potenziali investitori e rendere più efficiente il funzionamento dei mercati dei capitali. Le novità introdotte dalla Sarbanes-Oxley furono quelle di aumentare l'attenzione sui problemi di corporate governance, istituendo ad esempio maggiore accuratezza sulle informazioni contabili e finanziarie, nuove autorità di controllo, restrizioni sui pagamenti informali ai manager e regole per la tutela degli azionisti di minoranza. Gli obiettivi principali della SOXA erano, quindi, rivolti a rafforzare le informazioni finanziarie, scoraggiare le frodi e aumentare la responsabilità aziendale e contabile attraverso varie misure, anche attraverso un maggiore giudizio da parte dei manager. Sebbene non abbia avuto un'influenza enorme sull'effettivo processo di IPO, la SOXA ha avuto un effetto enorme sui requisiti di governance per le aziende che intraprendono la quotazione. Analoghi cambiamenti normativi, sulla scia delle riforme statunitensi, sono stati attuati in tutti gli Stati membri dell'UE, mettendo in vigore cambiamenti all'interno dei codici di governance[50], al fine di ridurre l'incertezza che circondava i mercati regolamentati. I paesi europei hanno emesso codici di corporate governance altamente allineati alle linee guida dell'UE, soprattutto con riferimento all'equilibrio tra amministratori indipendenti e non indipendenti, alla separazione tra la posizione di CEO e presidente del CdA e a sistemi efficaci di controllo interno (Akyol et al., 2012). Tuttavia, tali normative "equivalenti" alla SOXA sono rimaste relativamente frammentate tra i paesi europei, in quanto non vengono applicate a tutte le società che si quotano in Europa, dove le borse sono organizzate in segmenti, con un mercato principale e dei secondi mercati, progettati tipicamente per soddisfare le esigenze delle giovani e piccole imprese (Vismara et al., 2012).

In risposta alla crisi finanziaria del 2008, invece, negli Stati Uniti è stata emanata la Dodd-Frank Act nel 2010, con la quale è stata effettuata una profonda revisione del sistema di regolamentazione finanziaria degli Stati Uniti, con diversi obiettivi chiave: attuare una solida supervisione delle società finanziarie consolidando la regolamentazione finanziaria; attuare una supervisione completa dei mercati finanziari, con particolare attenzione alla trasparenza e ai derivati; proteggere i

[50] Un esempio è il D.lgs. n. 310/2004 emanato in Italia nel 2004 che ha apportato novità importanti all'interno della disciplina del diritto societario ed al testo unico in materia bancaria e creditizia.

consumatori e gli investitori attraverso una nuova agenzia federale e nuovi standard di prodotto; fornire al governo gli strumenti di cui ha bisogno per gestire le crisi finanziarie, creando un percorso per la risoluzione e la liquidazione di istituzioni in difficoltà con fondi minimi; e infine aumentare gli standard normativi internazionali e migliorare la cooperazione internazionale. Più recenti normative introdotte sono state il *Jumpstart Our Business Startups Act* (o JOBS Act) nel 2012 e il *Fixing America's Surface Transportation Act* nel 2015 (o FAST Act), che, nonostante il loro nome, sono state responsabili di ulteriori modifiche all'interno del panorama delle IPO.

Un cambiamento significativo avvenuto con l'approvazione del JOBS Act è stato la creazione di una nuova categoria di emittenti denominati società in crescita emergente (EGC - *emerging growth companies*), che generalmente sono società con un fatturato annuo lordo inferiore a 1,07 miliardi di dollari nell'anno fiscale più di recente, per facilitare la loro transizione ad imprese quotate in borsa. Gli EGC, ai sensi del JOBS Act, sono esenti da determinati requisiti normativi o soggetti a requisiti ridotti per un periodo limitato. I vantaggi offerti a tali società includono la possibilità di fornire informazioni finanziarie ridotte nelle dichiarazioni di registrazione alla SEC, inclusa la possibilità di presentare in modo confidenziale i documenti per l'IPO e rimanere tali fino a 15 giorni prima dell'inizio del "road show". Questo consente all'azienda di poter "sondare il terreno" in termini di appetito dei potenziali investitori. Inoltre, il JOBS Act permette l'esenzione temporanea da specifici requisiti di conformità contenuti nella Sarbanes-Oxley al fine di fornire alle EGC più tempo per stabilire controlli interni sufficienti a soddisfare le richieste da parte della Securities and Exchange Commission, e salvaguardare dalle significative spese nella fase lancio di un'IPO. A partire dal 2015, infatti, sono state emesse, in virtù della legge FAST, diverse riforme progettate per semplificare i requisiti di divulgazione e facilitare l'accesso ai mercati dei capitali. In aggiunta, negli ultimi anni, la SEC[51] ha adottato misure per sviluppare e rendere più resiliente il mercato IPO, come ad esempio ampliare l'accesso a differenti forme di *disclosure* ad una classe più ampia per coloro che intraprendono la quotazione.

5.2 IMPATTO DELLA CRISI FINANZIARIA

Tuttavia, nonostante gli importanti cambiamenti in ambito normativo e giuridico avvenuti negli US, l'attività di offerte pubbliche iniziali ha subito un netto declino a partire dagli anni Duemila,

[51] La Securities and Exchange Commission (SEC) degli Stati Uniti è l'agenzia che ha il compito di amministrare, modificare e interpretare le leggi federali sui titoli e sulla borsa valori e che, tra le altre cose, esamina le dichiarazioni di registrazione delle IPO e garantisce la conformità normativa sia durante il processo di IPO che una volta che le società quotate.

soprattutto rispetto ai picchi raggiunti nel 1996. La letteratura recente ha documentato un calo sostanziale del numero di imprese quotate degli Stati Uniti negli ultimi due decenni, mentre il numero totale di imprese è costantemente aumentato (Davydiuk et al., 2018). Inoltre, si è osservato una sempre minore frequenza di IPO da parte di imprese giovani e piccole. Questi dati potrebbero derivare, da un lato, da un miglioramento nei mercati dei capitali privati statunitensi e, dall'altro, evidenziare una insufficiente efficienza dei mercati azionari. Gao, Ritter e Zhu (2012) propongono tre ipotesi per spiegare il basso volume di IPO negli Stati Uniti. In primo luogo, la Sarbanes-Oxley Act del 2002 ha reso la quotazione e il rimanere quotati più costoso, particolarmente per le piccole imprese, a causa di aggiuntivi requisiti di conformità. Alcuni studiosi sostengono che tale sovra-regolamentazione abbia significativamente abbassato la valutazione di mercato delle piccole società quotate in borsa, scoraggiando ulteriori attività di IPO. In secondo luogo, le valutazioni più basse del mercato azionario dopo il crollo della bolla tecnologica a partire dal marzo 2000 hanno ridotto l'attrattiva di essere quotati, e pertanto secondo tale ipotesi il calo di attività di IPO potrebbe essere solo temporaneo. È, infatti, riconosciuto che il livello di attività di offerte pubbliche iniziali varia notevolmente a seconda che le condizioni di mercato siano percepite favorevoli o meno all'emissioni di nuovi titoli. Il volume di IPO tende ad essere elevato durante i periodi di espansione economica, quando la domanda di capitale a livello economico è più elevata, e minore incertezza economica. Lowery (2003) documenta che le richieste di capitale e il *sentiment* degli investitori sono fattori importanti sul volume di IPO. I ricercatori si riferiscono tipicamente a questo fenomeno come all'esistenza di mercati *"hot"*, associati a picchi di attività nel mercato azionario, e *"cold"*, relativi a periodi di declino nel mercato azionario (Ibbotson, 1975; Ritter, 1984; Loughran et al., 1994). Non sorprende, quindi, che le crisi finanziarie siano associate ad un periodo *cold* sul mercato delle IPO.

La terza ipotesi si riferisce alle "economie di scopo" secondo cui, a causa di un continuo cambiamento dell'economia, le piccole imprese valgono di più come parte di un'organizzazione più ampia in grado di realizzare economie di scopo e di scala. Pertanto, trovano più conveniente diventare di grandi dimensioni in tempi brevi attraverso una vendita, ovvero tramite fusione o acquisizione (M&A), piuttosto che diventare pubblici e rimanere indipendenti. L'ipotesi delle economie di scopo si basa sull'evidenza che il declino delle IPO è stato più pronunciato tra le piccole imprese come conseguenza di un cambiamento nell'attrattiva di essere più grandi. Si ritiene, infatti, che il vantaggio di essere una grande azienda sia aumentato nel tempo a causa di un incremento della velocità di innovazione tecnologica e di globalizzazione in molti settori. Tale tesi viene confermata da Tellis e Sood (2005), i quali suggeriscono che la maggior parte delle nuove tecnologie sono state introdotte dalle grandi imprese e che il ritmo del cambiamento tecnologico è

aumentato nel tempo, mettendo le piccole imprese in una posizione di svantaggio in quanto prive delle risorse per sfruttare rapidamente le nuove tecnologie. Inoltre, si sostiene che Internet abbia facilitato gli acquisti comparativi per i consumatori, con una conseguente riduzione dei costi di ricerca e una maggiore tendenza al *"winner take all"*. In tale contesto le organizzazioni più ampie sono in grado non solo di sfruttare economie di portata e di portare le innovazioni sul mercato più velocemente, ma anche, a differenza delle piccole imprese, di ridistribuire rapidamente le risorse esistenti e utilizzare il proprio network per svilupparsi più rapidamente nei mercati redditizi.

L'attività di offerte pubbliche iniziali in Europa ha subito un forte declino dal periodo successivo alla crisi finanziaria in maniera analoga agli Stati Uniti, il cui peggioramento è stato più pronunciato tra le IPO di piccole imprese, colpendo in particolar modo l'Italia in quanto caratterizzata da una quota molto ampia di aziende di media e piccola dimensione. Le differenti spiegazioni del basso numero di quotazioni in Europa, proposte da Ritter, Signori e Vismara (2013), appaiono similari a quelle presentate da Gao et al. (2012) per gli Stati Uniti, in cui la riduzione di attività di IPO è stata trainata principalmente dalle piccole imprese. Ritter et al. (2013) sostengono che, sebbene l'Europa sia caratterizzata da una regolamentazione più frammentata e dall'esistenza di secondi mercati con minori costi di conformità, le piccole imprese possono aver sofferto, più degli altri, gli oneri relativi alla quotazione, come sostenuto dall'ipotesi della sovra-regolamentazione. D'altro canto, anche la crisi finanziaria del 2008 e la successiva crisi dei fondi sovrani nell'Eurozona può aver depresso il volume di IPO, coerentemente con l'ipotesi delle condizioni di mercato. Tuttavia, Ritter et al. (2013) suggeriscono che il trend negativo nell'attività di IPO sia in gran parte coerente con la motivazione delle economie di scopo.

Il numero di IPO intraprese in Italia e negli Stati Uniti, come si può notare in Figura 13, ha subito un netto declino negli anni della crisi finanziaria del 2008, con una graduale ripresa negli anni successivi. Tuttavia, la crescita di attività nel mercato azionario italiano è stata più lenta a causa soprattutto degli effetti negativi della successiva crisi del debito sovrano, con una conseguente difficoltà di ripresa determinata anche da una fragile condizione del sistema creditizio e da una crisi di fiducia nei mercati azionari. La necessità di sviluppare e risollevare i mercati finanziari ha spinto gli Stati Uniti, come anche l'Italia, ad attuare graduali riforme normative e istituzionali soprattutto rivolte a promuovere l'uso del mercato dei capitali da parte delle piccole e medie imprese. Coerentemente con le ipotesi delle economie di portata e delle condizioni di mercato, il declino dell'attività di IPO degli ultimi decenni è stato trainato principalmente dalle piccole imprese. Il JOBS Act, infatti, è stato un probabile contributore della maggiore attività di IPO statunitensi tra il 2013 e 2014. Analogamente, i recenti cambiamenti normativi attuati in Italia, anticipati nel capitolo

precedente, hanno permesso di facilitare il finanziamento delle piccole e medie imprese italiane con una conseguente lieve ripresa dei mercati azionari. Tuttavia, si può notare come nel 2016 ci sia stato un rallentamento, a livello internazionale, determinato da diversi fattori, tra i quali un'economia globale tiepida, le elezioni presidenziali negli USA, la decisione di uscita dall'Unione Europea del Regno Unito e un'escalation di terrorismo che potrebbero aver avuto un impatto sull'attività di IPO (Deloitte, *"Private company IPOs: Is timing everything?"*, 2016).

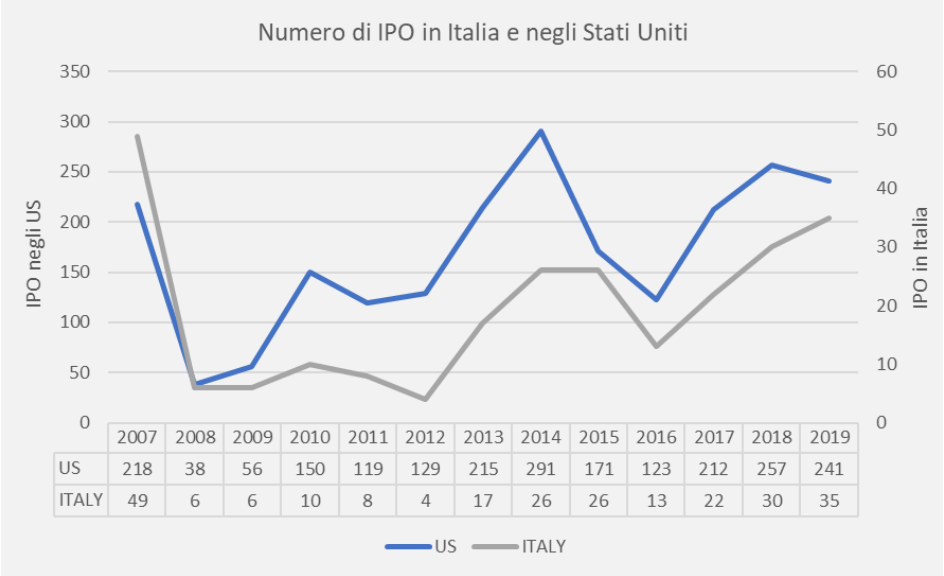

Figura 13: Numero di IPO intraprese in Italia e negli Stati Uniti. Fonte dati: Deloitte, NASDAQ, OECD Capital Market Review, Borsa Italiana, J.Ritter "Initial Public Offerings: Updated Statistics" (2021).

Coerentemente con il desiderio da parte delle piccole imprese di diventare velocemente grande, ipotizzato dalle economie di portata, dovrebbero verificarsi due effetti. In primo luogo, le attività di M&A dovrebbe aumentare, in quanto le piccole imprese private avranno maggiori valutazioni e potrebbero creare maggiori profitti attraverso una fusione o acquisizione, in cui diventano parte di un'organizzazione più grande, rispetto ad intraprendere una quotazione e rimanere imprese indipendenti. In secondo luogo, le piccole imprese che si quotano dovrebbero mostrare una maggiore propensione a partecipare ad accordi di M&A. A conferma di tale ipotesi, si mostra infatti maggiore preferenza delle imprese indipendenti a vendere ad un'altra società piuttosto di raccogliere capitale proprio nei mercati azionari. Bayar e Chemmanur (2011) affermano che un'impresa privata negli Stati Uniti aveva molte più probabilità di essere acquisita che di quotarsi nell'ultimo decennio. Pertanto, come affermato anche da Ritter, Signori e Vismara (2013), mentre nei periodi in cui si è verificato uno scarso numero di IPO, le attività M&A rimangono pressoché costanti ed elevate. Tale evidenza si presenta soprattutto nel mercato italiano, compatibilmente con una maggiore difficoltà o riluttanza delle PMI ad accedere al mercato pubblico, preferendo pertanto

fare parte di una organizzazione più ampia in grado di realizzare economie di portata e di scala, piuttosto che rimanere indipendenti e fare affidamento sulla crescita interna come impresa privata o pubblica. Parallelamente, anche, nel mercato statunitense il numero di transazioni effettuate in M&A è rimasto stabilmente elevato (Figura 14).

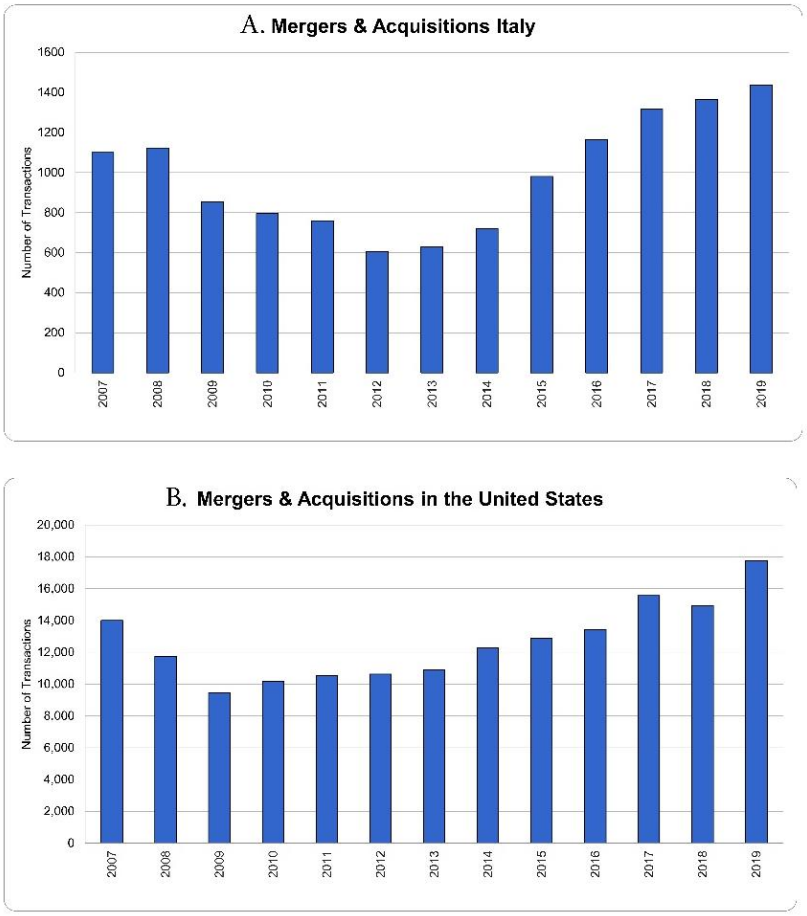

Figura 14: Numero di transazioni effettuate in Merger & Acquisitions in Italia e negli Stati Uniti. Fonte dati: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA).

Come si può notare, l'attività di M&A è in costante aumento negli ultimi anni. Un fenomeno legato a tale tematica è relativo alle *Special Purpose Acquisition Companies*, note soprattutto con l'acronimo SPAC, nate al fine di rendere più facile le operazioni di quotazione e di M&A. Le SPAC sono società costituite per fare un investimento collettivo e poi sparire, ovvero sono strumenti di investimento che, dopo aver identificato un'azienda da acquisire, tipicamente una PMI o una start-up, servono a raccogliere capitale con lo scopo di arrivare alla quotazione nel mercato azionario. La SPAC prevede che una società-veicolo raccolga i capitali attraverso una IPO al fine di acquisire o fondersi con una società definita "target" che, una volta completata l'acquisizione, si trova quotata in Borsa. La fusione con la società-obbiettivo si deve realizzare in

un breve arco temporale, di solito entro i 24 mesi, in modo da fornire un metodo più veloce per raccogliere fondi rispetto alle IPO tradizionali, dal momento che il processo di controllo per una SPAC è più breve in quanto non si ha un rendiconto finanziario da revisionare. Negli ultimi anni, tale strumento, che affonda le sue origini nelle *black check companies* diffusesi negli ottanta negli Stati Uniti, si è progressivamente diffuso nella prassi internazionale e ha assunto rilievo anche nell'ordinamento giuridico italiano, che solo nel 2010 ha introdotto l'utilizzo delle SPAC. Coerentemente con le ipotesi delle economie di portata, le piccole e medie imprese che necessitano di finanziamenti per lo sviluppo potrebbero non essere candidati ideali per intraprendere una IPO tradizionale e preferiscono pertanto far parte di una organizzazione più ampia per crescere, sfruttando le SPAC per ridurre le incertezze dei mercati azionari. Recentemente, infatti, si è assistito ad una elevata, e in costante aumento, attività di SPAC negli Stati Uniti, fenomeno da cui anche l'Italia non è stata esente. Negli Stati Uniti, durante gli anni '90, le SPAC sono diventate un fenomeno comune dei mercati azionari. Tuttavia, dopo la crisi finanziaria del 2008, l'utilizzo di tale strumento è diminuito fino al 2017, anno in cui si è assistito ad una impennata sia in termini di numero di quotazioni SPAC che di quantità di capitale proprio che hanno raccolto. Nel 2019 negli Stati Uniti sono state 56 le quotazioni tramite SPAC che hanno raccolto di 13,8 miliardi di dollari. Un trend che si conferma in enorme crescita anche nel 2020, le cui stime preliminari vedono circa 248 SPAC che hanno collezionato oltre 82 miliardi di dollari di capitale.

Le prime SPAC italiane sono state quotate sui mercati alternativi della Borsa Italiana nel 2011, soprattutto grazie alla creazione di mercati alternativi, come AIM Italia e il Mercato degli Investment Vehicles (MIV). Inoltre, nell'ambito delle riforme, il Governo italiano ha istituito degli incentivi fiscali, come l'introduzione della PIR (Piani Individuali di Risparmio) nel 2017, per incoraggiare i risparmiatori a finanziare le piccole e medie imprese italiane (Panetta, 2018), stimolando probabilmente il recente aumento di IPO e di quotazioni tramite SPAC. Tra il 2011 e il 2019 sono state intraprese complessivamente 37 SPAC, di cui 26 ammesse e 16 Business Combination realizzate al 2019 (Figura 15). Tuttavia, a differenza di altri mercati, in Italia sia il numero di nuove SPAC che il denaro raccolto risultano diminuiti nel 2019.

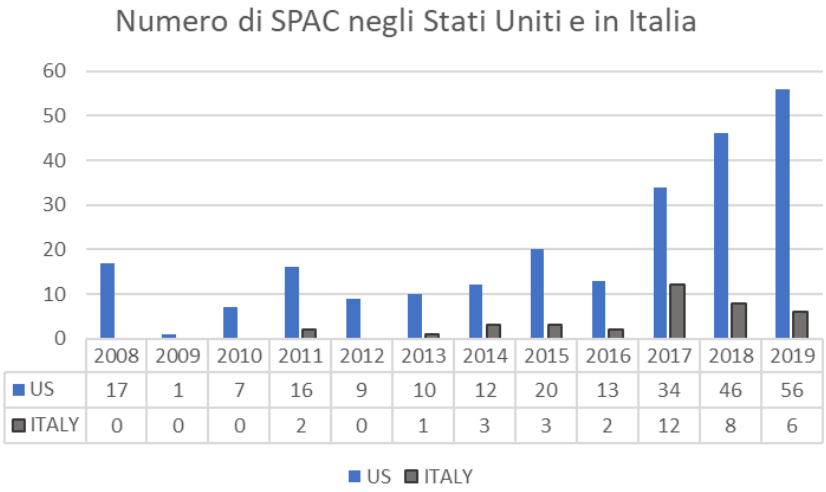

Figura 15: Numero di Special Purpose Acquisition Company (SPAC) in Italia e negli Stati Uniti. Fonte dati: OECD Capital Market Review of Italy 2020, Borsa Italiana, SPAC Data, SPAC Insider.

5.3 TIPOLOGIA E CARATTERISTICHE DELLE IPO NEL PERIODO POST-CRISI

Una proprietà importante dei mercati finanziari da considerare è il ruolo dei mercati alternativi e tecnologici, generalmente caratterizzati da una regolamentazione più libera, che hanno svolto un ruolo rilevante nel fornire alle piccole e medie imprese innovative una maggiore facilità nell'accedere ai mercati azionari. Si può notare, infatti, che a partire dal 2014, anno in cui si evidenziava una ripresa economica globale, le attività di IPO si sono svolte in particolar modo nei mercati AIM in Italia e NASDAQ negli Stati Uniti, ovvero quei mercati tipicamente popolati da imprese più piccole e giovani, o start-up, e caratterizzate da una forte spinta innovativa e tecnologica (Figura 16). Emerge quindi che il numero di imprese che intraprendono la quotazione sia cresciuto notevolmente, mostrando un andamento in aumento negli ultimi anni, in cui è chiaramente verificabile una numerosità minore di IPO nei mercati regolamentati di MTA in Italia e NYSE negli Stati Uniti, cioè i mercati generalmente dedicati a grandi imprese ad elevata capitalizzazione e già affermate.

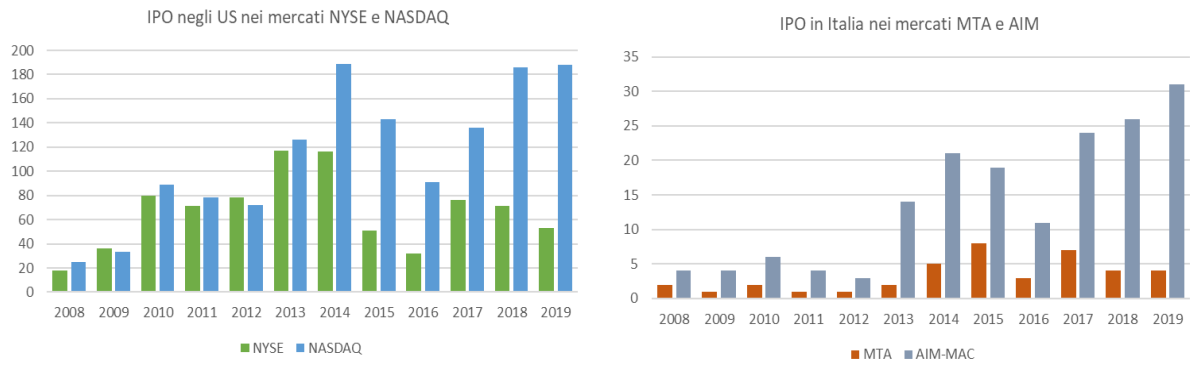

Figura 16: Numero di IPO intraprese negli Stati Uniti e in Italia suddivise nei differenti mercati, rispettivamente NYSE e NASDAQ, e MTA eAIM. Fonte dati: Borsa Italiana, OECD Capital Market Series dataset, NASDAQ, J.Ritter "Initial Public Offerings: Updated Statistics" (2021).

Inoltre, è chiaramente identificabile una quota maggiore di imprese che dal 2008 al 2019 hanno intrapreso la quotazione sui mercati AIM e NASDAQ, in relazione ai rispettivi mercati MTA e NYSE. Questo è dovuto essenzialmente dalle condizioni, dai costi e dai requisiti più favorevoli a cui le imprese sono sottoposte attraverso la quotazione in Italia sul mercato alternativo, AIM, e quello altamente tecnologico negli Stati Uniti, NASDAQ. La Figura 17 rappresenta la percentuale nettamente superiore di imprese quotate in questi mercati negli anni di riferimento, negli Stati Uniti con il 63% nel NASDAQ e il 37% nel NYSE, in Italia con una differenza maggiore pari all'80% nell'AIM e il 20% in MTA. Questo conferma una preferenza delle imprese che decidono di intraprendere la quotazione in mercati caratterizzati da requisiti meno stringenti e da costi inferiori al fine di favorire l'ingresso ai mercati azionari e mantenere più capitale per alimentare la crescita e il progresso tecnologico delle aziende, contrariamente ai rispettivi mercati NYSE e MTA che potrebbero richiedere dei requisiti più severi e costi maggiori ma offrono un maggiore prestigio[52].

[52] Al fine di un confronto con i requisiti richiesti nei mercati della Borsa Italiana citati nel capitolo precedente, vengono presentate le caratteristiche richieste dai due principali mercati statunitensi, che nonostante tutto mantengono degli standard pressoché simili. Una società statunitense che vuole quotarsi al NYSE deve soddisfare almeno uno dei criteri finanziari minimi, quali: avere un utile al lordo delle imposte maggiore o uguale a 10 milioni di US$ negli ultimi tre anni fiscali, inclusi un minimo di 2 milioni di US$ in ciascuno dei due anni fiscali più recenti; o in alternativa avere una capitalizzazione di mercato di mercato globale di almeno 200 milioni di US$. Inoltre, per le IPO vengono richiesti ulteriori standard di distribuzione, quali: avere un numero almeno pari a 400 azionisti di *round lot* ed un numero minimo di azioni detenute pubblicamente pari a 1,1 milioni; infine il valore di mercato post-IPO delle azioni pubbliche deve essere di almeno 40 milioni di US$ ed un prezzo minimo per azione di 4 US$. Analogamente al NYSE, anche il Nasdaq richiede dei criteri finanziari da osservare, tra i quali almeno uno sia rispettato in termini di utili, flussi di cassa, capitalizzazione di mercato e ricavi, oppure in relazione agli asset e al capitale proprio. In aggiunta, per accedere al NASDAQ ogni società deve rispondere a dei requisiti di liquidità, tra cui: avere un minimo di azioni detenute pubblicamente pari a 1,25 milioni con almeno 450 azionisti di *round lot* o in alternativa 2200 azionisti totali che detengono le azioni; avere un valore aggregato di mercato minimo delle azioni pubbliche di 45 milioni di dollari e il prezzo di offerta delle azioni al momento della quotazione deve essere di almeno 4 US$. I requisiti di corporate governance, invece, sono pressoché simili, se non

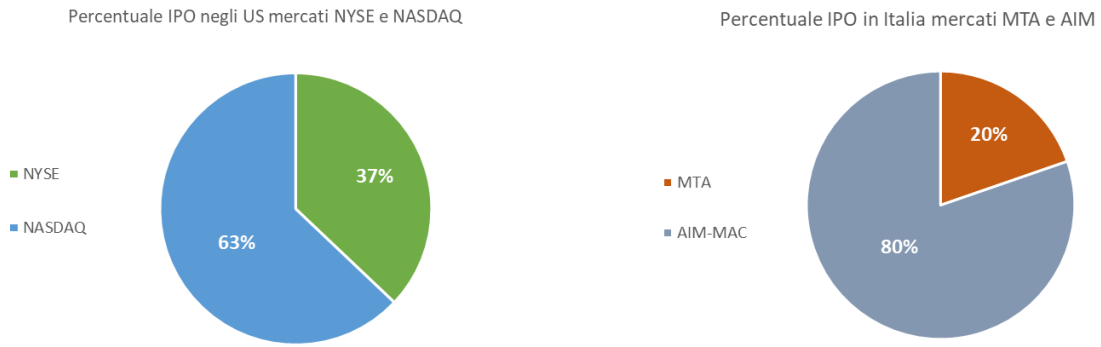

Figura 17: Percentuale di IPO intraprese tra il 2008 e il 2019 negli Stati Uniti e in Italia suddivise nei differenti mercati, rispettivamente NYSE e NASDAQ, e MTA e AIM. Fonte dati: Borsa Italiana, OECD Capital Market Series dataset, NASDAQ, J.Ritter "Initial Public Offerings: Updated Statistics"(2021).

Di particolare interesse è la conformazione dei mercati azionari, che rispecchia quanto descritto finora. Nel capitolo 4.1 (Figura 10) veniva presentata la distribuzione settoriale dei proventi delle IPO in Italia negli ultimi decenni. Si evidenziava come il settore finanziario non avesse dominato l'attività di IPO ma fosse rimasta pressoché costante nel tempo. Similmente, anche il settore tecnologico, che comprende il settore farmaceutico e biotecnologico, a seguito di un iniziale aumento negli anni Duemila, è gradualmente diminuito e, tra il 2008 e il 2018, rappresentava solo il 3% di tutto il capitale raccolto. Al contrario, i settori dei beni di consumo, delle *utilities* e industriale possiedono le quote maggiori in termini di proventi IPO nell'ultimo decennio. Con riferimento, invece, alla capitalizzazione di mercato delle imprese italiane nei diversi settori della Borsa Italiana è possibile individuare come il settore finanziario presenti la percentuale maggiore di capitalizzazione, dovuta soprattutto ad una elevata presenza nel mercato MTA, insieme al settore delle *utilities*, dei beni di consumo e quello industriale (Figura 18). Tuttavia, il mercato AIM è caratterizzato da imprese tipicamente a bassa capitalizzazione, pertanto il peso della distribuzione delle imprese nei diversi settori all'interno di tale statistica appare difficile da determinare in quanto l'MTA rappresenta il 98,97% della capitalizzazione totale. Il mercato AIM si caratterizza infatti con una percentuale sempre elevata di imprese nel settore finanziario e industriale, a conferma della vocazione manifatturiera delle PMI italiane, ma acquisiscono maggiore importanza anche i settori

che nel NYSE si deve disporre di un comitato di remunerazione indipendente e di un comitato di nomina indipendente, che al contrario non è richiesto per il NASDAQ, dove le società hanno la possibilità di compensare i dirigenti e prendere le decisioni di nomina dalla maggioranza degli amministratori indipendenti. Inoltre, a differenza del Nasdaq, le società quotate al NYSE devono disporre di una funzione di audit interno e di una guida in materia di corporate governance. Tuttavia, uno dei fattori principali che differisce tra i due mercati è, invece, il costo di quotazione che appare più oneroso per il NYSE.

tecnologici, dell'Healthcare e dei servizi al consumo, che rappresentano un profilo di imprese orientate alla crescita, le quali hanno rappresentato la quota maggiore di IPO nell'ultimo periodo.

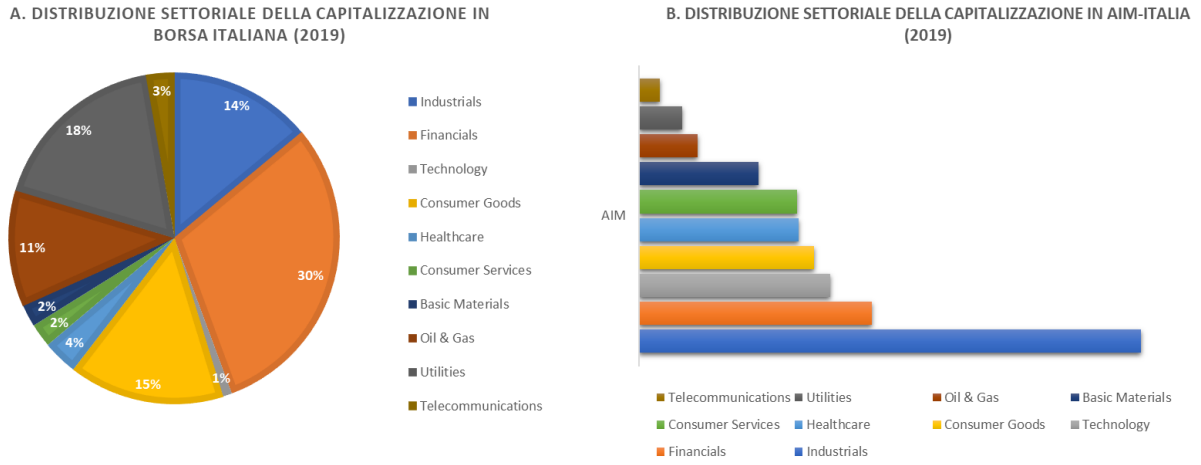

Figura 18: Distribuzione settoriale della capitalizzazione delle imprese in Borsa Italiana (A.) e in AIM-Italia (B.) al 2019. Fonte dati: Borsa Italiana.

Per quanto riguarda il mercato delle IPO statunitensi, dalla Figura 19 emerge come, nonostante negli ultimi tre decenni il settore dei beni di consumo (non ciclici) e il settore finanziario abbia dominato il panorama delle offerte pubbliche iniziali, il loro vantaggio si sia gradualmente ridotto sugli altri settori. Anche l'industria tecnologica e delle telecomunicazioni avevano vissuto un elevata attività tra gli anni '90 e inizi anni duemila, ma hanno subito un drastico calo negli ultimi decenni. Il settore dell'energia e quello *diversified* sono stati interessati da una progressiva crescita dagli anni 2000 agli anni successivi al 2010. Un ulteriore settore che nel decennio più recente ha presentato un elevato incremento è stato quello del *life science*, ovvero un settore contenuto in quello dei beni di consumo e che comprende anche il settore farmaceutico, biotecnologico e dell'Healthcare. Infatti, i primi tre settori per volume di IPO degli ultimi anni sono rappresentati dal settore tecnologico, nonostante abbia recentemente avuto un significativo calo in relazione al capitale raccolto, da quello finanziario, dei beni di consumo e dall'Healthcare, le cui imprese rappresentano una buona parte di coloro che intraprendono una IPO ed è in costante crescita nel totale del capitale raccolto. Anche questi principali settori hanno registrato un calo complessivo del volume delle IPO dal 2013, confermando la tendenza delle aziende a rimanere private più a lungo al fine di realizzare più valore come società private e intraprendere un'offerta pubblica iniziale quando più affermate e più grandi.

Emerge, quindi, che generalmente le imprese che scelgono di quotarsi sono fortemente raggruppate in relativi pochi settori industriali e alcuni modelli suggeriscono che quando il processo di IPO è particolarmente informativo su un determinato settore, le imprese appartenenti ad esso sono

incentivate a quotarsi. Benveniste, Busaba e Wilhelm (2002) sostengono che quando un'azienda diventa pubblica, le altre aziende all'interno dello stesso settore sono in grado di apprendere anche le loro valutazioni. Pertanto, se le prospettive dell'industria sono elevate, i costi nel rimanere privati aumenteranno, e di conseguenza alcune di queste aziende si quoteranno, portando ad un raggruppamento nel settore.

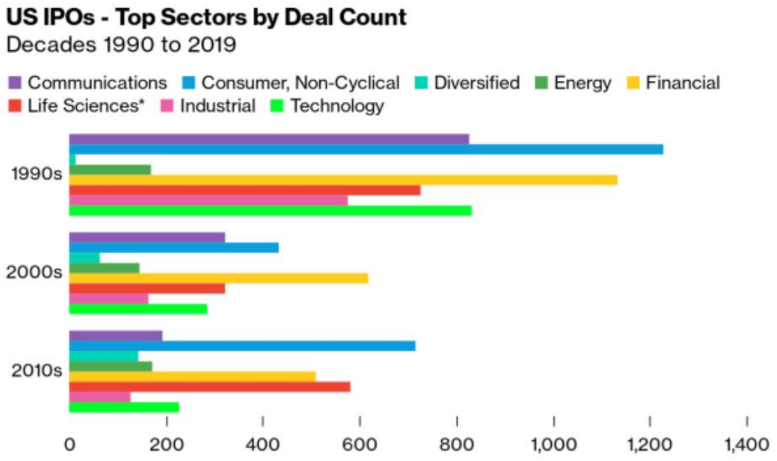

Figura 19: Distribuzione settoriale delle IPO statunitensi negli ultimi tre decenni. Fonte: Bloomberg Law, https://news.bloomberglaw.com/bloomberg-law-analysis/analysis-three-decades-of-ipo-deals-1990-2019.

Analizzando la maturità delle imprese statunitensi al momento della quotazione emerge che l'età delle imprese ha subito un rialzo a seguito della crisi finanziaria, ma nel tempo è lievemente diminuita (Figura 20). Questa tendenza in diminuzione è stata trainata in particolare dalle imprese appartenenti al settore biotecnologico e farmaceutico, le quali negli ultimi anni hanno registrato la quota maggiore per numero di IPO rispetto agli altri settori. Queste società, infatti, tendono ad essere molto più giovani e spesso intraprendono la quotazione per raccogliere il capitale necessario per far sviluppare i farmaci e i loro prodotti attraverso le sperimentazioni cliniche. Tuttavia, Kahle e Stulz (2017) affermano che il totale delle imprese quotate, se confrontante con i decenni precedenti

alla crisi finanziaria, sono generalmente diventate più grandi, più vecchie e più dipendenti dalla ricerca e sviluppo rispetto agli investimenti di capitale.

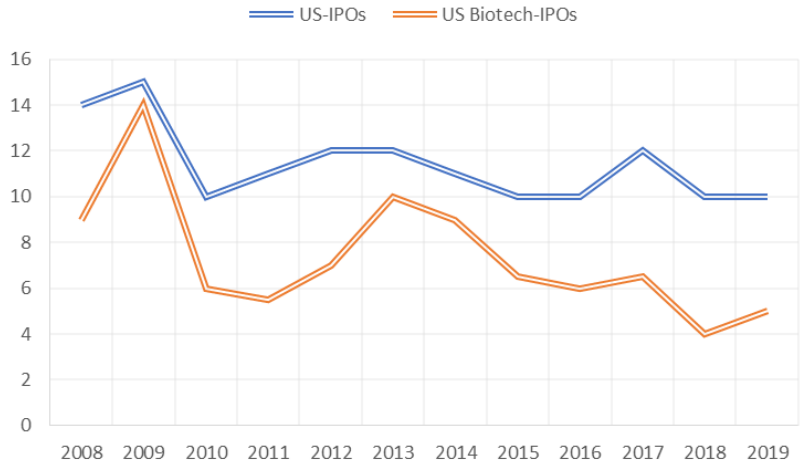

Figura 20: Età mediana delle IPO statunitensi e delle IPO relative al settore biotecnologico e farmaceutico. Fonte dati: J.Ritter, "Initial Public Offerings: Median Age of IPOs Through 2020".

È interessante, inoltre, confrontare l'età mediana al momento dell'IPO tra le imprese statunitensi e quelle italiane (Figura 21). Come ci si aspetta, le imprese italiane che intraprendono un'IPO sono tipicamente più vecchie, soprattutto se comparate con le aziende americane, in quanto si rileva una riluttanza ad accedere al mercato dei capitali in Italia da parte di società giovani e piccole per problemi di asimmetrie informative e di agenzia, per stringenti obblighi informativi e per eccessivi costi di accesso alla quotazione per le PMI. Questa constatazione è coerente con una vasta letteratura empirica secondo cui le imprese italiane tendono a rimanere piccole per lungo tempo (Carpenter e Rondi, 2006; Paleari, Pellizzoni e Vismara, 2008; Pagano et al., 1998).

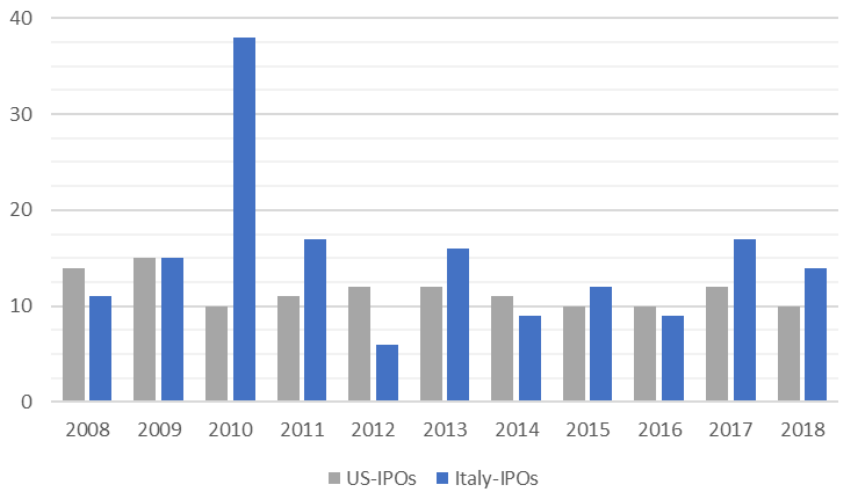

Figura 21: Confronto delle età mediane delle imprese italiane e statunitensi al momento della quotazione. Fonte dati: J.Ritter "Initial Public Offerings: Median Age of IPOs Through 2020", Vismara et al. "Academic Euripo Fact Book 2015", Calepino dell'Azionista, Borsa Italiana. [Nota: Nel calcolo dell'età mediana delle IPO in Italia possono essere presenti delle distorsioni del valore derivanti dal fatto che vengono incluse anche imprese che avevano concluso, anche in periodi pre-IPO, fusioni, acquisizioni e spin-off, le cui date di fondazione potrebbero essere interpretate erroneamente]

Carpenter e Rondi (2006) conducono un'analisi sulle imprese italiane, utilizzando come benchmark per il confronto un panel di imprese statunitensi, e suggeriscono che le dimensioni delle imprese che si quotano in Italia tendono ad essere più grandi e mature delle IPO americane, sia in termini di occupazione sia di vendite sia in termini di asset totali. Inoltre, il capitale raccolto da una IPO italiana appare essere ridotto rispetto ad una statunitense. Lo studio mostra che nonostante i tassi di crescita per asset, capitale e vendite siano positivi per le imprese italiane che intraprendono la quotazione, appaiono quantitativamente più piccoli rispetto alle imprese americane. Tale ricerca suggerisce, quindi, che queste grandi differenze di comportamento tra le imprese in Italia e negli Stati Uniti potrebbe essere dovuto a differenti motivazioni nel compiere un'IPO: da un lato le aziende statunitensi sembrano finalizzate principalmente ad ottenere fondi per svilupparsi e aumentare rapidamente le dimensioni dell'impresa, dall'altro le società italiane utilizzano l'IPO per diversificare le forme di finanziamento e sono meno motivate da progetti di crescita. Davydiuk, Glover, Szymanski (2018), hanno recentemente affermato che, negli ultimi anni, anche le imprese quotate statunitensi sono diventate generalmente più grandi e più vecchie rispetto ai decenni precedenti. Gao et al. (2013) sostengono che il cambiamento tecnologico possa aver esercitato una pressione crescente sulla redditività delle piccole imprese, le quali sono particolarmente vulnerabili all'implementazione sempre più rapida di nuove tecnologie e innovazioni.

Le grandi variazioni nell'attività di IPO, in particolare il calo del volume di emissioni a seguito della crisi finanziaria del 2008, hanno comportato cambiamenti non solo nelle caratteristiche delle

imprese che decidono di intraprendere la quotazione, ma anche nel processo stesso delle offerte pubbliche iniziali e, specificatamente, sul fenomeno dell'*underpricing*. Negli ultimi anni, le maggiori aspettative di mercato, i maggiori requisiti di divulgazione e di corporate governance hanno portato ad una crescita del livello di controllo sulle nuove quotazioni sia da parte degli investitori che dalle autorità di regolamentazione, rendendo più difficoltoso il processo di IPO per gli emittenti. È ampiamente riconosciuto che l'attività iniziale di offerta pubblica può variare significativamente tra i periodi di tempo, con l'esistenza di mercati IPO "caldi" e "freddi", come precedentemente accennato. I mercati caldi di IPO sono caratterizzati sia da un elevato volume di offerte, sia da alti livelli di *underpricing* e spesso di *oversubscription* di offerte (Helwege e Liang, 2004), al contrario i mercati freddi sono associati ad un basso volume di IPO, ad una riduzione di *underpricing* e ad una ridotta tendenza all'*oversubscription* nelle offerte. In linea con queste ipotesi, ci si aspetta che, sia negli anni della crisi finanziaria che in quelli immediatamente successivi, il calo di ottimismo, le sfavorevoli condizioni di mercato e un avverso *sentiment* di investitori scarsamente attivi possano comportare degli underpricing inferiori. Henry e Gregoriou (2013) precisano che, a causa della gravità del calo sia nel volume di IPO che di ottimismo durante questo periodo, la crisi finanziaria del 2008 può trascendere dalla normale definizione di periodo *"cold"*, in quanto si tratta di un evento raro e unico. Negli anni successivi al 2008-2009, si sono verificati anche periodi di mercato "caldo", in concomitanza di uno slancio nel mercato delle IPO. Tuttavia, le pubblicazioni economiche hanno suggerito l'opinione che la crisi finanziaria e i relativi cambiamenti nella regolamentazione e negli atteggiamenti degli investitori abbiano in qualche modo alterato la natura del mercato dell'IPO[53].

Nonostante la mancanza di una ricerca empirica statisticamente significativa tra gli anni di crisi e non, si osserva che nel 2008 il declino del mercato azionario corrisponde ad un livello estremamente basso di underprincing delle IPO sia nel contesto italiano che in quello statunitense, rispettivamente con valori pari a 5,7% e 4,3%[54], in linea con l'ipotesi della presenza di un periodo di mercato "freddo". Ci si attende quindi che il minore livello di partecipazione sul mercato azionario durante gli anni di crisi contribuisca a ridurre l'underpricing. Tuttavia, nella seconda metà della crisi, nel 2009, nelle IPO italiane in particolare, si osserva un anomalo underpricing medio superiore (Figura 22). Pertanto, non è immediatamente chiaro come i meccanismi della crisi possano aver influito su

[53] Henry e Gregoriou, *"IPO Firm Characteristics pre- and post- Financial Crisis"*, in *SSRN Electronic Journal*, 2013.
[54] Fonte dati: Paleari et al., *"Academic Euripo Fact Book"* (2016), J.Ritter IPO Data (https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/).

tale fenomeno. King e Banderet (2014) sostengono che nella prima metà della crisi gli investitori disinformati si siano allontanati dal mercato delle IPO, mentre le società di venture capital si siano astenute dal quotare le loro società di portafoglio, portando ad una riduzione dell'underpricing. Poiché gli investitori disinformati hanno guadagnato una certa fiducia e sono tornati, anche se con cautela nel 2009, il loro requisito di rendimenti iniziali più elevati potrebbe aver portato ad un aumento del livello di underpricing nella seconda metà della crisi. In aggiunta, si evidenzia che, mentre le IPO statunitensi nell'ultimo decennio hanno sostenuto un progressivo aumento nei ritorni medi al primo giorno, nel mercato italiano si è dovuta fronteggiare una ulteriore crisi a partire dal 2011, in cui si osservano fenomeni di underpricing analoghi al periodo precedente. Una difformità ulteriore tra i due mercati è riscontrabile anche nei periodi successivi al 2014 che hanno presentato, da un lato, dei ritorni medi al primo giorno in Italia generalmente costanti nel tempo, dall'altro, un alternarsi di periodo caldi e freddi nel mercato americano, ma con un costante aumento nei livelli di underpricing negli anni più recenti.

King e Banderet (2014) hanno suggerito due diverse argomentazioni per spiegare l'effetto della crisi sull'underpricing. In primo luogo, sostengono che la riduzione di underpricing sia riconducibile alla teoria esposta da Rock (1986), secondo cui gli investitori disinformati subiscono la "maledizione del vincitore" e le imprese sono costrette a fornire uno sconto al fine di mantenerli sul mercato ed evitare una riduzione della domanda. Durante la crisi finanziaria gli investitori hanno meno liquidità e il numero di investitori disinformati è ridotto, pertanto la percentuale di investitori informati all'interno del mercato è più alta. Di conseguenza, la necessità per le imprese di fornire un maggiore underpricing è più bassa. Una teoria alternativa, che, al contrario, sostiene l'incremento dei livelli di underpricing durante gli anni della crisi, afferma analoghe ipotesi relative agli investitori disinformati, che soffrono della "maledizione del vincitore", e alle imprese che devono fornire uno sconto per mantenerli sul mercato ed evitare un abbassamento della domanda. Durante la crisi finanziaria il numero di investitori si riduce in quanto possiedono meno liquidità, e pertanto richiederanno un rendimento più elevato per rimanere sul mercato. Le imprese che si quotano, conoscendo il basso livello di fiducia degli investitori, dovranno quindi ridurre maggiormente il prezzo delle azioni per mantenere alta la domanda. Inoltre, gli effetti di segnalazione al mercato, attraverso l'offerta di elevati rendimenti iniziali e con l'ipotesi che le banche d'investimento sotto-prezzeranno le IPO al fine di creare l'apparenza di un eccesso di domanda, porterà ad un maggiore incentivo a fissare un prezzo d'offerta basso e un conseguente aumento di underpricing. Quindi, se da un lato la prima teoria potrebbe spiegare l'effetto della crisi sull'underpricing nel mercato delle IPO statunitense e, dall'altro, la seconda tesi potrebbe far luce sull'andamento dei rendimenti medi al primo giorno delle IPO italiane, non è perfettamente chiaro quali concreti fattori possano aver

influito su tale fenomeno, a conferma anche dell'argomentazione secondo cui il mercato non è pienamente efficiente.

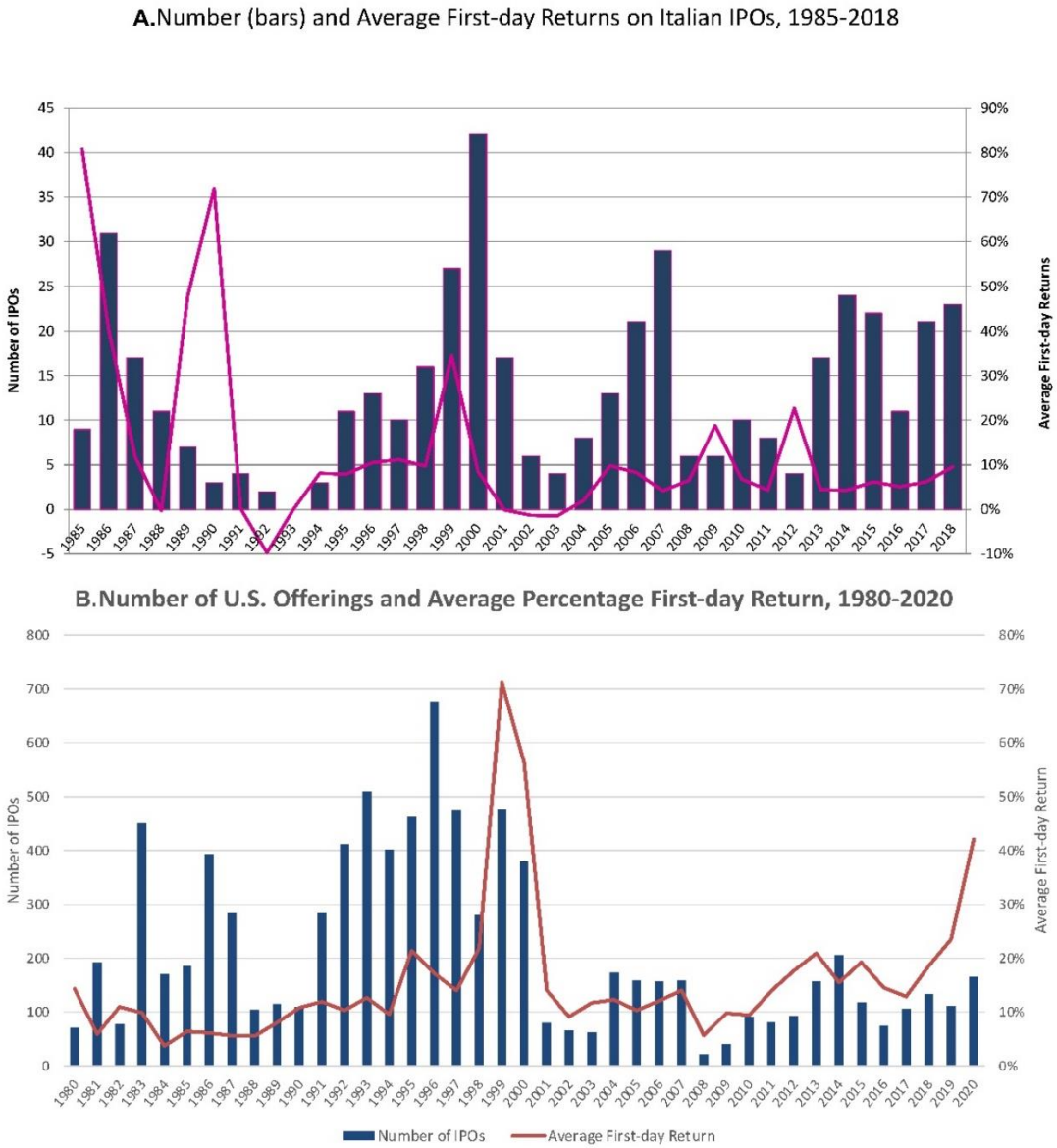

Figura 22: Percentuale media di Underpricing e numero di IPO nel mercato Italiano (A.) e statunitense (B.). Fonte: J.Ritter IPO Data, https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/.

La letteratura sull'underpricing afferma che tale fenomeno può essere definito come un costo che gli insider sostengono al fine di mantenere il controllo degli asset dell'azienda. Nel contesto della corporate governance, come visto in precedenza, si sono stabiliti alcuni modelli principali per spiegare e razionalizzare l'underpricing nelle IPO, anche se le previsioni in alcuni casi giungono a predizioni diametralmente opposte. Da un lato, il punto di vista di Brennan e Franks (1997), secondo cui l'underpricing è un mezzo per consolidare il controllo manageriale e ridurre il monitoraggio e

il controllo da parte degli azionisti esterni. Al contrario, Stoughton e Zechner (1998) sostengono che l'underpricing possa servire come mezzo per ridurre al minimo i costi di agenzia, allineando gli interessi tra azionisti e manager e incoraggiando maggiori attività di monitoraggio, in particolare da parte dei grandi azionisti. Lehmann e Vismara (2020), invece, suggeriscono che l'underpricing nelle IPO possa variare in gran parte nel tempo e nello spazio (a livello geografico), a seconda dei costi e dei benefici delle strutture di corporate governance. I costi e i benefici del monitoraggio e del controllo sono modellati anche da invenzioni tecnologiche (come l'uso dei computer alla fine degli anni '60,o di Internet alla fine degli anni '80), da riforme fiscali che favoriscono l'utilizzo di equity rispetto al debito, da riforme di governance che incoraggiano contratti compatibili con gli incentivi per i CEO riducendo così i costi delle agenzie (anni '80) o delle "bolle" finanziarie (2000)[55]. Boulton et al. (2010) esaminano, inoltre, se le differenze di corporate governance tra i paesi possano spiegare le differenze a livello aziendale nelle IPO. Si concentrano non solo su meccanismi di corporate governance come la composizione del consiglio di amministrazione, la presenza e tipi di grandi azionisti, come le famiglie, ma anche su meccanismi esterni come il mercato del *takeover* e la qualità delle istituzioni legali. I risultati mostrano prove del fatto che la qualità delle istituzioni giuridiche e la protezione degli investitori hanno conseguenze generalmente positive. Essi dimostrano inoltre che le imprese non utilizzano l'underpricing quando la struttura proprietaria dell'impresa non fornisce sufficiente protezione per gli insider al fine di mantenere la maggioranza della proprietà.

A questo proposito, si ritiene necessario indagare le differenze tra Italia e Stati Uniti della distribuzione proprietaria all'interno delle società quotate. Negli studi mostrati nei capitoli iniziali, l'analisi della struttura proprietaria a livello aziendale si basava tradizionalmente su concetti di proprietà dispersa, rispetto a quella concentrata (Berle e Means, 1932; Fama e Jensen, 1983; La Porta et al., 1999). Le argomentazioni riguardano in particolare la situazione in cui le imprese sono ampiamente detenute da molti piccoli investitori, ovvero le *widely held companies*, dove gli azionisti non hanno gli incentivi individuali per sostenere i costi di esercitare attivamente i loro diritti di proprietà. Si presume che questa struttura proprietaria, tipicamente presente negli Stati Uniti, generi il cosiddetto problema principale-agente tra il manager e gli azionisti, i quali hanno limitate capacità di monitorare il manager, tranne che attraverso schemi di incentivazione legati alle prestazioni o fare affidamento sul mercato per il controllo aziendale. Nell'ipotesi di una proprietà concentrata, la cui struttura è tipica delle imprese italiane, e della presenza di proprietari di controllo,

[55] Lehmann e Vismara (2020), *"Corporate Governance in IPO firms"*, in *Annals of Corporate Governance*, 2020.

il conflitto è indirizzato tra gli azionisti di minoranza e l'azionista di controllo, il quale potrebbe estrarre benefici privati, ad esempio attraverso transazioni di parti correlate. Tuttavia, gli investimenti transfrontalieri e nuovi modelli di business hanno portato la struttura proprietaria a livello globale ad evolversi anche in mercati solitamente classificati come aventi strutture proprietarie disperse. Come emerso nel Capitolo 3.2 (Figura 5), la proprietà completamente dispersa è un fenomeno piuttosto raro soprattutto nei paesi europei, in cui le imprese tendono ad avere una concentrazione proprietaria maggiore. L'economia italiana è caratterizzata, infatti, da una elevata concentrazione della proprietà delle imprese quotate, tipicamente posseduta da privati o famiglie, che spesso discendono dal fondatore dell'azienda e sono gestite da membri della famiglia controllante. Al 2017, in Italia, circa il 70% delle società hanno un maggiore azionista o tre maggiori azionisti che detengono più del 50% di capitale, e in media quasi il 60% del capitale azionario di un'impresa è detenuto dai tre maggiori azionisti. All'estremo opposto si trovano i paesi anglosassoni, e nello specifico gli Stati Uniti dove la proprietà altamente dispersa è significativamente presente, attestandosi come uno tra i paesi con la più bassa concentrazione proprietaria. Nel 2017, infatti, meno del 10% delle imprese statunitensi sono detenute da un maggiore azionista o da tre maggiori azionisti con quote azionari maggiori del 50%, mentre poco più del 20% del capitale azionario di una azienda è detenuto da tre maggiori azionisti.

Ad evidenziare le differenze nella struttura proprietarie tra le imprese quotate italiane e statunitensi sono le diverse categorie di grandi azionisti (Figura 23). Negli Stati Uniti, le aziende quotate sono in larga parte (più dell'80%) detenute da investitori istituzionali come grandi azionisti, e in una quota molto ridotta da famiglie o individui strategici e da società private. Il settore pubblico, invece, è scarsamente presente nelle società quotate statunitensi. Al contrario, in Italia, vi è una diffusione ancora limitata di investitori istituzionali (come, ad esempio, venture capitalist o private equity), la cui esistenza è strettamente correlata all'attività di mercato, a conferma del fatto che il ruolo della borsa sia ancora marginale nel mercato italiano. Il settore pubblico in Italia, invece, gioca un ruolo più importante come maggiore proprietario a livello aziendale, se confrontato con gli Stati Uniti. La figura di maggiore azionista nelle imprese italiane è rappresentata in larga misura da famiglie o individui strategici e da società private, che in molti casi potrebbe indicare la presenza di gruppi piramidali. Tuttavia, come visto in precedenza, uno degli effetti delle riforme normative volte ad aumentare la protezione degli azionisti di minoranza è stata la riduzione dei gruppi piramidali (Bianchi et al. 2001; Bianchi e Bianco, 2006). La percentuale di società appartenenti a gruppi piramidali o misti è fortemente diminuita, dal 44% del 1998 al 18,6% del 2017 (Abrardi e Rondi, 2020). Negli USA, invece, i gruppi piramidali sono ampiamente scomparsi dallo scenario societario a partire dagli anni '50, a seguito di costanti riforme applicate per decenni (Kandel et al., 2019).

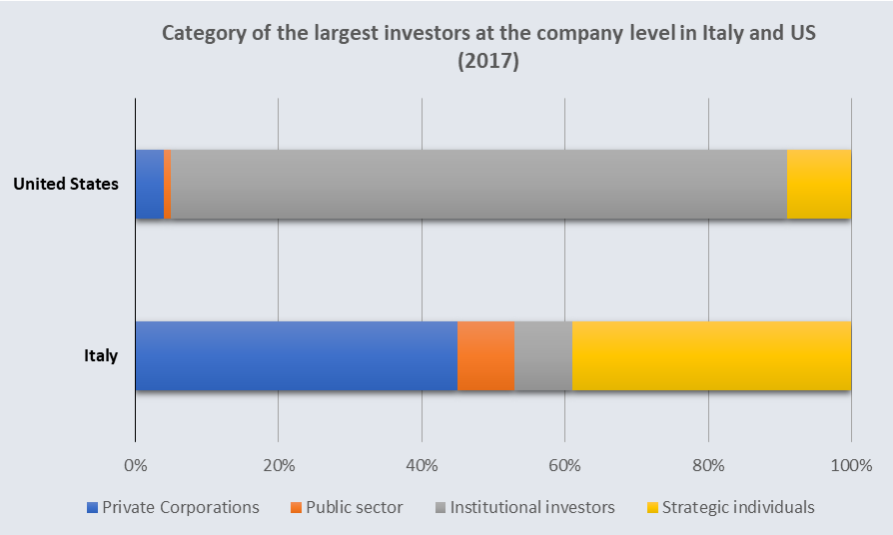

Figura 23: Categoria dei più grandi azionisti nelle società quotate in Italia e negli USA, al 2017. Fonte: OECD Capital Market Series "Owners of the World's Listed Companies", 2019.

Focalizzando l'attenzione sul ruolo degli investitori istituzionali, è noto che, nel tempo, la necessità di trovare fonti finanziarie abbia portato allo sviluppo di nuove fonti alternative di finanziamento al tradizionale canale bancario. Queste includono, infatti, gli investimenti istituzionali in capitale di rischio, che vengono definiti venture capital e private equity, che possono essere considerati una fonte di fondi nuova e innovativa per le giovani e altamente tecnologiche imprese che vogliono accedere al mercato azionario. La letteratura economica sostiene che la presenza di venture capitalist possa ridurre le asimmetrie informative durante il processo di quotazione e, di conseguenza, contenere l'underpricing e migliorare l'oversubscription (M. Rija, 2019). L'abilità di garantire un sistema finanziario che possa garantire adeguate fonti finanziare all'impresa è un elemento fondamentale per la crescita economica. La mancanza di sufficienti risorse finanziarie può essere un fattore limitante soprattutto nel mercato italiano, in quanto è caratterizzato da PMI che a partire dalla crisi finanziaria del 2008 hanno trovato maggiori difficoltà ad accedere alle diverse fonti finanziarie. È in questo contesto che i venture capitalists intervengono, non solo per finanziare un'impresa in una fase *early stage* di finanziamento al fine di consolidare la crescita e lo sviluppo, ma anche per aiutare le aziende a intraprendere i complessi processi di quotazione, di cambio di proprietà e di sistemi manageriali nell'ambiente finanziario in generale (Bienz e Hirsh, 2006). Pertanto, quando l'operazione di offerta pubblica iniziale è organizzata da un'impresa in cui gli azionisti sono investitori istituzionali (di private equity o venture capital) viene definita venture-backed IPO.

La crisi globale del 2008, come precedentemente discusso, ha causato un drastico calo del numero di nuove quotazioni a livello mondiale e, come conseguenza della minore attrattività dei mercati, il

contributo operato da private equity e venture capital ha sofferto un radicale arresto. Questo si è verificato sia negli Stati Uniti, che comunque è stato interessato da una graduale risalita negli anni successivi, sia in Italia, dove però si è constatato un declino, in particolare nel 2011 in cui nessuna IPO è stata supportata da questi operatori (Figura 24). La progressiva ripresa economica globale e l'aumento di imprese quotate ha determinato un rilancio sostenuto di venture-backed IPO a partire dal 2012, soprattutto nel mercato statunitense. Il 2016, tuttavia, è stato un anno difficile in termine di offerte pubbliche iniziali, probabilmente a causa di diversi fattori, quali l'annuncio della Brexit, le elezioni presidenziali negli Stati Uniti e, in Italia, il referendum costituzionale, che hanno aumentato la volatilità dei mercati, influenzando le strategie delle società che intendevano quotarsi (Peveraro, 2017). L'effetto è ricaduto anche sulle IPO sostenute da venture capital, che in quell'anno presentavano una quota pari al 48% del totale delle nuove quotazioni negli Stati Uniti e circa il 13% in Italia, percentuali molto inferiori rispetto al periodo precedente. Gli anni successi, sulla base di una nuova ritrovata fiducia nei mercati e una crescente popolarità delle Borse come canale alternativo di finanziamento, hanno vissuto un rilancio nel mercato dei capitali, in cui anche il numero di venture-backed IPO sono aumentate costantemente, che nel 2019 sono state 74 negli USA (circa il 66% del totale di IPO) e 9 in Italia (circa il 26% del totale).

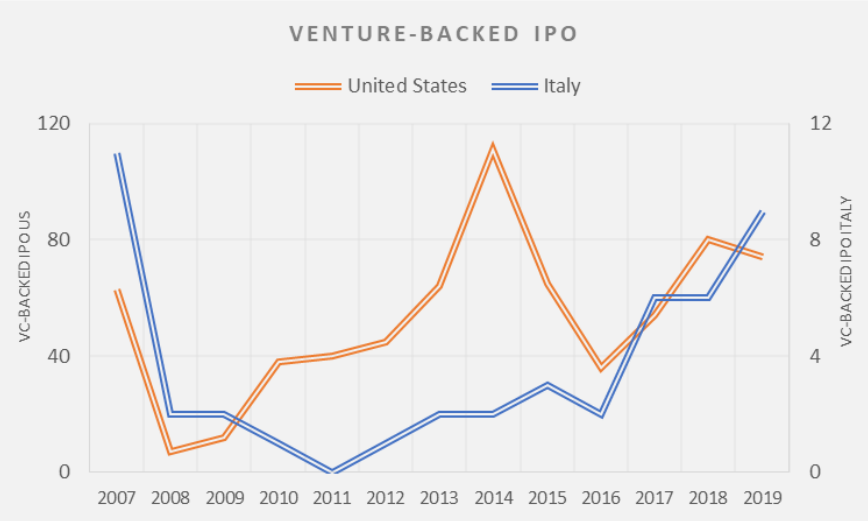

Figura 24: Numero di venture-backed IPO negli Stati Uniti e in Italia. Fonte dati: Borsa Italiana, AIFI, M.Rija " An Empirical Analysis of Underpricing and Oversubscription between Venture-Backed IPO and Non-Venture-Backed IPO in Italy" (2019); J.Ritter IPO Data (https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPO-Statistics.pdf).

Un fenomeno interessante in Italia, sulla scelta del mercato azionario in cui intraprendere la quotazione, è che la maggior parte delle IPO venture-backed sono avvenute nel mercato principale italiano MTA, nonostante si sia registrato un incremento di attività anche nell'AIM rispetto agli anni precedenti. Rija (2019) suggerisce che questo risultato possa essere dovuto al fatto che, oltre

ai requisiti formali, sono necessari dei criteri che possono essere sostenuti dalla presenza di venture capitalists. Questi operatori potrebbero offrire non solo vari servizi per la creazione di valore all'interno dell'impresa, ma anche soddisfare i più stringenti requisiti di trasparenza, liquidità e corporate governance richiesti del segmento Star della Borsa Italiana. Rija (2019) mostra, inoltre, che l'attività di selezione e monitoraggio svolta nell'azienda dal venture capitalist, potrebbe riflettersi in una riduzione dell'underpricing delle IPO sostenute dall'impresa. La presenza del venture capitalist nella fase pre-IPO, infatti, può ridurre il rischio percepito dagli investitori e certificare la potenziale crescita della società, rispetto alle altre non sostenute da investitori istituzionali (Barry, Muscarella, Peavy e Vetsuypens, 1990).

CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha indagato le relazioni esistenti tra la decisione di quotarsi per le imprese italiane, in cui i molti cambiamenti istituzionali, l'impatto della crisi finanziaria del 2008 e gli shock esterni hanno duramente colpito il mercato azionario, il sistema finanziario e l'economia nel suo complesso. Un'ampia letteratura si è spesso concentrata sul fenomeno della quotazione in quanto rappresenta un momento di svolta nella vita aziendale, che porta effetti sulla struttura del capitale, sull'assetto proprietario, organizzativo e manageriale e in generale con l'ambiente finanziario. In un periodo storico, come quello che si sta attraversando, dove le imprese hanno una continua necessità di aumentare la scala e intraprendere progetti di sviluppo e opportunità di investimento, il mercato dei capitali ricopre un ruolo centrale nella crescita aziendale. In questo senso la quotazione permette di raggiungere un grande pubblico che è libero di acquistare quote di una società apportando ulteriori fondi al fine di incentivare lo sviluppo dell'impresa. Il capitale di rischio, infatti, consente sia di condividere il rischio e ripartirlo tra molti soggetti, sia di permettere ai manager di acquisire i giusti incentivi ad intraprendere progetti profittevoli, facilitandone la gestione attraverso la disciplina del take over. La letteratura economica, inoltre, ritiene che un sistema finanziario sviluppato e un mercato dei capitali solido possano costituire un'infrastruttura per la crescita economica di un paese.

Attraverso una vasta presentazione della letteratura economica, il presente lavoro di tesi ha inizialmente cercato di ricreare un percorso teorico che possa chiarire i problemi del finanziamento aziendale, ovvero di come le imprese decidano la propria struttura del capitale e proprietaria nel corso delle loro attività di finanziare i progetti di investimento. A partire dai differenti modelli presentati è facilmente constatabile che le imprese, nella scelta della loro struttura del capitale, non si appoggino totalmente ad una sola teoria, ma è verosimile credere che sia il risultato di una combinazione dei diversi effetti evidenziati dalle varie teorie. Risulta, infatti, che le principali teorie presentino una consistente validità strutturale ed esplicativa, ma al contempo è difficile attribuirne una causalità in quanto è complesso affermare se i risultati siano dovuti ad una o l'altra forza, o addirittura a fattori trascurati. Vengono, quindi, descritte le principali fonti di finanziamento accessibili alle imprese, cercando di delinearne benefici e costi di impiego, al fine di fornire delle basi per una maggiore comprensione delle motivazioni che, generalmente, spingono le aziende a quotarsi.

In secondo luogo, è stato illustrato il processo di *Initial Public Offering* (IPO), introducendo quelle che sono le principali determinanti relative alla scelta delle imprese di intraprendere la quotazione e immettersi nei mercati azionari, presentando congiuntamente i principali benefici, costi e

implicazioni legati a tale evento. Per quanto concerne i benefici derivanti dall'IPO, quelli più significativi evidenziati dalla letteratura sono la possibilità di raccogliere nuovo capitale per migliorare gli investimenti, superare i vincoli finanziari e riequilibrare la struttura del capitale (Welch, 1989; Ritter e Welch, 2002, Pagano et al., 1998). Zingales (1995) sottolinea, invece, che l'IPO non è solo un'occasione per raccogliere nuovi capitali, ma è anche un modo ottimale per i proprietari iniziali dell'impresa di mantenere il controllo e contemporaneamente cedere parte della loro proprietà, trasferendo i diritti al cash flow ad altri soggetti. Pagano et al. (1998) sottolineano, inoltre, che tramite la quotazione le azioni di un'impresa diventano liquide, consentendo agli investitori di diversificare meglio i loro fondi, riducendo i rischi complessivi. Ulteriori evidenze empiriche dimostrano che le imprese generalmente emanano capitale proprio per finanziare una serie di progetti alternativi che si verificano in un periodo di tempo relativamente lungo, piuttosto che in un investimento particolare. Questo implica che, a differenza del debito, il capitale proprio può essere utilizzato per finanziare progetti diversi (Kim e Weisbach, 2008).

Sebbene sia opinione diffusa che la scelta di un'azienda di diventare pubblica sia associata ad una fase naturale del suo ciclo di crescita, molti altri fattori svolgono un ruolo rilevante. Numerose indagini mostrano che la creazione di un mercato dei titoli azionari come valuta per l'acquisizione delle imprese sia un fattore rilevante. Tuttavia, il fatto che il volume delle IPO tenda a fluttuare enormemente nel tempo suggerisce che la decisione di andare in borsa è, almeno in parte, influenzata da cambiamenti nelle condizioni del mercato e da variazioni delle opportunità di investimento. Ritter e Welch (2002) interpretano la decisione del *going public* come una risposta delle imprese a condizioni del mercato favorevoli, ma solo oltre una certa fase del loro ciclo di vita. Mentre, Chemmanur e Fulghieri (1999) sottolineano che nel ciclo di vita di un'impresa potrebbero esserci momenti più o meno convenienti per quotarsi in borsa, in relazione al costo di informazione degli investitori. Anche Maksimovic e Pichler (2001) hanno sottolineato che la percezione degli investitori e i costi associati alla divulgazione di informazioni influenzano in modo significativo i vantaggi di quotarsi. Analogamente, si presentano prove che mostrano che il market timing è uno tra i fattori determinanti nelle offerte azionarie, e perciò le imprese vorranno emettere equity quando le loro azioni sono sopravvalutate dal mercato, e al contrario preferiranno rinviare l'emissione quando il mercato sottovaluta l'azienda (Baker e Wurgler, 2002; Lucas e McDonald, 1990). Pastor e Veronesi (2003) asseriscono che le imprese preferiscono quotarsi quando l'incertezza sulla loro redditività futura è elevata e che le onde di IPO coincidono con picchi nei rendimenti del mercato azionario. Ulteriori studi hanno evidenziato aggiuntivi vantaggi delle IPO, quali: la possibilità di superare i vincoli di indebitamento e ridurre il potere contrattuale delle banche (avendo la possibilità di raccogliere capitali di debito direttamente sul mercato); rafforzamento dell'immagine aziendale

attraverso una pubblicità indiretta della qualità e della stabilità aziendale; ampliamento della struttura proprietaria, miglioramento delle procedure di controllo e monitoraggio nella gestione, connessi ai diversi obblighi informativi dovuti alla quotazione e all'ingresso di nuovi azionisti.

Tuttavia, la decisione di intraprendere un'IPO comporta anche alcuni fattori sfavorevoli e dei costi associati alla quotazione. Innanzitutto, è implicito che, qualora un'impresa decida di usufruire dell'emissione azionaria presso il pubblico di investitori, ne consegue una sequenziale perdita di controllo e una diluizione della proprietà. In secondo luogo, a cause dei conflitti di agenzia tra azionisti e manager, le società quotate dovranno sostenere dei costi di agenzia al fine di monitorare e fornire i giusti incentivi per minimizzare il managerial slack ed eventuali comportamenti opportunistici, tra i quali le pratiche di tunneling, da parte del manager. In aggiunta, le società quotate sono sottoposte ad obblighi di trasparenza informativa e regole di divulgazione che potrebbero intaccare la riservatezza e la segretezza di informazioni, che in alcuni settori potrebbero risultare cruciali per mantenere un vantaggio competitivo. Unitamente a tali svantaggi, l'IPO implica dei costi sia associati al processo di immissione al mercato azionario sia a costi ricorrenti per garantire la permanenza sul mercato. Infatti, da un lato, si dovranno sostenere notevoli costi relativi al processo di IPO legati, ad esempio, a tasse di iscrizione e sottoscrizione, auditing, consulenza, revisione contabile, ecc. Allo stesso modo, vi sarà la necessità di intraprendere dei costi collegati alla riorganizzazione di funzioni aziendali per soddisfare i requisiti normativi e far fronte alle esigenze e alle complessità di un'azienda quotata.

Una componente importante dei costi di quotazione è l'underpricing nelle IPO. Tale fenomeno può essere considerato una peculiarità propria del processo di offerta pubblica iniziale ed è particolarmente importante per le imprese che decidono di quotarsi, perché si trovano ad affrontare una sottovalutazione dei titoli al momento di emissione delle azioni. La letteratura economica indica diverse ragioni per l'esistenza dell'underpricing nel mercato dei capitali e, nel corso degli anni, diversi studi empirici hanno cercato di razionalizzare il motivo per cui le IPO sono caratterizzate da tale fenomeno. Ljungqvist (2007) ha individuato che le diverse teorie relative all'underpricing si possono in generale raggruppare secondo quattro macrocategorie: informazioni asimmetriche, ragioni istituzionali, considerazioni su proprietà e controllo, e infine aspetti comportamentali. In linea di massima, le diverse analisi empiriche che hanno trovato un maggiore riscontro e un effetto preminente sull'underpricing sono state quelle relative al filone delle asimmetrie informative. Tuttavia, è inverosimile credere che la sola spiegazione basata sull'informazione asimmetrica sia in grado di dare una spiegazione esaustiva del fenomeno. Come osservato, le teorie esplicative presentate sono molte e piuttosto eterogenee, e spesso le conclusioni risultano essere discordanti fra

loro. Si nota chiaramente che i molteplici modelli sviluppati non siano in grado di dare una spiegazione univoca e universale del fenomeno dell'underpricing, perché sebbene si tratti di un fenomeno globale, le ipotesi di base possono variare a seconda delle caratteristiche del mercato di ciascun paese. Pertanto, è plausibile ritenere che certi fattori aiutino ad interpretare il fenomeno in alcuni contesti, e più difficilmente in altri casi.

Il quadro che emerge, quindi, è caratterizzato da un elevato livello di frammentarietà a livello internazionale, in quanto a contare non è solo il grado di sviluppo del mercato azionario ma anche le stesse caratteristiche strutturali e istituzionali nel mercato finanziario, le quali hanno un ruolo importante nella crescita e nell'innovazione delle principali economie. Il contesto istituzionale in cui si svolge il finanziamento delle imprese può influire sull'efficienza del processo di raccolta del capitale. Molti economisti sostengono che un sistema legale efficiente e regole di protezione degli investitori efficaci siano necessarie per incoraggiare le attività di mercato, aumentando la domanda e l'offerta di azioni, e che potrebbero avere un impatto positivo sulla crescita economica e sullo sviluppo tecnologico di un paese. Le differenze nelle protezioni legali degli investitori potrebbero aiutare a spiegare il motivo per cui le imprese sono finanziate e possedute in modo così diverso nei diversi paesi. Tra i documenti più influenti che hanno esaminato come l'importanza delle istituzioni giuridiche e l'efficacia dei sistemi finanziari possano ripercuotersi sul mercato finanziario e il sistema economico e, pertanto, spiegare le differenze presenti nei diversi paesi, è largamente noto il lavoro svolto da La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny [LLSV], *"Law and Finance"* (1998). In generale, tali argomentazioni suggeriscono una correlazione positiva tra paesi di tradizione giuridica anglosassone, ovvero di common law, e sviluppo finanziario, evidenziando, al contrario, il forte sottosviluppo dei mercati finanziari di tradizione di civil law, ovvero dei paesi europei, ben rappresentati dal caso italiano. Una più approfondita comprensione delle dinamiche delle tradizioni giuridiche potrebbe anche fornire utili indicazioni per comprendere se le differenze tra common law e civil law siano destinate a perdurare. In effetti, vi sono alcuni studi che sostengono che la globalizzazione abbia portato ad un più rapido scambio di idee, comprese quelle relative a leggi e regolamenti, promuovendo il trasferimento delle conoscenze giuridiche e realizzando una sorta di convergenza sia ad opera dei paesi di civil law che di common law.

Nonostante i diversi studi presentati relativi all'ambiente istituzionale in relazione al mercato dei capitali per le imprese, uno degli eventi che negli anni recenti ha avuto delle ripercussioni intense e prolungate nel tempo sulle scelte di finanziamento delle imprese, sulla struttura del capitale e sull'intera economia internazionale è stata la crisi finanziaria del 2008. La grave depressione economica ha avuto ripercussioni a livello globale. Nonostante la ripresa economica nelle principali

economie avanzate, anche se con ritmi eterogenei tra i paesi, si è assistito in Europa ad una nuova fase della crisi, quella del debito sovrano, interrompendo già una incerta ripresa. Negli anni successivi i diversi interventi intrapresi dai Paesi hanno avuto un effetto sul miglioramento della fiducia e delle aspettative sui mercati azionari, mostrando di conseguenza una graduale crescita economica. Questo trend positivo ha avuto riscontro anche sul progressivo aumento di attività nel mercato dei capitali negli anni recenti, nonostante sia stato caratterizzato da un elevato livello di frammentarietà nei diversi paesi. Infatti, si può affermare che il ruolo delle borse in Europa sia ancora marginale, soprattutto se confrontato con le realtà anglosassoni. Per questo motivo, i *policymakers* europei, negli ultimi anni, hanno rivolto sempre più attenzione al mercato dei capitali, ponendo come obiettivo principale quello di promuovere lo sviluppo dei mercati per favorire la crescita finanziaria e l'espansione delle piccole e medie imprese esistenti, in particolare nei settori ad alta tecnologia.

In questo contesto l'Italia si caratterizza come una delle principali economie europee in cui, come in altri paesi, il mercato azionario non ricopre ancora un ruolo importante come fonte di finanziamento alle imprese. L'economia italiana è stata profondamente colpita dalla crisi finanziaria globale del 2008 e dalla successiva crisi del debito sovrano, con un impatto negativo nel mercato dei capitali e nell'attività di IPO. Nell'ultimo decennio si è, quindi, cercato di attuare diverse riforme per favorire una graduale ripresa economica e ristabilire la condizione finanziaria delle imprese, migliorando l'allocazione dei capitali e l'accesso alle diverse fonti di finanziamento, allo scopo di stimolare gli investimenti orientati alla crescita aziendale per sostenere l'innovazione, la produttività e la creazione di posti di lavoro, offrendo una opportunità per incentivare lo sviluppo economico. Si è osservato che le varie riforme normative hanno cercato di promuovere l'utilizzo del mercato dei capitali da parte delle PMI italiane per favorirne l'imprenditorialità e la crescita, soprattutto nei settori altamente tecnologici. La creazione di un mercato alternativo del capitale (AIM), di fatto, nacque con l'obbiettivo di fornire alle imprese più piccole l'opportunità di raccogliere capitale per gli investimenti e per raggiungere un graduale processo di crescita, allo scopo di favorire il passaggio delle società al mercato regolamentato. Tuttavia, nonostante l'aumento di società quotate sull'AIM negli ultimi anni, questo non si è tradotto in un maggior numero di imprese che si sono trasferite nell'MTA. Un ostacolo che potrebbe impedire alle aziende di spostarsi dall'AIM in MTA, può essere dovuto all'obbligo per le società quotate sul mercato alternativo di dover pubblicare un prospetto completo se vogliono trasferirsi nel mercato regolamentato (Vismara, 2019).

I differenti cambiamenti normativi hanno contribuito ad avvicinare il quadro istituzionale italiano alle migliori pratiche e standard internazionali. Tuttavia, l'economia italiana rimane tuttora caratterizzata da un mercato azionario sottosviluppato e da un elevato numero di piccole e medie imprese, in larga parte operante nel settore manifatturiero, che si affidano maggiormente ad un finanziamento esterno bancario e sono riluttanti a quotarsi in borsa e a rilasciare parte delle quote di partecipazione. Queste riforme, inoltre, non hanno portato a cambiamenti radicali nel modello italiano di proprietà e controllo, ma hanno avuto un notevole impatto sul funzionamento del mercato, rendendolo più moderno ed efficiente. Le nuove leggi e le riforme istituzionali hanno permesso non solo di aumentare la trasparenza del mercato e le informazioni societarie, cercando di allineare gli interessi tra proprietà e controllo e migliorando i meccanismi di corporate governance, ma hanno anche consentito di rendere più attraente il mercato dei capitali italiano per gli investitori internazionali, migliorando sia la tutela degli investitori sia degli azionisti di minoranza (Abrardi e Rondi, 2020).

Rispetto alla maggior parte dei paesi industrializzati, la struttura dell'industria italiana è caratterizzata, quindi, da una quota molto ampia di piccole e medie imprese e da uno scarso numero di società quotate. In relazione alle imprese italiane che decidono di intraprendere la quotazione si nota una tendenza ad essere tipicamente più vecchie e più grandi, soprattutto rispetto alle aziende americane e inglesi che intraprendono un'IPO (Carpenter e Rondi, 2006; Paleari, Pellizzoni e Vismara, 2008; Pagano et al., 1998). Questo suggerisce che le imprese in Italia decidono di quotarsi solo in una fase più avanzata del loro ciclo di vita, ovvero quando hanno già raggiunto una dimensione critica. Inoltre, una caratteristica importante all'interno del tessuto industriale italiano è l'esistenza di gruppi piramidali, sebbene vi sia stata una graduale riduzione (al 2018 rappresentavano circa il 36% della capitalizzazione di mercato) grazie agli effetti delle riforme normative. Nonostante questa evidenza, le imprese familiari rimangono il modello predominante di proprietà in Italia, anche tra le società quotate. La stabilità degli assetti proprietari nelle società italiane riflette non solo i fattori culturali e strutturali, ma la presenza di una certa riluttanza a cedere o diluire la quota di controllo. Infatti, l'Italia si caratterizza per un mercato del controllo societario poco attivo e per un numero limitato di IPO, che causa una diminuzione della concentrazione della proprietà e non garantisce i finanziamenti necessari per gli investimenti e la crescita. Nonostante la politica italiana, negli ultimi anni, abbia incoraggiato un migliore accesso e un maggiore utilizzo del capitale azionario per fornire alle imprese gli incentivi corretti per quotarsi, si possono individuare ancora diversi ostacoli che spingono le imprese italiane a rimanere fuori dal mercato azionario. È noto, infatti, che i costi per intraprendere una quotazione sono elevati, correlati nel breve periodo ai costi della procedura di ammissione e nel lungo termine agli obblighi di

trasparenza. Le aziende che diventano pubbliche devono affrontare non solo dei requisiti stringenti per poter accedere al mercato azionario, ma devono anche attenersi a regole di divulgazione, che potrebbero costringerle a divulgare informazioni sensibili a potenziali concorrenti (Carpenter e Rondi, 2006). Oltre ai costi e ai requisiti di quotazione, in Italia sono presenti differenti fattori che potrebbero limitare sia la domanda sia l'offerta di finanziamenti con capitale proprio. La limitata domanda di azioni in Italia è dovuta, in parte, a politiche governative che hanno limitato la liquidità delle azioni e scoraggiato la detenzione di azioni da parte di investitori privati e, in parte, ad un sistema giuridico, di tradizione civile francese, che non è in grado di fornire una adeguata protezione legale agli investitori e agli azionisti di minoranza, con una bassa qualità di *law enforcement* e con scarsi standard contabili. Di conseguenza, anche l'offerta di capitale è limitata, in particolare a causa della struttura di corporate governance presente in Italia che, come anzidetto, si contraddistingue per essere basata su una proprietà familiare in cui la separazione tra proprietà e controllo è alquanto diffusa (Abrardi e Rondi, 2020; Bianchi et al., 2006).

La letteratura empirica e vari studi presentati hanno consentito di collegare simultaneamente l'impatto della crisi finanziaria, la struttura dei mercati finanziari e il ruolo fondamentale del contesto istituzionale nel determinare le scelte di finanziamento delle imprese. In linea con queste affermazioni si sostiene che i paesi con tradizione giuridica di *civil law*, generalmente identificati nei paesi europei, mostrino una debole protezione degli investitori, scarsi standard contabili e, pertanto, sistemi finanziari sottosviluppati. All'estremo opposto si collocano i paesi anglosassoni, di tradizione di *common law*, i quali tipicamente offrono agli investitori maggiori protezioni legali, buone normative contabili e un migliore *law enforcement*, garantendo quindi una maggiore crescita dei mercati azionari e un sistema finanziario più sviluppato. Quest'ultimo contesto è ben rappresentato dagli Stati Uniti, dove si attesta il più grande mercato per volume di IPO e per capitalizzazione totale. Le tangibili differenze tra i paesi europei e quelli anglosassoni si riscontrano, quindi, non solo osservando i fattori istituzionali, ma anche nei mercati finanziari delle IPO. Tale tesi prende in analisi il mercato finanziario italiano, spesso considerato esemplificativo dello sviluppo delle altre Borse europee, e il mercato statunitense, tipicamente contraddistinto da mercati finanziari altamente sviluppati.

Una prima fondamentale diversità si rileva nei meccanismi e nelle diverse pratiche utilizzate nelle operazioni di IPO. In primo luogo, i meccanismi di bookbuilding nei paesi europei sono stati utilizzati con più frequenza solo nell'ultimo ventennio, rispetto al mercato statunitense in cui tale pratica viene tradizionalmente impiegata. In secondo luogo, negli Stati Uniti, durante la procedura di quotazione non è prevista una fase di pre-marketing, al contrario dei paesi europei dove avviene

un contatto informale con gli investitori al fine di poter fissare un prezzo di collocamento più accurato. Inoltre, il ruolo svolto dagli analisti è differente poiché, mentre in Europa hanno tipicamente un'importanza inferiore e non vi è la presenza di un *quiet period*, negli USA godono di una grande rilevanza in quanto potrebbero impegnarsi implicitamente o esplicitamente per tutelare un titolo di un'impresa che si quota emettendo raccomandazioni positive (J. Ritter, 2003). Una ulteriore differenza si ritrova nelle class action che sono piuttosto comuni negli Stati Uniti, quanto rare in Europa. Nonostante si siano verificati diversi abusi nelle azioni legali collettive, si ritiene che potrebbero aiutare a superare i problemi di free-riding tra gli investitori e diminuire le frodi societarie e i reati di insider trading, anche grazie alla sola esistenza di "minaccia" di class action.

La letteratura economica da sempre pone in evidenza il forte sviluppo dei sistemi finanziari negli Stati Uniti, i quali si sono sempre attestati come pionieri e precursori nel progresso del mercato dei capitali. Tuttavia, nonostante gli importanti cambiamenti in ambito normativo e giuridico avvenuti negli USA, tra i quali ad esempio si ricorda il Sarbanes–Oxley Act nel 2002, l'attività di offerte pubbliche iniziali ha subito un netto declino a partire dagli anni Duemila. Diversi studi affermano che la riduzione di attività di IPO, sia negli Stati Uniti che in Europa, sia stata trainata principalmente dalle piccole imprese. Si sono proposte, inoltre, tre ipotesi per spiegare il basso volume di IPO: in primo luogo, le varie regolamentazioni potrebbero aver reso la quotazione e il rimanere quotati più costoso a causa di aggiuntivi requisiti di conformità; in secondo luogo, le condizioni di mercato, percepite sfavorevoli per l'emissione di nuovi titoli, potrebbero aver ridotto l'attrattiva di quotarsi; la terza ipotesi si riferisce alle "economie di scopo" secondo cui le piccole imprese trovano più conveniente diventare velocemente di grandi dimensioni attraverso una vendita, ovvero tramite fusione o acquisizione (M&A), piuttosto che diventare pubblici e rimanere indipendenti (Gao et al., 2012; Ritter, Signori e Vismara; 2013). Lo scoppio della crisi finanziaria del 2008 ha aggravato ulteriormente una debole situazione, i cui effetti enormemente negativi si sono riversati tanto nel mercato delle IPO italiane quanto nel mercato statunitense. La graduale ripresa economica negli Stati Uniti, anche se più lenta nell'economia italiana a causa della successiva crisi del debito sovrano, ha spinto ad attuare diverse riforme normative e istituzionali rivolte soprattutto a promuovere l'uso dei capitali da parte delle piccole e giovani imprese. Alcuni degli esempi sono stati il JOBS Act nel 2012, che è stato un probabile contributore della maggiore attività di IPO statunitensi tra il 2013 e 2014; e la creazione di AIM Italia nel 2012, diventato SME Growth Market nel 2018, per garantire capitali per finanziare la crescita alle PMI dinamiche e competitive. Nonostante la progressiva ripresa dei mercati finanziari, nel 2016 si è assistito ad un rallentamento a livello internazionale, determinato da diversi fattori, tra i quali un'economia globale tiepida, le elezioni presidenziali negli USA, l'annuncio della Brexit, un'escalation di terrorismo e,

in Italia, il referendum costituzionale che potrebbero aver avuto un impatto sull'attività di IPO (Deloitte, *"Private company IPOs: Is timing everything?"*, 2016; Peveraro, 2017). Coerentemente con le riforme attuate per promuovere l'utilizzo del mercato dei capitali da parte delle piccole e giovani imprese per favorirne l'imprenditorialità e la crescita, soprattutto nei settori altamente tecnologici, è chiaramente identificabile una quota maggiore di imprese che dal 2008 al 2019 hanno intrapreso la quotazione sui mercati AIM e NASDAQ, in relazione ad i rispettivi mercati MTA e NYSE. Questo conferma una preferenza delle imprese che decidono di intraprendere la quotazione in mercati caratterizzati da requisiti meno stringenti o da costi inferiori al fine di favorire l'ingresso ai mercati azionari e mantenere più capitale per alimentare la crescita e il progresso tecnologico delle aziende. È possibile osservare, inoltre, che nel decennio più recente il settore degli Stati Uniti che ha presentato un elevato incremento è stato quello del *life science*, che comprende il settore farmaceutico, biotecnologico e dell'Healthcare. Analogamente, anche in Italia hanno acquisito maggiore importanza i settori tecnologici, dell'Healthcare e dei servizi al consumo, che raffigurano un profilo di imprese orientate alla crescita, le quali hanno rappresentato la quota maggiore di IPO nell'ultimo periodo. Tuttavia, si nota sempre una maggiore vocazione manifatturiera delle PMI italiane, in quanto le percentuali più elevate in termini di capitalizzazioni di mercato si riscontrano nel settore industriale e finanziario.

Una ulteriore evidenza, in linea con le ipotesi delle economie di scopo, relative al desiderio da parte delle piccole imprese di diventare velocemente grande, si può osservare che il volume di attività di M&A si sono mantenute sempre elevate e pressocché costanti, nonostante nel periodo si sia verificato uno scarso numero di IPO. A supporto di tale tesi, anche il fenomeno delle SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*), nate al fine di rendere più facile le operazioni di quotazione e di M&A, risulta in costante aumento negli ultimi anni. Tale strumento, diffusosi negli anni Ottanta negli Stati Uniti, ha assunto rilievo anche nell'ordinamento giuridico italiano, che solo nel 2010 ha visto la sua introduzione. Recentemente, si è assistito ad un costante aumento di attività di SPAC in Italia. Tale trend si conferma tutt'ora in enorme crescita negli Stati Uniti, in cui sia il capitale raccolto che il volume di SPAC ha subito una notevole impennata.

È noto, inoltre, che le imprese che si quotano sul mercato italiano sono generalmente più grandi e mature, al contrario degli Stati Uniti, dove le imprese piccole e giovani, appartenenti ai settori altamente tecnologici, rappresentano la quota maggiore nelle attività di IPO, in quanto necessitano di finanziare una rapida crescita di scala in termini di asset, fatturato e occupazione (Carpenter e Rondi, 2004; Pagano et al., 1998). Le differenze tra Italia e USA sono evidenziate anche dalla differente struttura proprietaria tra le imprese quotate. Da un lato, gli Stati Uniti sono caratterizzati

da imprese ad azionariato diffuso (le cosiddette *widely held companies*), tipicamente detenuti da investitori istituzionali. All'estremo opposto, in Italia si trovano imprese con una struttura proprietaria altamente concentrata, tipicamente posseduta da privati o famiglie, che spesso discendono dal fondatore dell'azienda e sono gestite da membri della famiglia controllante. La limitata partecipazione di investitori istituzionali, la cui presenza è strettamente correlata al volume di attività nel mercato, conferma l'ipotesi che il ruolo della borsa sia ancora marginale nel mercato italiano. Gli investitori istituzionali permettono non solo di finanziare un'impresa in una fase *early stage* di finanziamento per consolidare la crescita, ma potrebbero aiutare anche le imprese ad intraprendere i complessi processi di quotazione (Bienz e Hirsh, 2006). È in questo contesto che gli investitori istituzionali, come venture capitalist e private equity, possono essere considerati una fonte di fondi nuova e innovativa per le giovani e altamente tecnologiche imprese che vogliono accedere al mercato azionario. La crisi globale del 2008, come precedentemente discusso, ha causato un drastico calo del numero di nuove quotazioni a livello mondiale e, come conseguenza della minore attrattività dei mercati, il contributo operato da private equity e venture capital ha sofferto un radicale arresto. Negli anni recenti, sulla base di una nuova ritrovata fiducia nei mercati e una crescente popolarità delle Borse come canale alternativo di finanziamento, le IPO hanno vissuto un rilancio nel mercato dei capitali, in cui anche il numero di venture-backed IPO sono aumentate costantemente, sia nel mercato statunitense sia in quello italiano.

A partire da questa analisi si può affermare che i mercati dei capitali rivestono un ruolo fondamentale nelle dinamiche delle economie moderne e come propulsore di crescita economica, in quanto in grado di finanziare il rinnovamento industriale, ridurre la dipendenza dal debito bancario e orientare gli investimenti verso un orizzonte a lungo termine. Tali investimenti nel panorama italiano risultano necessari se il mondo delle imprese intende stare al passo con la concorrenza internazionale. In un'epoca in cui la globalizzazione porta ad una sempre maggiore interdipendenza e concorrenza tra i paesi, un mercato dei capitali sviluppato può promuovere un processo virtuoso di investimenti e crescita. In questo processo, l'azienda può adottare una visione a lungo termine al fine di promuovere l'imprenditorialità, aumentare la produttività e sostenere la concorrenza estera. Dal quadro che emerge dalle principali ricerche si evidenzia che non è importante solo il grado di sviluppo del mercato azionario, ma che anche le stesse caratteristiche strutturali e istituzionali del mercato hanno un ruolo fondamentale nella crescita e nell'innovazione delle principali economie. In ragione di ciò, l'Italia dovrà essere in grado di sostenere e promuovere l'accesso a capitale a lungo termine per le imprese, al fine di incentivare gli investimenti e i miglioramenti in termini di produttività, competitività e crescita, e contribuire ad una graduale ripresa economica. Un'incentivazione al mercato dei capitali in Italia potrebbe portare ad una spinta

per la crescita dimensionale delle PMI, superando uno degli ostacoli alla radice della bassa produttività, e ad aumentare la resilienza strutturale a seguito di forti shock, nonché fornire un rilancio del sistema produttivo a seguito delle crisi. Inoltre, l'accesso alla quotazione potrebbe comportare un miglioramento nell'efficacia del controllo e della governance aziendale.

Sulla base delle considerazioni esposte si ritiene necessario promuovere, innanzitutto, nuove IPO anche nel mercato regolamentato italiano MTA, in quanto rappresenta l'elemento centrale per il funzionamento e la reputazione del mercato dei capitali. Il declino negli ultimi anni del numero di imprese italiane che intraprendono la quotazione sul mercato MTA della Borsa suggerisce che vi sia la necessità di rafforzare le misure atte a promuoverne l'utilizzo. Parallelamente, si ritiene che l'introduzione di provvedimenti che possano facilitare la transizione delle società, anche meno mature con un alto potenziale di crescita, dai mercati alternativi AIM verso il mercato principale possa permettere di ingrandire il mercato e consolidare il settore finanziario. Le SPAC, il cui scopo consiste nell'offrire alle imprese l'opportunità di intraprendere una quotazione attraverso meccanismi più veloci e meno onerosi rispetto ad una tradizionale IPO, sono uno strumento che, dato il loro accresciuto utilizzo, potrebbero essere incentivate da un completo quadro normativo e pratiche migliori per favorire le nuove quotazioni. Inoltre, sempre al fine di facilitare l'accesso al finanziamento da parte delle società tramite emissione azionaria, potrebbero essere adottate procedure che conformino il quadro normativo e istituzionale agli attuali sviluppi internazionali nei mercati dei capitali. Pertanto, si reputa necessaria sia una regolamentazione efficiente e trasparente, sia una *law enforcement* efficacemente svolta dalle Autorità nazionali competenti, ovvero Consob e Governo italiano. Infine, la scarsa presenza di investitori istituzionali in Italia fornisce uno spunto per affermare che si potrebbero adottare misure per incoraggiare la partecipazione ai mercati dei capitali sia di investitori tradizionali, come fondi pensione e assicurazione, sia di investitori alternativi, come fondi di privare equity e di venture capital.

Comprendere le reali motivazioni e dinamiche sul fenomeno delle IPO è, dunque, molto complicato poiché ci sono una vasta serie di fattori esterni e interni che possono influenzare le imprese. L'indagine sulle condizioni del mercato, sui fattori istituzionali e di regolamentazione inerenti alla quotazione, nonché sull'efficacia degli strumenti adottati nel tempo per favorire l'accesso alla borsa, rimane un importante compito per la ricerca e per le autorità italiane del mercato.

Bibliografia

Abrardi L., L. Rondi (2020). *The European Corporation. Ownership and Control after 25 Years of Corporate Governance Reforms.* CGEUI Project.

Abrardi L., L. Rondi (2020). *Ownership and Performance in the Italian Stock Exchange: The Puzzle of Family Firms.* Journal of Industrial and Business Economics.

Akerlof, G. A. (1970). *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quartely Journal of Economics.

Andrei Shleifer, R. W. Vishny (1997). *A Survey of Corporate Governance*. The Journal of Finance.

Andrei Shleifer (2007). *Legal Foundations of Corporate Governance and Market Regulation.*

Alexander Ljungqvist, V. N. (2006). *Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing*. The Journal of Business.

Alexander Ljungqvist (2007). *IPO underpricing*. *Empirical Corporate Finance*. Handbook in Corporate Finance.

Alti A. (2006). *How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure?* The Journal of Finance.

Berger e Udell (1998). *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*. Journal of banking and finance.

Benniga, Helmantel e Sarig (2003). *The Timing of Initial Public Offerings*. Journal of Financial Economics.

Bianchi, M., Bianco, M. (2006). *Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?* ECGI - Finance Working Paper no. 144/2006.

Buscemi, Narizzano, Savino e Viggiano (2021). *L'impatto della crisi da Covid-19 sull'accesso al mercato dei capitali delle PMI italiane*. Banca d'Italia.

Christian Hopp, A. D. (2007). *Do Differences in Institutional and Legal Environments explain cross-Country Variations in IPO Underpricing?* CESIFO Working Paper No. 2082.

Consob (2019). *Report on Corporate Governance of Italian listed companies.*

Daniel K. Tarullo (2019). *Financial Regulation: Still Unsettled a Decade After the Crisis*. Journal of Economic Perspectives.

Davydiuk, Glover, Szymanski (2018). *The decline in US public firms.*

De Angelo, H.-Masulis, R.W. (1980). *Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation*. Journal of Financial Economics.

Deloitte (2016). *Private company IPOs: Is timing everything?*.

Demirgüç-Kunt, A.-Levine, R. (1996). *Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview*. The World Bank Economic Review.

Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1998). *Law, Finance, and Firm Growth*. The Journal of Finance.

D'Mello e Ferris (2000). *The Information Effects of Analyst Activity at the Announcement of New Equity Issues*. Financial Management.

Emmet King, L. Banderet (2014). *IPO Stock Performance and the Financial Crisis*. Stockholm School of Economics, Master Thesis in Finance.

Ernst & Young (2021). *AIM Italia come leva di trasformazione delle aziende*.

Eugene F. Fama and Kenneth R. French (2002). *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*. The Review of Financial Studies.

Eugene Kandel, K. Kosenko, R. Morck, Y. Yafeh (2013). *The great pyramids of America: A revised history of U.S. business groups, corporate ownership, and regulation, 1926–1950*. National Bureau of Economic Research.

Franklin Allen, G. R. Faulhaber (1989). *Signalling by underpricing in the IPO market*. Journal of Financial Economics.

Hayne E. Leland and David H. Pyle (1977). *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*. The Journal of Finance.

Hubbard, R. G. (1998). *Capital-Market Imperfections and Investment.* Journal of Economic Literature.

Ivo Welch (1992). *Sequential Sales, Learning, and Cascades*. The Journal of Finance.

J. K. Wald (1999). *How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison*. Journal of Financial Research.

J. Ritter, Welch (2002). *A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations.* The Journal of Finance.

J. Ritter (2003). *Differences between European and American IPO Markets*. European Financial Management.

J. Ritter, Signori, Vismara (2013). *Economies of scope and IPO activity in Europe*. Handbook of Research on IPOs.

Jensen M. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. The American Economic Review.

Kristian Rydqvist, K. H. (1995). *Going public in the 1980s: Evidence from Sweden.* European Financial Management.

Kunt A., Levine R. (1999). *Bank-based and market-based financial systems: cross-country comparisons*. World Bank Policy Research.

Lehmanm, Vismara (2020). *Corporate Governance in IPO firms.* Annals of Corporate Governance.

Luboš Pástor, Pietro Veronesi (2005). *Rational IPO Waves*. The Journal of Finance.

L. Giordano, C. G. (2014). *Financial Architecture and the Source of Growth*. Consob, Quaderni di finanza.

L. Giordano, M. M. (2017). *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane.* Consob, Quaderni di finanza.

Loughran, Ritter (2002). *Why Has IPO Underpricing Changed over Time?* Financial Management.

Loughran, T., Ritter, J.R. (1995). *The New Issues Puzzle.* The Journal of Finance.

Loughran, Ritter e Rydqvist (1994). *Initial Public Offerings: International Insights.* Pacific-Basin Finance Journal.

Malcolm Baker, J. Wurgler (2002). *Market Timing and Capital Structure*. The Journal of Finance.

Maurizio Rija (2019). *An Empirical Analysis of Underpricing and Oversubscription between Venture-Backed IPO and Non-Venture-Backed IPO in Italy*. International Business Research.

M. Pagano, F. P., L. Z. (1998). *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis.* The Journal of Finance.

Michael C. Jensen, W. H. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics.

Mattia Cattaneo, M. Meoli, S. Vismara (2015). *Financial regulation and IPOs: Evidence from the history of the Italian stock market*. Journal of Corporate Finance.

Miller, F. M. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review.

Miller M. (1977). *Debt and Taxes*. The Journal of Finance.

Nicola Miglietta (2004). *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*. Giappichelli Editore.

OECD (2019). *OECD Corporate Governance Factbook 2019*.

OECD Capital Market Series (2019). *Owners of the World's Listed Companies.*

OECD Capital Market Series (2020). *OECD Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*.

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

Piercarlo Ravazzi, L. R., P. N., E. P., (2007). *L'impresa. Teorie, organizzazione, strategia, tecniche economiche e contabili*. Il Mulino.

Rafael La Porta, F. L.-d.-S. (1996). *Law and Finance.* Journal of Political Economy.

Rafael La Porta, F. L.-d.-S. (1997). *Legal Determinants of External Finance*. The Journal of Finance.

Rafael La Porta, F. L.-d.-S. (2000). *Investor protection and corporate governance*, Reform. Journal of Financial Economics.

Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer (2007). *The Economic Consequences of Legal Origins*. Journal of Economic Literature.

R. G. Rajan, L. Z. (1995). *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data.* The Journal of Finance.

R. G. Rajan, L. Z. (2003). *Banks and markets: the changing character of european finance.* National Bureau of Economic Research.

Robert E. Carpenter, B. C. (2002). *Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?* The Review of Economics and Statistics.

Robert E. Carpenter, B. E. (2002). *Capital Market Imperfections, High-Tech Investment and New Equity Financing*. The Economic Journal.

Robert E. Carpenter, L. R. (2004). *Go Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms.* Small Business Economics.

Robin Marris (1964). *The Economic Theory of `Managerial' Capitalism*. Journal of the Royal Statistical Society.

Roger G. Ibbotson, J. F. Jaffe (1975). *"Hot Issue" Markets*. Journal of Financial.

Schiantarelli, Sembenelli, (2000). *Form of Ownership and Financial Constraints:Panel Data Evidence From Flow of Funds and Investment Equations*. Empirica.

Silva, Sebastião, Henriques (2020). *IPO patterns in Euronext after the global financial crisis of 2007-2008.* CeBER Working Papers No. 15 / 2020.

Silvio Vismara, Stefano Paleari, J.R. Ritter (2012). *Europe's Second Markets for Small Companies*. European Financial Management.

Stefano Paleari, E. P. (2008). *The going public decision: evidence from the IPOs in Italy and in the UK*. International Journal of Applied Decision Sciences.

Stefano Paleari, D. Piazzalunga, A. Signori, S. Vismara (2016). *Academic Euripo Fact Book*. Universoft

Stein Frydenberg (2004). *Theory of Capital Structure - A Review*. Tapir Academic Press.

Stephen Ross (1977). *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*. Bell Journal of Economics.

Stephen C. Henry, N. Gregoriou (2013). *IPO Firm Characteristics pre- and post- Financial Crisis*. SSRN Electronic Journal.

Stewart C. Myers, N. S. Majluf (1984). *Corporate Financing and Investment Decision when firms have information the investors do not have*. Journal of Financial Economics.

Stewart C. Myers (2001). *Capital structure*. Journal of Economic Perspective.

Thomas J. Chemmanur T., P. F. (1999). *A theory of the going public decision.* The Review of Financial Studies.

Tim Loughran, J. R. (1994). *Initial public offerings: International insights*. Pacific-Basin Finance Journal.

Xiaohui Gao, J.R. Ritter, Z. Zhu (2013). *Where Have All the IPOs Gone?.* Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Wilmerhale. *IPO Report 2018*.

Woojin Kim, M. S. W. (2007). *Motivations for public equity offers: An international perspective.* Journal of Financial Economics.

Wurgler, M. B. (2002). *Market Timing and Capital Structure*. The Journal of Finance.

Zingales, L. (1995). *Insider Ownership and the Decision to Go Public*. The Review of Economic Studies.

Sitografia

AIFI Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt: https://www.aifi.it/

Banca Centrale Europea: https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html

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

Bloomberg: https://www.bloomberg.com

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

Consob: http://www.consob.it

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

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

Il Sole 24 Ore: https://www.ilsole24ore.com/

IMAA Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances: https://imaa-institute.org/

Mediobanca: http://www.archiviostoricomediobanca.it/pubblicazioni/calepino_dell_azionista.html

NASDAQ: https://www.nasdaq.com/

The New York Stock Exchange (NYSE): https://www.nyse.com

OECD: http://www.oecd.org/

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

UF Warrington College of Business, Jay R. Ritter IPO Data:
https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/

U.S. Securities and Exchange Commission: https://www.sec.gov/

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

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