

# **POLITECNICO DI TORINO**

Collegio di Ingegneria Gestionale

**Corso di Laurea Magistrale  
in Ingegneria Gestionale**

Tesi di Laurea Magistrale

**L'impatto della proprietà familiare  
sull'underpricing post-IPO in Italia**



**Politecnico  
di Torino**

**Relatore**

Prof.ssa Laura Rondi

**Candidato**

Marco Valentini

**Anno accademico 2020/2021**

# Abstract

In questa tesi è stato studiato il fenomeno dell'underpricing in relazione alla natura proprietaria delle imprese quotate sul mercato borsistico italiano. Il campione di analisi è composto da 131 IPO quotate su Borsa Italiana Spa nel periodo 2009-2020. Si rileva che gli investitori ripongono una forma di scetticismo verso le imprese familiari, che a parità di condizioni le porta a subire una sottovalutazione tra i 7 p.p. ed i 10 p.p. in più rispetto alle non familiari, in base all'intervallo di tempo considerato. Inoltre, sono stati confermati alcuni risultati rilevati in precedenti studi di letteratura tra cui l'importanza che l'insider sottoscriva parte delle azioni offerte come metodo per subire uno sconto inferiore e di alcune decisioni di Corporate Governance prese al momento del lancio dell'IPO. In particolare, si determina un effetto smorzante legato al peso degli amministratori indipendenti all'interno del CdA ed una sfiducia verso le concentrazioni di potere che sovente si presentano nel contemporaneo svolgere il ruolo di CEO e Presidente del CdA da parte di un amministratore e che comportano un valore finale di underpricing superiore di 4 p.p..

# Indice

<b>Abstract.....</b>	<b>II</b>
<b>Indice delle figure.....</b>	<b>VII</b>
<b>Indice delle tabelle.....</b>	<b>XI</b>
<b>Introduzione .....</b>	<b>XIV</b>
<b>CAPITOLO 1. IPO: processo ed attori.....</b>	<b>1</b>
<i>1.1 Perché esiste il mercato di borsa? .....</i>	<i>1</i>
<i>1.2 Cosa si intende per IPO? .....</i>	<i>2</i>
<i>1.3 La scelta del mercato .....</i>	<i>3</i>
1.3.1 MTA .....	5
1.3.2 AIM Italia .....	5
<i>1.4 Quali sono i requisiti?.....</i>	<i>6</i>
<i>1.5 Quali sono gli attori che intervengono nel processo di quotazione?.....</i>	<i>10</i>
<i>1.6 Come avviene il processo di quotazione? .....</i>	<i>14</i>
1.6.1 Fase preliminare .....	14
1.6.2 Due diligence.....	15
1.6.3 Redazione del prospetto informativo .....	17
1.6.4 Istruttoria .....	18
1.6.5 Marketing .....	19
1.6.5.1 Distribuzione e pubblicazione del rapporto di ricerca agli analisti .....	19
1.6.5.2 Costituzione dei consorzi di collocamento .....	20
1.6.5.3 Pre-Marketing .....	20
1.6.5.4 Roadshow .....	21
1.6.6 Bookbuilding .....	21
1.6.7 Pricing .....	23
1.6.8 OPV(S) .....	25
1.6.9 Aftermarket .....	26
<i>1.7 L'importanza del lead underwriter .....</i>	<i>26</i>
<i>1.8 Differenza nel processo tra MTA ed AIM Italia.....</i>	<i>30</i>

<b>CAPITOLO 2. Benefici e costi legati alla quotazione.....</b>	<b>32</b>
2.1 <i>Le fonti di finanziamento di una impresa.....</i>	32
2.1.1 Il debito.....	33
2.1.2 L'equity .....	37
2.1.2.1 Gli indicatori di valutazione del mercato .....	38
2.1.3 Private equity e Venture capital .....	40
2.2 <i>Panoramica sull'adozione delle fonti di finanziamento.....</i>	43
2.3 <i>Struttura del capitale e tipologia di debito .....</i>	46
2.3.1 Riflessioni sulla leva finanziaria in base ai risultati empirici.....	49
2.4 <i>Conseguenze di appartenere ad un sistema market-based o bank-based.....</i>	50
2.5 <i>I Costi di un'IPO.....</i>	53
2.5.1 Costi diretti di un'IPO .....	54
2.5.2 Teoria di Jensen e Meckling.....	57
2.5.2.1 Il modello.....	57
2.5.2.2 Meccanismi di difesa dell'outside equity .....	61
2.5.2.3 L'Underpricing .....	62
2.5.2.4 Come si misura l'underpricing? .....	65
2.5.2.5 Costi di agenzia dell'equity .....	66
2.5.2.6 Il ruolo del Debito.....	68
2.5.2.7 Costi di agenzia e benefici del debito.....	69
2.5.3 Pecking order.....	73
2.5.3.1 Il modello.....	74
2.5.3.2 La trappola finanziaria.....	76
2.5.3.3 Le implicazioni .....	78
2.5.4 Market timing .....	79
2.5.5 Teorie economiche alternative sull'underpricing.....	81
2.5.5.1 L'emittente possiede l'informazione .....	81
2.5.5.2 L'investitore possiede l'informazione .....	82
2.5.5.3 Simmetria informativa.....	84
2.5.5.4 Allocazione delle azioni .....	84
2.5.5.5 Conclusioni.....	86
2.5.6 Vantaggi della quotazione in borsa .....	86
2.5.6.1 Perché quotarsi in borsa?.....	86
2.5.6.2 Il legame tra l'IPO underpricing e la riduzione dei costi del prestito.....	89

<b>CAPITOLO 3. Il mercato italiano.....</b>	<b>93</b>
3.1 <i>Classi dimensionali e definizione di PMI.....</i>	93
3.2 <i>Confronto Europa-Italia sulle caratteristiche delle PMI.....</i>	95
3.2.1 Confronto tra le PMI italiane ed europee .....	99
3.3 <i>Caratteristiche delle imprese italiane.....</i>	106
3.4 <i>Caratteristiche delle PMI italiane .....</i>	109
3.4.1 L'impatto del Covid-19 sulle PMI italiane.....	116
3.5 <i>Il ruolo delle famiglie.....</i>	118
3.6 <i>Le motivazioni che inducono allo stay private.....</i>	120
3.6.1 Vantaggi dello stay private.....	121
3.6.2 Svantaggi dello stay private .....	127
3.6.2.1 Conseguenze dello stay private .....	131
3.6.3 Conclusioni.....	131
3.7 <i>Il mercato azionario italiano .....</i>	132
3.7.1 La crescita dell'AIM Italia .....	134
3.8 <i>Corporate Governance.....</i>	134
3.8.1 Meccanismi esterni.....	135
3.8.2 Meccanismi interni .....	137
3.8.3 Le principali riforme a partire dagli anni '90 sulla Corporate Governance in Italia	
.....	141
3.8.3.1 I limiti del Tuf.....	150
3.8.3.2 Il Codice di Autodisciplina e gli effetti sulla Corporate Governance in Italia	
.....	152
3.8.4 La Governance delle imprese quotate su Borsa Italiana Spa .....	157
3.8.4.1 La composizione del CdA .....	161
3.8.5 La Governance delle imprese italiane a conduzione familiare.....	163
3.9 <i>Le performance delle imprese familiari.....</i>	165
3.9.1 I risultati .....	165
3.9.1.1 Il ruolo del CEO .....	168
3.10 <i>I costi di quotazione in Italia .....</i>	169
3.10.1 Panoramica delle ricerche dell'underpricing in Italia .....	170

<b>CAPITOLO 4: Analisi Sperimentale .....</b>	<b>178</b>
4.1 <i>Raccolta dei dati</i> .....	178
4.1.1 Il dataset .....	179
4.2 <i>Metodi e strumenti utilizzati</i> .....	179
4.3 <i>Descrizione del campione</i> .....	180
4.4 <i>Definizione delle variabili</i> .....	184
4.4.1 Variabile dipendente.....	186
4.4.2 Variabile di interesse .....	188
4.4.3 Fattori omessi .....	191
4.4.3.1 Variabili di Corporate Governance.....	192
4.4.4 Variabili di controllo .....	195
4.5 <i>Il modello</i> .....	200
4.6 <i>Analisi delle regressioni</i> .....	203
4.6.2 I risultati .....	215
<b>Conclusioni .....</b>	<b>218</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>220</b>

# Indice delle figure

Figura 1: Gantt che rappresenta le tempistiche ed i vincoli del processo di quotazione nella sua totalità sui mercati regolamentati di Borsa Italiana Spa (Borsa Italiana Spa, s.d.) .....	29
Figura 2: Linea temporale tipica del processo di quotazione sul MTA (Borsa Italiana Spa, s.d.). .....	31
Figura 3: Linea temporale tipica del processo di quotazione per l'AIM Italia (Borsa Italiana Spa, s.d.) .....	31
Figura 4: Media delle modalità di finanziamento delle imprese a livello globale (Beck, et al., 2008).....	44
Figura 5: Valore medio della leva finanziaria per i diversi Paesi, rilevato nell'indagine di J.P.H Fan, S. Titman e G. Twite (Fan, et al., 2012).....	46
Figura 6: Debt maturity ratio per i diversi Paesi secondo l'indagine di , J.P.H Fan, S. Titman e G. Twite (Fan, et al., 2012) .....	47
Figura 7: Risultato sondaggio su un campione di 313 CFO a cui viene richiesto il livello di rigidità adottato nelle decisioni relative alla struttura di capitale (Brounen, et al., 2006). .....	50
Figura 8: Composizione delle imprese per gli Stati appartenenti all'UE nel 2018 secondo i dati Eurostat (Commissione Europea, 2019).....	97
Figura 9: Distribuzione per le grandi imprese e le PMI non finanziarie nel 2018 in base al livello di intensità di conoscenza e tecnologica settoriale (Commissione Europea, 2019). .....	98
Figura 10: Livello di soddisfazione dei principi SBA, confronto Italia-Europa (Commissione Europea, 2019). .....	101
Figura 11: Progress over time-Performance dei principi SBA per l'Italia, in cui si le coordinate di riferimento sono i valori medi rilevati a livello europeo (Commissione Europea, 2019). .....	102
Figura 12: Rilevanza delle fonti di finanziamento per le PMI italiane (Commissione Europea, 2019).....	103
Figura 13: Rilevanza delle fonti di finanziamento per le PMI europee (Commissione Europea, 2019).....	103
Figura 14: Utilizzi del capitale per le PMI italiane (Commissione Europea, 2019).....	104

Figura 15: Utilizzi del capitale per le PMI europee (Commissione Europea, 2019).....	104
Figura 16: Rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL di Regno Unito, Francia, Spagna, Germania e Italia ad ottobre 2018 (Fonte: Consob).....	106
Figura 17: Fonti di finanziamento utilizzate per classi dimensionali di imprese italiane (Istat, 2020).....	109
Figura 18: Variazione percentuale del fatturato nelle diverse aree geografiche (Cerved, 2020). .....	112
Figura 19: ROA per le le piccole, medie e grandi italiane imprese nel triennio 2016/2018. (Cerved, 2019).....	114
Figura 20: ROI per le piccole, medie e grandi imprese italiane nel triennio 2016/2018 (Cerved, 2019).....	114
Figura 21: Andamento del costo del debito dal 2007 al 2018 per le diverse aree italiane (Cerved, 2020).....	116
Figura 22: Previsione del ROE per il biennio 2020/2021 nell scenario base della sola ed unica ondata pandemica. ....	117
Figura 23: Andamento dell'attivo patrimoniale e dell'occupazione, per un campione di 51 PMI quotate e 51 PMI non quotate italiane dal 2002 al 2011 (CONSOB, 2017). ....	127
Figura 24: Andamento delle immobilizzazioni per un campione di 51 PMI quotate e 51 PMI non quotate italiane dal 2002 al 2011 (Consob, 2017).....	128
Figura 25: Andamento del debito e della leva finanziaria per un campione di 51 imprese quotate e 51 imprese non quotate italiane (CONSOB, 2017). ....	129
Figura 26: Andamento del fatturato e del risultato operativo per un campione di 51 imprese quotate e 51 imprese non quotate italiane (CONSOB, 2017). ....	130
Figura 27: Andamento della redditività per un campione di 51 imprese quotate e 51 imprese non quotate italiane (CONSOB, 2017).....	130
Figura 28: Trend storico della quota media di partecipazione degli investitori istituzionali (Abrardi & Rondi, 2020).....	160
Figura 29: Livello medio del ROA per un campione di 155 imprese familiari e non familiari italiane quotate su Borsa Italiana Spa (Abrardi & Rondi, 2020).....	166
Figura 30: Andamento del MTB per le imprese familiari e non familiari dal 2000 al 2017 (Abrardi & Rondi, 2020).....	167



Figura 31: Andamento delle variabili frequenza di IPO e FTSE Mib dal 1998 al 2013 (Lanzavecchia & Mazzonetto, 2014). .....	172
Figura 32: Numero di IPO avvenute nel periodo 2009/2020 nel campione di riferimento. ....	180
Figura 33: Peso di IPO delle società componenti il campione quotate sui segmenti di AIM Italia e MTA. ....	181
Figura 34: Trend delle IPO per l'AIM Italia e il MTA per le società costituenti il campione di riferimento. ....	182
Figura 35: Distribuzione per settore di mercato delle società costituenti il campione di IPO.	183
Figura 36: Frequenza delle IPO nell'arco temporale di riferimento per industry. ....	183
Figura 37: Andamento del valore medio di underpricing calcolato ad uno, cinque e trenta giorni per le IPO costituenti campione di riferimento. ....	188
Figura 38: Peso delle imprese nel campione di IPO rispetto alla variabile natura di proprietà. .....	190
Figura 39: Andamento storico delle IPO del campione per tipologia di proprietà. ....	190
Figura 40: Tipologia di CEO per le imprese a conduzione familiare post-IPO nel campione di riferimento. ....	191
Figura 41: Percentuale di società in cui il primo azionista o un membro della famiglia proprietaria ha sottoscritto dei titoli oggetto dell'IPO. ....	192
Figura 42: Andamento storico della media del peso della presenza femminile nei CdA post- IPO nelle società costituenti il campione di riferimento. ....	194
Figura 43: Percentuale di società del campione di riferimento in cui il CEO dichiarato è una donna. ....	194
Figura 44: Percentuale di società del campione di riferimento in cui si dichiara nel prospetto informativo, che post-IPO il CEO è contemporaneamente Presidente del Consiglio di Amministrazione. ....	195
Figura 45: Classe dimensionale delle società che hanno lanciato l'IPO nel campione di riferimento. ....	196
Figura 46: Frequenza di IPO avvenute nel periodo di analisi per le società costituenti il campione di riferimento. ....	198
Figura 47: Presenza della clausola greenshoe riservata al lead underwriter per le IPO del campione di riferimento. ....	199

Figura 48: Percentuale di società del campione di IPO appartenenti ad un gruppo. ....	199
Figura 49: Percentuale di società controllate all'interno del sottoinsieme campionario di imprese appartenenti ad un gruppo. ....	200

# Indice delle tabelle

Tabella 1: Segmenti di mercato principali su Borsa Italiana Spa (Borsa Italiana Spa, s.d.).....	4
Tabella 2: Principali requisiti formali di accesso per l'AIM Italia, il MTA e lo STAR in base alle informazioni ricavabili dal sito di Borsa Italiana Spa (Borsa Italiana Spa, s.d.).....	9
Tabella 3: Sistemi finanziari bank-based e market-based in base allo studio di Dermiguc-Kunt e Levine (Levine, 2002) .....	53
Tabella 4: Costo medio di un'IPO e per ogni categoria di costo, per range di capitale raccolto per un campione di 315 IPO nel triennio 2015-2017 secondo il report di Pwc (PwC, 2017).....	55
Tabella 5: Costo medio di un'IPO e per ogni categoria di costo, per range di fatturato per un campione di 315 IPO nel triennio 2015-2017 secondo il report di Pwc (PwC, 2017). ....	56
Tabella 6: Media, mediana del valore di underpricing espresso in percentuale e numero di osservazioni per un campione di 8700 IPO in 36 Paesi rilevati nello studio di Banerjee, Dai e Shrestha (Banerjee, et al., 2010). .....	64
Tabella 7: Valori di underpricing misurati a livello globale in precedenti studi di letteratura (Arosio, et al., 2000).....	65
Tabella 8: Soglie quantitative di classificazione delle imprese (Commissione Europea, 2020). .....	95
Tabella 9: Panoramica europea della tipologia di imprese in base alla caratteristica dimensione aziendale, e valore aggiunto ed occupazione per ogni categoria sulla base dei dati Eurostat (Commissione Europea, 2019).....	96
Tabella 10: Confronto tra Italia e Paesi appartenenti all'UE, sui pesi relativi da un punto di vista numerico, di occupazione, valore aggiunto per classi dimensionali di imprese (Commissione Europea, 2019).....	99
Tabella 11: Peso percentuale di market cap per le diverse classi dimensionali di capitalizzazione di borsa per Borsa Italiana, Deutsche Boerse, Parigi EuroNext e London Stock Exchange (Consob, 2019). .....	105
Tabella 12: Imprese ed addetti per classi dimensionali e settori di appartenenza per gli anni 2001, 2011 e 2018 in Italia (Istat, 2020). .....	107
Tabella 13: Controllo familiare, gestione manageriale e passaggio generazionale per classe dimensionale delle imprese italiane (Istat, 2020). .....	108
Tabella 14: Numero di PMI italiane per anno e per area geografica (Cerved, 2020). .....	110

Tabella 15: Peso delle piccole e medie imprese sul totale delle PMI italiane, per area geografica (Cerved, 2020).....	111
Tabella 16: Variazione percentuale dell'EBITDA nelle diverse aree geografiche italiane (Cerved, 2020).....	113
Tabella 17: Andamento della leva finanziaria nelle diverse aree geografiche italiane (Cerved, 2020).....	115
Tabella 18: Dati previsionali per il biennio 2020/2021 prima della comparsa della pandemia legata al Covid-19 (Cerved, 2019). ....	118
Tabella 19: Panoramica sulle imprese italiane a conduzione familiari: numero di imprese, soci, peso delle donne, età media, e quantità di quotate sul mercato MTA e AIM (Cerved, 2018).....	120
Tabella 20: Numero di imprese sul mercato di borsa domestico per diversi Stati tra il 2000 ed il 2015 (Consob, 2019). ....	121
Tabella 21: Numerosità, peso numerico, e peso in termini di market cap, della presenza di famiglie, autorità pubbliche, istituzioni finanziarie nelle imprese quotate su Borsa Italiana (Consob, 2019). ....	122
Tabella 22: Gli indici principali di Borsa Italiana Spa (Borsa Italiana Spa, s.d.).....	133
Tabella 23: Sistemi di Corporate Governance scelti dalle imprese quotate italiane. (Consob, 2019).....	149
Tabella 24: Andamento storico degli assetti proprietari per le società quotate su MTA (Consob, 2019).....	158
Tabella 25: Panoramica ed andamento storico sulla presenza di investitori istituzionali e stranieri nelle imprese italiane quotate sul MTA (Consob, 2019). ....	159
Tabella 26: Numero di amministratori e società quotate su Borsa Italiana Spa con almeno un amministratore donna, e numero di sindaci e società quotate su Borsa Italiana Spa con almeno un sindaco donna (CONSOB, 2019). ....	162
Tabella 27: Storico dei ruoli assunti dagli amministratori donne nelle società quotate su Borsa Italiana Spa.....	162
Tabella 28: Numero di amministratori e CEO membri della famiglia di controllo, possessori di partecipazioni societarie per le PMI e le grandi imprese italiane (Cerved, 2018). ....	163
Tabella 29: Livello di presenza delle famiglie nei board per le diverse classi dimensionali di imprese in Italia (Cerved, 2018).....	164

Tabella 30: Confronto delle performance tra imprese familiari e non familiari, e tra CEO esterni e membri della famiglia di controllo, in base ai dati medi ponderati del triennio dal 2014 al 2016 per le PMI italiane (Cerved, 2018). .....	168
Tabella 31: Costi diretti per un'IPO italiana (Borsa Italiana Spa, s.d.) (Carpenter & Rondi Laura, 2006). .....	170
Tabella 32: Sintesi dei rilevamenti quantitativi provenienti dalla letteratura sulle IPO dal 1992 al 2013 (Lanzavecchia & Mazzonetto, 2014). .....	171
Tabella 33: Confronto statistico tra MTA e AIM Italia (Lanzavecchia & Mazzonetto, 2014). .....	173
Tabella 34: Frequenza di IPO, valore medio di underpricing, ed individuazione del numero di imprese che hanno subito l'overpricing per un campione di 129 imprese dal 2001 al 2012 (Dell'Acqua, et al., 2014).....	176
Tabella 35: Nome e descrizione delle variabili utilizzate per l'analisi econometrica. ....	184
Tabella 36: Media, deviazione standard e percentili dell'underpricing calcolato dopo uno, cinque e trenta giorni. ....	186
Tabella 37: Valori medi registrati di underpricing nella prima e nella seconda metà dell'arco temporale di riferimento. ....	187
Tabella 38: Media, deviazione standard e percentili delle variabili (con l'eccezione delle variabili binarie) di Corporate Governance individuate nel campione di imprese di riferimento. ....	193
Tabella 39: Media, deviazione standard e percentili del fatturato pre-IPO (in milioni di euro) per le società costituenti il campione di riferimento. ....	197
Tabella 40: Media, deviazione standard e percentili della quota riservata agli investitori istituzionali post-IPO per le società costituenti il campione. ....	197
Tabella 41: Tabella 1/2 per underpricing calcolato ad un giorno. ....	209
Tabella 42: Tabella 2/2 per underpricing calcolato ad un giorno. ....	210
Tabella 43: Tabella 1/2 per l'underpricing calcolato a cinque giorni. ....	211
Tabella 44: Tabella 2/2 per l'underpricing calcolato a cinque giorni. ....	212
Tabella 45: Tabella 1/2 per l'underpricing calcolato a trenta giorni.....	213
Tabella 46: Tabella 2/2 per l'underpricing calcolato a trenta giorni.....	214

# Introduzione

L'IPO rappresenta lo step finale nel percorso di crescita di un'impresa con cui quest'ultima ha la possibilità di accedere ad una nuova e cospicua fonte di finanziamento e di accrescere la propria reputazione sul mercato. Allo stesso tempo, la società deve però maturare dal punto di vista culturale e gestionale a seguito degli obblighi imposti dagli enti coinvolti, il cui scopo è favorire la trasparenza dell'informativa e la partecipazione sia degli investitori che degli azionisti di minoranza. La decisione di lanciare un'IPO deriva da un'attenta analisi del top management, perché ai vantaggi del go public si contrappongono diversi svantaggi in termini di costi. La presente tesi si concentra su quest'ultimi, approfondendo una sfaccettatura particolare del fenomeno dell'underpricing, ovvero il suo legame con la natura proprietaria. L'underpricing si presenta in ogni transazione sul mercato di borsa, ed è il costo della sottovalutazione dei titoli al lancio dell'IPO che viene sostenuto dagli azionisti preesistenti. Questo costo viene solitamente spiegato, come descritto da Jensen e Meckling, dalla presenza delle asimmetrie informative tra gli insider e gli outsider. Tuttavia, come verrà meglio approfondito nel corso della tesi, questa teoria non è l'unica. Ci sono infatti degli studiosi che vedono l'underpricing come uno strumento di promozione e marketing, per cui il denaro lasciato sul tavolo viene considerato come un modo per destare l'interesse del mercato. Altri, pensano all'underpricing come un metodo per segnalare la qualità dell'impresa. Un ulteriore filone, si sofferma sulla rilevanza di un attore specifico del processo di quotazione, l'underwriter, il quale svolgendo un ruolo di intermediazione ed avendo un certo margine di discrezionalità, ha un incentivo nell'abbassare il prezzo di offerta per ridurre i suoi costi nella ricerca del fair price e per favorire la sua clientela. Nello specifico, l'analisi econometrica svolta in questa tesi si concentra sul determinare l'esistenza di una relazione tra la dimensione dell'underpricing e la proprietà familiare. Da quanto emerge le società familiari sono costrette a pagare uno sconto superiore di circa 7 p.p. rispetto alle non familiari, nonostante alcuni studi dimostrino come queste ultime in realtà manifestino un livello di redditività superiore. L'interesse di tale ricerca, è l'aver approfondito in che modo questo fenomeno impatta

e spiega parzialmente il mancato sviluppo del mercato borsistico nazionale, essendo le imprese familiari una peculiarità del tessuto economico italiano. Infatti, confrontando l'Italia con le principali nazioni nel panorama mondiale, si vede come questa presenti tra i più bassi rapporti tra capitalizzazione di borsa e PIL (29,8% al 30 ottobre 2020). Considerando i risultati ottenuti in studi antecedenti, si è incluso nel campo di analisi anche la Corporate Governance, guardando agli effetti di tali meccanismi sul valore finale dell'underpricing. La Corporate Governance è stata oggetto di attenzione delle istituzioni soprattutto a partire dagli anni '90, quando a seguito dell'introduzione della legge Draghi, il cui obiettivo era quello di modernizzare ed armonizzare i diversi mercati europei, sono stati forniti alle minoranze maggiori strumenti di partecipazione ed introdotte delle regole per aumentare la trasparenza delle società quotate. Inoltre, nel 1999 fu introdotto per la prima volta il Codice di Autodisciplina la cui ultima versione datata 2020, ha approfondito diverse tematiche dalla presenza degli amministratori indipendenti, alla diversity nel CdA, fino al corretto disegno della paga dei manager. Non esiste alcun obbligo formale di rispettare le regole contenute nel Codice di Autodisciplina, ma esiste il principio *comply or explain*, per cui è necessario giustificare al mercato il perché della non adesione. Da precedenti ricerche si rileva la grande attenzione verso queste tematiche da parte del mercato, che tende a premiare le società trasparenti ed inclusive orientate al dialogo con gli investitori e con le minoranze e che evitano concentrazioni di potere non indispensabili. Seppure nell'analisi econometrica si confermi una minore sottovalutazione del mercato al crescere del numero di amministratori indipendenti e nelle situazioni in cui non vengono favorite le concentrazioni di potere, ancora più rilevante si è ottenuto che la differenza tra le imprese familiari e non familiari rimane statisticamente significativa. Questo implica che il diverso livello di fiducia del mercato deriva intrinsecamente dalla natura dell'azionariato, e non solo dalle decisioni di governo societario che tali imprese adottano. L'importanza di indagare queste dinamiche risiede nel poter comprendere il modo di agire del mercato e delle imprese per prevedere e suggerire le decisioni del legislatore sul piano della regolamentazione e degli incentivi. Operativamente, è stato selezionato un

campione di 131 IPO sui segmenti MTA e AIM Italia nel periodo 2009-2020. La scelta di un campione di IPO all'interno di Borsa Italiana Spa, alimenta dei dubbi sulla valenza globale delle riflessioni desunte, ma allo stesso tempo garantisce di non aver omesso fattori legati alla cultura, alla tutela delle minoranze o alla differente difficoltà di accesso alle risorse ed al divario di costo di tali fonti finanziarie alternative, avendo selezionato delle società appartenenti al medesimo ambiente istituzionale. Si è deciso di strutturare la presente tesi in 4 capitoli. Il Capitolo 1 è servito per presentare il contesto in cui si ascrive l'argomento centrale della tesi. In particolare, è stato descritto cosa si intende per IPO, i requisiti formali e sostanziali per la società emittente, il processo da seguire e i tempi necessari per quotarsi sui segmenti MTA e AIM Italia, nonché gli attori coinvolti. Nel Capitolo 2 sono state esposte le principali alternative alla quotazione in borsa, con un'analisi dei vantaggi e degli svantaggi di ciascuna. E' quindi stato evidenziato in che modo dal punto di vista internazionale queste fonti di finanziamento vengono utilizzate, e le motivazioni che spiegano le scelte di una determinata struttura di capitale da parte delle imprese. Si è quindi proceduto con una valutazione dei costi da sostenere in un'IPO, ed è stato approfondito lo stato dell'arte sul fenomeno dell'underpricing nella letteratura economica ed i valori numerici registrati a livello internazionale. Il Capitolo 3 è servito per presentare le caratteristiche del mercato delle imprese italiane, e nello specifico l'attenzione è stata riposta sulle PMI che rappresentano il 99,9% del totale. E' stato in seguito introdotto il tema della Corporate Governance, presentando tutte le riforme avvenute a partire degli anni '90 e le diverse decisioni prese dalle imprese quotate su Borsa Italiana Spa negli ultimi anni. Tale capitolo si è concluso con la presentazione dei costi di quotazione domestici, sulle performance delle imprese e sui valori di underpricing determinanti nei precedenti studi di letteratura per il mercato di borsa italiano. Nel Capitolo 4, la sezione conclusiva della tesi, sono stati presentati i risultati del lavoro svolto. A seguito di una breve sintesi della metodologia utilizzata, viene descritto nel dettaglio il campione di riferimento, i risultati dell'analisi econometrica effettuata e le conclusioni che sono state desunte.



# CAPITOLO 1. IPO: processo ed attori

## 1.1 Perché esiste il mercato di borsa?

Si immagini che una bambina di nome Beatrice all'inizio delle vacanze estive decida di aprire un chiosco di limonate, e che tale attività si riveli di grande successo. Essendo molto ambiziosa, richiede ai genitori del denaro per aprirne un altro, con la promessa di restituirli presto. Questi, non ritenendola sufficientemente matura, decidono di non assecondare la sua richiesta non finanziandola. Beatrice, è così costretta, per seguire il suo sogno di espansione a rendere pubblica la sua attività, cioè a cedere una piccola parte della proprietà del suo stand in cambio di denaro. Quindi, decide di proporre l'affare a tre bambini del suo quartiere Paolo, Angela e Marzia. Paolo ed Angela decidono di partecipare al suo business, invece Marzia rifiuta l'offerta. Raccolto il capitale, Beatrice può così finalmente aprire il suo secondo stand, il quale porta alla generazione di ingenti profitti che in parte divide con Paolo e Angela, ed in parte reinveste per sperimentare nuovi tipi di prodotti da offrire alla clientela. In seguito al successo ottenuto, Marzia cambia idea, ed anzi ritenendo che tale business possa avere ulteriori margini di crescita, compra una quota della proprietà da Paolo. La storia del chiosco di limonate è una rappresentazione semplificata della vita di una impresa e del motivo per cui esiste il mercato azionario ed in generale il mercato di borsa. E' evidente infatti che Beatrice rappresenta l'imprenditore, ed il suo chiosco un'impresa in stato embrionale. E' noto che un'impresa per crescere necessita di investimenti e quindi di finanziamenti. Per questa ragione, Beatrice in prima istanza si è rivolta ai genitori che sono una metafora delle banche. Le banche sono poco propense a finanziare dei progetti rischiosi, se non ad alti tassi di interesse nonché richiedendo delle garanzie che difficilmente imprese nelle prime fasi di crescita possono fornire. La condivisione del business di Beatrice con i bambini del quartiere, rappresenta la fase in cui l'imprenditore non avendo abbastanza ricchezza per finanziare dei progetti di crescita, decide di raccogliere capitali quotandosi in borsa per la prima volta attraverso la *Initial Public Offering* (IPO). Paolo ed Angela

che hanno comprato parte della proprietà dell'impresa di Beatrice, sono i suoi soci e pertanto vengono remunerati con la distribuzione degli utili, cioè con i dividendi. La compra-vendita tra Paolo e Marzia che avviene successivamente all'IPO invece, è la spiegazione dell'esistenza del mercato secondario dei titoli. Seppure questa storia sia efficace per introdurre l'argomento, la realtà del mercato borsistico è molto più complicata di quanto appena descritto. La quotazione, non è una decisione ordinaria, ma viene anzi effettuata a valle di lunghe riflessioni da parte dell'imprenditore e del top management che deve ponderare benefici e rischi conseguenti. Lo stesso tipo di analisi viene eseguita anche nel caso di successive emissioni azionarie.

## **1.2 Cosa si intende per IPO?**

IPO è l'acronimo inglese di Initial Public Offering che si traduce in italiano con Offerta Pubblica Iniziale. La definizione di IPO che è possibile trovare direttamente sul sito di Borsa Italiana Spa è la seguente:

*“Particolare tipologia di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione finalizzata all'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato”*

Questa definizione anche se corretta da un punto di vista formale, non esprime la complessità di tale strumento. Il motivo è che la difficoltà non è tanto legata all'iter necessario per quotarsi, che come descritto nella sezione di approfondimento di Borsa Italiana Spa e di seguito esposto in questa tesi coinvolge tanti attori e si esplica in tante fasi, ma anche e soprattutto alle conseguenze che ne derivano. Per queste ragioni, la scelta di quotarsi è una decisione di carattere strategico, che richiede lunghe riflessioni da parte dell'imprenditore o più in generale del top management. Questo perché la quotazione sul mercato azionario rappresenta un turning point nella vita di un'impresa, che può portare al successo ma potenzialmente anche al fallimento della stessa. Quindi un'IPO, non è semplicemente un metodo alternativo per ottenere un finanziamento, ma rappresenta uno scatto dimensionale e culturale comportando una modifica sostanziale sia degli equilibri interni proprietario-manageriali, sia nei rapporti con gli attori esterni al sistema quali clienti, fornitori, ed in generale l'intero ambiente finanziario. Infatti, le società quotate sono obbligate al rispetto di alcune regole volte a ridurre

le asimmetrie informative con il mercato per tutelare gli investitori. Di seguito, si procederà presentando il processo da seguire per quotarsi sul mercato borsistico, gli attori coinvolti in ogni fase ed i requisiti che devono essere rispettati. Questa descrizione, servirà come riferimento per essere più efficaci nella spiegazione di quali sono le motivazioni che spingono o meno le imprese a quotarsi e i rischi principali.

### **1.3 La scelta del mercato**

Prima del avvio formale del processo di quotazione, il management di un'impresa deve scegliere il mercato su cui quotarsi. Non è esclusa la possibilità del *multiple listing*<sup>1</sup> che ha il duplice vantaggio di aumentare la reputation societaria in più parti del mondo, e la possibilità di raggiungere diverse tipologie di investitori. Tuttavia, tale opportunità viene di solito considerata solo da aziende di grandi dimensioni, essendo molto onerosa e complessa. Ritornando al problema della scelta del mercato, in genere tale decisione è influenzata da diversi fattori. In primo luogo una società tenderà, in linea di massima, a quotarsi sui mercati di borsa che sono geograficamente più vicini ai suoi interessi commerciali, in cui pertanto ha una maggiore capacità di raccogliere capitali potendo far leva sulla propria immagine. Questo fattore tuttavia, anche se il più importante, non è l'unico a condizionare la scelta. Una società ad esempio a valle di un ragionamento strategico, potrebbe decidere di quotarsi su un mercato azionario laddove vuole espandere la propria rete commerciale ed aumentare la propria visibilità. Inoltre, rientrano nelle valutazioni del management anche ragionamenti di natura contabile, normativa e fiscale. La scelta di un mercato estero usualmente causa la complicazione di doversi adattare a diversi principi contabili anche se in alcuni casi facilita la quotazione. Questo succede quando la società emittente ha una minore difficoltà nel soddisfare determinati requisiti richiesti dalla regolamentazione estera, piuttosto che sulla borsa domestica. Ulteriori

---

<sup>1</sup> Il multiple listing è quella pratica che consiste nel quotarsi contestualmente su più mercati in diverse nazioni.

parametri da considerare sono le dimensioni della società, la specializzazione e rispettabilità verso gli investitori della borsa<sup>2</sup>, i requisiti che bisogna rispettare, ed i costi da dover sostenere. In questa tesi, lo studio viene effettuato dalla prospettiva delle imprese italiane, e pertanto la decisione in questione è se quotarsi sul mercato borsistico italiano o su uno estero. Per questo motivo, di seguito si proseguirà con la descrizione del panorama di opportunità offerte da Borsa Italiana Spa. In particolare, è possibile individuare tre articolazioni del mercato borsistico italiano come evidenziato in Tabella 1. In questa tesi non verrà approfondito il segmento degli Investment Vehicles in cui sono quotati i fondi e veicoli societari. Tale suddivisione è stata effettuata principalmente per due

**Tabella 1: Segmenti di mercato principali su Borsa Italiana Spa (Borsa Italiana Spa, s.d.).**

<b>Mercati regolamentati</b>		<b>Mercati non regolamentati</b>
<b>MTA – Mercato Telematico Azionario</b>	<b>MIV - Mercato degli Investment Vehicles</b>	<b>AIM Italia – Alternative Investment Market</b>
E' il mercato principale di Borsa Italiana Spa indirizzato ad imprese di medio-grande capitalizzazione. E' allineato ai migliori standard internazionali per permettere la raccolta di capitali provenienti da investitori professionali e privati.	Mercato dedicato ai veicoli di investimento	Mercato con requisiti calibrati sulle esigenze delle PMI

---

<sup>2</sup> La tipologia ed i settori a cui appartengono la maggior parte delle imprese quotate su quel determinato mercato di borsa.

ragioni. La prima è quella di differenziare la tipologia di strumenti finanziari a cui gli emittenti di ciascun mercato possono avere accesso. La seconda invece, probabilmente la più rilevante, è che questi mercati sono stati diversamente progettati per adattarsi alle caratteristiche e alle esigenze che hanno imprese di diverse dimensioni e che si trovano in diversi momenti del ciclo di vita.

### 1.3.1 MTA

Il Mercato Telematico Azionario è rivolto a società consolidate e che rispondo ai migliori standard. In questo mercato vengono scambiati diversi generi di titoli quali azioni, azioni SIIQ, obbligazioni convertibili, diritti di opzione e con warrant. E' possibile individuare al suo interno tre diversi segmenti:

- **Blue Chips:** dedicato a società di grandi dimensioni che hanno una capitalizzazione di mercato superiore ad un miliardo di euro;
- **STAR - Segmento Titoli Con Alti Requisiti:** indirizzato alle PMI con medio/bassa capitalizzazione di mercato. In questo secondo segmento è necessario rispettare dei requisiti più stringenti in termini di liquidità e informativa societaria, con il vantaggio però di una massimizzazione dei benefici derivanti dalla quotazione;
- **Standard:** è un segmento residuale.

### 1.3.2 AIM Italia

L'Alternative Investment Market o in italiano Mercato Alternativo del Capitale, è il segmento più giovane. Questo è stato introdotto nel 2009 a seguito dei buoni riscontri ottenuti dal mercato AIM del London Stock Exchange, cioè della borsa di Londra che nel 2007 acquisì Borsa Italiana Spa<sup>3</sup>. E' stato concepito per incentivare l'entrata in borsa delle PMI

---

<sup>3</sup> Bisogna sottolineare, anche a causa della Brexit che ha visto l'uscita di scena della Gran Bretagna dall'UE, come attualmente sia stato perfezionato un accordo tra la London Stock Exchange ed Euronext per l'acquisizione del 100% di Borsa Italiana Spa per una cifra che si aggira intorno ai 4,5 Miliardi di euro.

poiché queste sono la struttura portante del tessuto di imprese italiano. Le società a cui è stato dedicato questo segmento, operano in settori ad alto rischio e con elevato contenuto innovativo e tecnologico. Queste imprese pertanto hanno un ottimo potenziale di crescita, ma allo stesso tempo necessitano di accedere a ingenti capitali. Per queste ragioni, i requisiti sono stati calibrati sulle possibilità delle PMI e sia l'iter procedurale per l'ammissione ma anche gli adempimenti ex-post sono stati semplificati rispetto al mercato principale. Dal punto di vista degli strumenti finanziari, l'AIM Italia risulta piuttosto limitato, in quanto è possibile emettere soltanto titoli sotto forma di azioni. Per via della stretta connessione con la piazza finanziaria londinese, il mercato AIM Italia, attualmente, garantisce elevati flussi di capitale e sembra soddisfare adeguatamente le esigenze di tutti gli stakeholder. Come ulteriore incentivo alla quotazione, le PMI che sono quotate su questo segmento da oltre 18 mesi, hanno diritto ad un accesso agevolato in termini di oneri finanziari al MTA.

## **1.4 Quali sono i requisiti?**

Prima di approfondire quali sono i requisiti formali di accesso al mercato di borsa, si procederà descrivendo quali sono i sostanziali. Quando si parla di requisiti sostanziali, si intende quelle condizioni che qualora non vengano rispettate non impediscono formalmente la quotazione, ma rendono la società meno appetibile agli investitori e quindi hanno un impatto rilevante sulle performance. Il giudizio degli investitori su una impresa che esegue un'IPO dipende a parità di condizioni, dall'opinione che questi hanno su aziende simili, cioè appartenenti alla medesima industry. Questo tipo di considerazione viene analogamente utilizzata quanto attraverso i teoremi di Modigliani&Miller si vuole stimare finanziariamente il prezzo di mercato di un'impresa non quotata. Quando si effettua tale calcolo infatti, si ipotizza che il rendimento unlevered<sup>4</sup>, sia uguale per imprese simili in dimensioni ed appartenenti allo stesso settore. Partendo da questa assunzione di base, è possibile derivare il prezzo,

---

<sup>4</sup> Rendimento di una generica impresa senza indebitamento.

aggiungendo l'effetto generato dalla leva finanziaria<sup>5</sup>, che rappresenta un parametro idiosincratico. Il mercato tuttavia è interessato anche ad altri parametri di natura economico-finanziaria. Una società in procinto di lanciare un'IPO, per essere premiata dal mercato, deve dimostrare la propria capacità di generare liquidità in quanto gli azionisti vengono remunerati con i dividendi, che sono una quota parte degli utili di esercizio. Gli investitori però, ritenendo insufficienti i dati presenti all'interno del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale, per avere una idea più chiara del reale valore dell'emittente preferiscono analizzare altri documenti più specifici come il Cash Flow Statement per capire in quale modo quel determinato utile registrato in Conto Economico ed in Stato Patrimoniale viene generato. Dall'analisi di questo documento, è possibile determinare il rendimento di una impresa dal punto di vista operativo, la sua propensione all'investimento (o disinvestimento), e se questo viene sostenuto attraverso il debito o il capitale proprio ed in quale proporzione. Ulteriori parametri di natura economico-finanziaria che influenzano l'appetibilità di un'impresa sono il trend di crescita e le prospettive reddituali, che a loro volta sono strettamente legate al posizionamento dell'emittente nel contesto competitivo. Ci sono però altri fattori non strettamente di natura economico-finanziaria che condizionano le valutazioni degli investitori. Vengono infatti premiate le imprese che dal punto di vista dell'informativa societaria sono le più trasparenti, e che pertanto riescono a instaurare un miglior rapporto di fiducia con gli investitori attraverso continue comunicazioni e report aziendali. Quanto affermato, non implica che viene ritenuta più trasparente l'impresa che numericamente dirama più comunicati, ma piuttosto è talvolta necessario rifondare internamente la propria organizzazione dal punto di vista contabile e informativo al fine di orientarsi ad una comunicazione volta a sottolineare i propri punti di forza. Risulta nonché fondamentale che l'impresa adotti un sistema organizzativo efficiente, faccia riferimento ad un management ed un team dirigenziale valido in cui sono ex-ante

---

<sup>5</sup> Rapporto tra debito ed equity.

conosciuti ruoli e responsabilità e che abbia una idea chiara della strategia da perseguire, e la capacità di trasmetterla al mercato in maniera credibile. La credibilità di una impresa si costruisce dimostrando di avere una buona capacità di pianificazione dei propri obiettivi. Pertanto nella redazione dei business plan, questi devono essere definiti in maniera chiara ma soprattutto devono essere coerenti tra loro e con le risorse a disposizione della società. Inoltre, è fondamentale la presenza di un leader nel gruppo manageriale. Un leader viene riconosciuto per esperienza, carisma e capacità di ispirazione, e di solito coincide con una personalità di spicco all'interno della società, quali il Presidente del CdA o il CEO. Tali figure, sono una forma di garanzia, sia in fase di presentazione al pubblico dell'emittente, ma anche per le comunicazioni che vengono diramate negli anni successivi, in quanto riconosciuti come promotori di strategie chiare, e coerenti con la cultura dell'impresa, ma anche fattibili. I requisiti formali invece sono rappresentati dalle *condicio sine qua non* per la quotazione. Come si può evincere dal paragrafo 1.3 non esistono dei requisiti validi per tutto il mercato di borsa, ma sono calibrati per i diversi segmenti azionari. Di seguito in Tabella 2 è possibile vedere i requisiti per il mercato di borsa principale, il segmento STAR, e l'AIM Italia. Analizzando la tabella, emerge come precedentemente anticipato, che gli obblighi per accedere all'AIM Italia sono meno stringenti rispetto al mercato principale. La semplificazione maggiore è che per accedere non è necessario un livello minimo di capitalizzazione<sup>6</sup>, che invece deve essere pari ad almeno 40 Milioni di euro per il MTA ed il suo segmento STAR. Inoltre, è richiesto un flottante<sup>7</sup> inferiore, pari al 10% a fronte del 25% necessario per accedere al MTA ed al 35% per lo STAR. Dietro alla scelta di ridurre il flottante richiesto per le PMI, c'è uno studio sulle esigenze dell'imprenditore italiano. Nella storia di una impresa, in base a quanto espresso nella teoria economica di Jensen e Meckling (approfondita nel paragrafo 2.5.2), non si ha un passaggio immediato da una situazione in

---

<sup>6</sup> Valore monetario di mercato di tutte le azioni di una società.

<sup>7</sup> Quota parte della capitalizzazione di mercato resa effettivamente disponibile sul mercato.



**Tabella 2: Principali requisiti formali di accesso per l'AIM Italia, il MTA e lo STAR in base alle informazioni ricavabili dal sito di Borsa Italiana Spa (Borsa Italiana Spa, s.d.).**

<b>Tipologia di requisito</b>	<b>MTA</b>	<b>Segmento STAR</b>	<b>AIM Italia</b>
<b>Flottante</b>	25%	35%	10%
<b>Bilanci certificati</b>	3	3	3
<b>Documento d'Offerta</b>	Prospetto informativo (Consob)	Prospetto informativo	Documento di ammissione (Borsa)
<b>Capitalizzazione minima (€)</b>	Min 40 mln €	Min 40 mln €; Max 1.000 mln €	Nessun requisito
<b>CdA (N.indipendenti)</b>	Raccomandato (Codice di CG)	Obbligatorio (Numero dal regolamento)	Nessun requisito
<b>Comitato Controllo interno</b>	Raccomandato (Codice di CG)	Obbligatorio (Maggioranza di amm. Indip.)	Nessun requisito
<b>Dati trimestrali</b>	I – III quarter: resoconti trimestrali di gestione	I – III quarter: resoconti trimestrali di gestione	NO
<b>Principale Consulente</b>	Sponsor/Global Coordinator	Specialist/Global Coordinator	Nomad
<b>Specialista (liquidity provider)</b>	NO	Obbligatorio	Obbligatorio

cui l'imprenditore è al 100% proprietario ad un azionariato diffuso<sup>8</sup>, ma c'è una fase intermedia di transizione in cui la proprietà rimane concentrata. Tuttavia, la peculiarità del mercato italiano rispetto ad altri Paesi più sviluppati, è che la maggior parte delle imprese rimangono stabili a questo stadio intermedio. Tale situazione deriva dalla riluttanza da parte dell'imprenditore italiano a cedere quote di proprietà per il timore di perdere il controllo della sua organizzazione. Di conseguenza, la riduzione del flottante richiesto per la quotazione, garantendo un processo

---

<sup>8</sup> Sono dette anche *public companies* in cui il capitale sociale è suddiviso tra molti azionisti senza che ci sia un'azionista di maggioranza in termini assoluti.

di diluizione della quota più graduale, è stata pensata per ridurre i tempi di approccio al mercato di tale tipologia di imprese ed imprenditori. Sempre riguardo l'AIM Italia, non sono previsti alcuni limiti dal punto di vista della Corporate Governance, anche se garantire agli azionisti la tutela dei loro interessi è un requisito sostanziale necessario per avere successo sul mercato. Osservando le differenze tra il mercato principale e il segmento STAR, si nota una maggiore rigidità di quest'ultimo sulla quantità di flottante che viene maggiorato al 35%, ma anche riguardo l'informativa societaria. In particolare, viene posto l'obbligo di comunicare i risultati economico-finanziari in lingua in inglese e di rendere disponibile una versione inglese del sito web. In tema di Corporate Governance, viene inoltre imposta alle imprese appartenenti al segmento STAR la presenza di amministratori indipendenti e comitati interni all'interno del CdA, e che la remunerazione per gli amministratori esecutivi sia legata alle performance operative.

## **1.5 Quali sono gli attori che intervengono nel processo di quotazione?**

Prima di dettagliare come avviene il processo di quotazione, si ritiene utile presentare i soggetti che vi intervengono, le loro caratteristiche e le loro funzioni principali:

1. **Sponsor:** la presenza di questa figura è obbligatoria secondo quanto previsto dal Regolamento di Borsa Italiana. Lo sponsor è un intermediario finanziario che esplica le sue funzioni nella fase precedente ed immediatamente successiva la quotazione. Il suo compito è quello di garantire agli investitori la qualità, l'esattezza, l'affidabilità e la completezza delle informazioni fornite dall'emittente. Questo attore deve pertanto, ex-ante verificare che siano state eseguite correttamente tutte le operazioni (dal punto di vista contabile ed amministrativo) nel rispetto del Regolamento, assicurarsi che la società sia consapevole degli obblighi e delle responsabilità che derivano dalla quotazione in Borsa, e che i dati previsionali dell'ultimo documento contabile siano realistici; ex-post deve almeno per dodici mesi pubblicare un minimo di due analisi finanziarie ed organizzare degli incontri tra i manager

dell'emittente e la comunità finanziaria. Data l'importanza dello sponsor nel processo di quotazione, la società normalmente sceglie a quale operatore affidare questo ruolo, a seguito di un'attenta selezione in cui vengono valutate competenze e conoscenze finanziarie, disponibilità, motivazione, e network;

2. **Global Coordinator:** tale ruolo viene solitamente svolto da banche di investimento. Il global coordinator ha il compito di assistere la società nel processo di collocamento attraverso un supporto informativo e di consulenza, con lo scopo che quest'ultima comprenda ogni attività da svolgere. Il suo incarico principale è la costituzione del consorzio di collocamento, ma è comunque presente in tutte le fasi della quotazione. Dopo aver effettuato l'analisi di fattibilità, il global coordinator svolge il processo di due diligence in collaborazione con i consulenti legali, e le società di revisione e advisory. Inoltre, partecipa nell'organizzazione dei roadshow e nella fasi bookbuilding, e pertanto è un attore molto influente nel processo di pricing. In base alle dimensioni della società emittente, possono essere nominati più coordinator. Generalmente sponsor e global coordinator sono due figure che tendono a coincidere, cioè questi due ruoli usualmente vengono svolti da un unico operatore.
3. **Specialist:** è una figura obbligatoria per chi decide di quotarsi nel segmento STAR. Il suo compito è quello di sostenere la liquidità del titolo garantendo che il meccanismo di formazione dei prezzi rimanga efficiente. Operativamente lo specialist effettua delle proposte di compra-vendita con dei prezzi aventi uno spread non superiore a quello stabilito da Borsa Italiana Spa. Ulteriori obblighi che gravano sullo specialist nell'anno successivo alla quotazione in borsa dell'emittente sono analoghi a quelli dello sponsor. Da quanto affermato, non stupisce che nella maggior parte dei casi lo specialist e lo sponsor tendono a convergere in un'unica figura;

4. **Nomad:** è una figura obbligatoria per chi sceglie il mercato AIM Italia. Sono degli operatori<sup>9</sup> che hanno la responsabilità di valutare l'appropriatezza dell'emittente attraverso il processo di due diligence, di assisterla per quanto concerne l'informativa societaria verso gli investitori, di guidarla nel processo di quotazione attraverso il coordinamento dei diversi consulenti, e di accertarsi della presa di coscienza dell'emittente relativamente alle sue responsabilità. Operativamente i principali compiti del nomad, così come previsto dal Regolamento di AIM Italia sono: effettuare la due diligence al fine di valutare se la società soddisfa i requisiti per l'ammissione sul mercato; gestire il processo di quotazione fungendo da coordinatore del team di consulenti. Operativamente quindi definisce le tempistiche e guida la società nella redazione del documento di ammissione; offre un servizio di consulenza all'impresa post-IPO circa gli adempimenti previsti dal Regolamento. Il nomad, a differenza dello sponsor previsto solo per il mercato principale, mantiene un ruolo di supporto in tutto il periodo di permanenza sul mercato dell'emittente. Per la ricerca dei nomad è possibile fare riferimento ad un registro apposito su cui sono raccolti tutti quelli operatori che rispettano degli specifici criteri di Borsa Italiana Spa;
5. **Advisor finanziario:** è un consulente finanziario che assiste durante l'intero processo di quotazione. Tra i suoi compiti principali ci sono quello di individuare quali titoli emettere, intrattenere i rapporti con gli organismi principali, aiutare nella scelta degli altri consulenti, promuovere l'operazione con la stampa, e supportare nella redazione del prospetto informativo e del business plan. Tale figura non è obbligatoria e tantomeno normata, ma le società scelgono di avvalersene quando non hanno un livello sufficiente di competenza. Di solito per la scelta del advisor finanziario, la selezione viene fatta sulla base della reputation.

---

<sup>9</sup> Banche d'affari/intermediari/associazioni professionali.

Vengono cioè scelti dei consulenti accreditati che hanno già svolto questo ruolo con successo. Dal punto di vista dei costi, non è possibile definire un valore preciso, in quanto le modalità di pagamento dell'advisor vengono decise a seguito di una negoziazione privata. Di solito però, il disegno della paga è costituito da una parte fissa e da una parte variabile legata al risultato;

6. **Consulente finanziario:** collabora con l'impresa e con lo sponsor nello studio di fattibilità e nella redazione del business plan;
7. **Società di comunicazione:** effettua un servizio di *investor relations*. E' pertanto responsabile dell'attività di marketing, e cioè viene designato per massimizzare il ritorno di immagine della società dall'operazione di quotazione. Ha il compito di trasmettere al mercato il valore della società e dei beni e servizi che propone, con l'obiettivo di creare ed alzare le aspettative. Dal punto di vista operativo, la società di comunicazione gestisce i rapporti della società con la stampa, prepara le comunicazioni da presentare al pubblico durante le fasi di quotazione, organizza i roadshow e presenta l'emittente alle banche. E' da rilevare che mantiene il suo ruolo anche ex-post, cioè anche dopo l'IPO rimane l'interfaccia principale della società con il pubblico;
8. **Consulente legale:** è di norma uno studio legale che viene scelto dal global coordinator o dall'emittente stesso. Il suo compito è quello di assistere la società nell'adeguamento dello Statuto per quanto concerne gli adempimenti legali e contrattuali, e nell'interazione con gli organismi esterni quali Consob e Monte Titoli Spa;
9. **Consulente fiscale:** offre un supporto all'emittente nella scelta della leva finanziaria al fine di massimizzare il valore per gli azionisti sfruttando le sue conoscenze in termini fiscali per le società quotate;
10. **Società di revisione:** ha un ruolo fondamentale nel processo di quotazione in Borsa. Viene nominata dall'emittente o dallo sponsor ed oltre alla standard revisione contabile, svolge ulteriori incarichi quali un'analisi del budget per verificare la plausibilità dei dati

previsionali, e si pone come garante dell'affidabilità di quanto contenuto nel prospetto informativo e nel business plan. Anche la società di revisione accompagna l'emittente lungo tutto il processo di quotazione ed assiste nella redazione di tutta la documentazione necessaria;

11. **Consorzio:** è costituito da operatori finanziari autorizzati. Esistono tre tipologie di consorzi in funzione degli impegni assunti dagli intermediari: di semplice collocamento (*selling group*) in cui gli operatori hanno il solo compito di vendere i titoli presso il pubblico; di garanzia (*underwriting*) in cui l'intermediario ha l'obbligo di sottoscrivere quei titoli rimasti invenduti o inoptati dopo la chiusura del periodo di offerta; di assunzione a fermo (*purchasing group*) in cui gli operatori acquistano i titoli direttamente dall'emittente e poi si occupano di venderli agli investitori entro una certa data.

Oltre a questi soggetti che hanno una funzione di supporto, l'emittente quando decide di lanciare un'IPO, si interfaccia con le seguenti istituzioni oltre ovviamente a Borsa Italiana Spa:

1. **Consob- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa:** è l'ente che ha il compito di verificare la correttezza e la trasparenza degli operatori finanziari, di garantire la massima efficienza nelle contrattazioni per tutelare gli investitori. Nel processo di quotazione interviene effettuando la pubblicazione del prospetto informativo e con il rilascio del nulla osta che permette il collocamento delle azioni sul mercato;
2. **Montetitoli:** appartiene al gruppo London Stock Exchange Group ed è il deposito centrale dei titoli della Borsa Italiana a cui tutte le società emittenti devono aderire.

## **1.6 Come avviene il processo di quotazione?**

Lo scopo del seguente paragrafo è quello di introdurre la sequenza di attività che bisogna svolgere per effettuare la quotazione su Borsa Italiana.

### **1.6.1 Fase preliminare**

Il management, dopo un'attenta analisi societaria, può decidere per svariati motivi che verranno approfonditi nei prossimi capitoli della tesi

che la quotazione in borsa sia la soluzione più indicata. Prima che possa effettivamente essere avviato il processo di quotazione, sono necessarie due operazioni preliminari oltre alla già enunciata scelta del mercato di riferimento:

- **Delibera del CdA e nomina dei consulenti:** il management a valle di uno studio di fattibilità dell'operazione, presenta il progetto al Consiglio di Amministrazione evidenziandone le motivazioni che hanno portato a tale scelta ed i rischi che si potrebbero presentare. Ottenuto il consenso del CdA, viene riunita l'assemblea dei soci perché la decisione deve necessariamente passare il loro vaglio. Quando l'assemblea delibera e quindi decide di appoggiare la quotazione, vengono nominati i vari consulenti con particolare attenzione allo sponsor, a valle di un meccanismo noto come *beauty contest*<sup>10</sup>, e se necessario si procede con una emissione di capitale;
- **Riunione di lancio dell'operazione:** E' un kick off meeting in cui il management della società emittente, presenta il progetto di quotazione ai vari consulenti ed assegna compiti e responsabilità.

## 1.6.2 Due diligence

Con la due diligence ha formalmente inizio il processo di quotazione. In tale fase, lo sponsor assieme ad altri consulenti si occupa di verificare se la società quotanda soddisfa i requisiti formali e sostanziali. Lo sponsor procede con una investigazione di dettaglio dell'emittente, ed attraverso lo studio di tutta la documentazione cerca di capire quali sono le dinamiche societarie. Per facilitare questa ricerca, viene istituita una *data room*, cioè un luogo in cui vengono resi disponibili tutti i documenti necessari a tutti

---

<sup>10</sup> Si tratta di un processo competitivo che prevede:

1. Raccolta delle diverse offerte di assistenza professionale;
2. Analisi e valutazione di ciascuna offerta;
3. Affidamento dell'incarico al consulente con la migliore proposta di offerta.

i soggetti coinvolti nella due diligence e nella redazione del prospetto informativo. In particolare, vengono effettuate cinque diverse tipologie di due diligence. La prima è la due diligence di *business*, il cui scopo è quello di comprendere quali sono le performance dal punto di vista commerciale. Si studiano quindi le scelte di integrazione dell'impresa, i Key Success Factor del settore e le modalità con cui la società li persegue e/o intende perseguirli. Inoltre, si esamina l'emittente dal punto di vista della Corporate Governance ad esempio valutando lo schema di pagamento del management, e quindi quanto forte sia il legame pay-performance. La seconda è la due diligence *finanziaria*, in cui si analizza con attenzione il bilancio di esercizio. Si osservano pertanto i risultati storici dell'impresa, e si valuta la fattibilità di quanto dichiarato nel piano industriale. Dal bilancio di esercizio in aggiunta, si determina quale è la capacità finanziaria dell'impresa concentrandosi nello specifico sull'analisi del capitale circolante. La terza è la due diligence *contabile* in cui si verifica la correttezza e veridicità delle informazioni inserite in Conto Economico e nello Stato Patrimoniale. La quarta è la due diligence *legale*, in cui si esegue un'analisi dello Statuto, delle operazioni con parti correlate, e dei contratti stipulati con clienti e fornitori per determinare se la società rispetta i suoi obblighi, e se il suo modo di rapportarsi con l'ambiente interno ed esterno sia conforme con le normative imposte alle società quotate. La quinta è la due diligence *fiscale* in cui si esamina la documentazione, tutte le storiche e possibili future uscite di casse legate a questo ambito. Inoltre, in base alla specifica industry dell'impresa, possono essere effettuate altre tipologie di due diligence per verificare la qualità di altri tipi di parametri, quali ad esempio la sicurezza o la sostenibilità ambientale (attualmente un must e si presume ancor di più nei prossimi anni). Si sottolinea che un motivo della grande importanza della fase di due diligence, è che a seguito dell'alto livello di profondità con cui viene condotta l'analisi rappresenta anche una forma di tutela del management dalle possibili future cause che potrebbero essere intentate dagli investitori dopo l'IPO. Quindi sintetizzando, lo scopo della due diligence è quello di delineare in maniera chiara e trasparente la situazione della società emittente, per ridurre il gap informativo con gli investitori. Pertanto la fase di due diligence contribuendo nella definizione del valore



dell'impresa, ha un ruolo determinante nella valutazione del prezzo di collocamento.

### **1.6.3 Redazione del prospetto informativo**

Il prospetto informativo è l'output della due diligence. E' un documento ufficiale, che deve essere obbligatoriamente pubblicato, con cui la società emittente presenta la sua offerta al pubblico risparmio. Si può desumere che il prospetto informativo rappresenta una forma di sollecitazione verso gli investitori. Viene redatto dallo sponsor in collaborazione con i consulenti finanziari, legali ed il management nel rispetto degli schemi predefiniti dalla Consob. Nel caso in cui l'offerta non dovesse essere collocata sul mercato domestico, ma su quello internazionale, si ha l'obbligo di redigere il documento in lingua inglese. All'interno sono inserite informazioni riguardanti lo Stato Patrimoniale della società, le sue future strategie, ma vengono anche fornite notizie riguardanti la forza lavoro, e su chi sono fornitori, clienti ed anche creditori. Quindi il prospetto informativo ha un duplice scopo:

1. *Marketing*: in quanto è un documento attraverso cui farsi conoscere in maniera trasparente dal mercato;
2. *Responsabilità*: perché i soggetti che lo hanno redatto sono ugualmente responsabili delle informazioni contenute, e quindi possono essere perseguiti legalmente da parte degli investitori che hanno subito una perdita sulla base di queste, se volontariamente o colpevolmente non veritiere o non complete<sup>11</sup>.

Da un punto di vista pratico può essere prodotto in unico documento, oppure in tre distinti quali la nota di sintesi, il documento di registrazione e la nota informativa sugli strumenti finanziari. La scelta di redigerlo nell'uno o nell'altro modo non è rilevante, quanto invece lo sono ovviamente le informazioni contenute. Per una maggiore semplicità esplicativa, si procederà descrivendo le informazioni che devono essere

---

<sup>11</sup> Il risarcimento può avvenire solo entro 5 anni dalla pubblicazione del prospetto informativo da parte della Consob.

contenute in un prospetto informativo con tre documenti distinti secondo quanto descritto nel Tuf<sup>12</sup>. La nota di sintesi è un documento di natura non tecnica il cui scopo è quello di presentare l'impresa in una forma facilmente comprensibile da ogni tipologia di investitore. In questa vengono esposte le caratteristiche principali dell'emittente, i prodotti finanziari offerti ed una breve descrizione dei rischi connessi in modo da agevolare gli investitori nelle loro valutazioni. Il documento di registrazione, a differenza della nota di sintesi ha invece un linguaggio tecnico. In questo, sono infatti inseriti gli ultimi tre bilanci di esercizio dell'emittente e delle informazioni sulla composizione del top management, con una breve descrizione delle persone che lo compongono, della loro esperienza e delle modalità con cui vengono remunerati. La nota informativa si concentra sugli strumenti e sui prodotti finanziari offerti fornendo maggiori dettagli sull'operazione di quotazione. Vengono infatti presentate le caratteristiche dei titoli emessi, le motivazioni che hanno portato alla decisione di lanciare l'IPO, e il modo in cui si vuole impiegare il capitale raccolto. La versione definitiva del prospetto informativo viene pubblicato dopo aver ottenuto il placet da parte della Consob.

#### **1.6.4 Istruttoria**

La fase di istruttoria si avvia quando la società che vuole lanciare un'IPO presenta la domanda di quotazione a Borsa Italiana Spa. In particolare, l'emittente viene sottoposta a due istruttorie, rispettivamente, la prima da parte di Borsa Italiana Spa che delibera sul rispetto delle normative e dei requisiti e la seconda dalla Consob che effettua ulteriori indagini<sup>13</sup>. La prima serve per permettere l'avvio delle negoziazioni, invece la seconda per ottenere il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo. Il processo di approvazione da parte di Borsa Italiana Spa deve avvenire entro due mesi dal giorno in cui viene fatta la domanda, ma può subire

---

<sup>12</sup> Testo Unico delle Disposizioni in Materia di Intermediazione finanziaria.

<sup>13</sup> Nello specifico la Consob verifica la comprensibilità e la coerenza delle notizie fornite nel prospetto informativo, in quanto la sua lettura sovente influenza le valutazioni degli investitori.

delle proroghe se l'emittente non porta nell'immediato documenti ulteriori che possono essere eventualmente richiesti dall'organo nel processo di analisti. L'efficacia della delibera di Borsa Italiana Spa ha una durata di sei mesi. Anche se le due istruttorie avvengono in contemporanea, la delibera della Borsa Italiana Spa è subordinata al rilascio del nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo (che si può ritenere parte integrante del processo di due diligence) da parte della Consob. A questo punto Borsa Italiana Spa stabilisce la data di inizio delle negoziazioni del titolo (Camozzi & Bonisconi, 2006).

## **1.6.5 Marketing**

L'inizio della fase di istruttoria appena descritta, implica l'avvicinarsi della data di collocazione dei titoli. Per questa ragione, prima ancora di avere la delibera da parte di Borsa Italiana Spa, in concomitanza con le istruttorie si avvia la fase di marketing in cui l'emittente sponsorizza l'operazione e cerca di raggiungere più investitori possibili, incentivando l'acquisto dei titoli facendo leva sulle future prospettive di crescita. La fase di marketing è molto delicata, infatti spesso determina il successo o meno di un'IPO in base al numero di operatori finanziari raggiunti ma soprattutto convinti dall'offerta. Gli investitori saranno ragionevolmente incentivati all'investimento, tanto più riterranno la società trasparente e le informazioni trasmesse veritiere, affidabili e sufficienti per avere una idea chiara delle sue dinamiche interne. Ovviamente, quanto affermato è possibile soltanto se a monte viene effettuata nel modo migliore la due diligence e di conseguenza viene redatto un buon prospetto informativo. Tale fase si esplica in una serie di operazioni che verranno approfondite nei prossimi paragrafi e che in sintesi hanno lo scopo di sondare il mercato e contribuire nella definizione del prezzo di emissione.

### **1.6.5.1 Distribuzione e pubblicazione del rapporto di ricerca agli analisti**

Sul piano della comunicazione, i rapporti di ricerca degli analisti di mercato costituiscono un momento critico, in quanto determinanti per quella che sarà l'opinione degli investitori in termini di valutazione e posizionamento dell'emittente. In questa fase pertanto, si costituisce un

*Investment Case* del titolo, contenente le informazioni relative al business aziendale ed agli strumenti finanziari in procinto di emissione così che possa essere studiato dagli analisti. Infatti, lo scopo della fase di marketing, non è solo quello di raggiungere gli investitori ma anche gli analisti. Quest'ultimi infatti, in base alla loro reputazione ed esperienza, hanno il potere di influenzare l'opinione del mercato. Il risultato di un investment case attrattivo per gli analisti, è la pubblicazione di diversi paper sul tema, che genera, tramite un processo a cascata, l'interesse degli investitori al loro seguito. Dopo tale pubblicazione, si ha un periodo di *black out*, cioè un lasso di tempo in cui la società emittente non può pubblicare nessun tipo di documento a fine promozionale.

#### **1.6.5.2 Costituzione dei consorzi di collocamento**

In contemporanea alla distribuzione e pubblicazione del rapporto di ricerca agli analisti, il global coordinator o lo sponsor, si occupano della costituzione del consorzio di collocamento. Il consorzio, come esposto nel paragrafo 1.5 è costituito da intermediari finanziari, di norma banche, che vengono coordinati dal global coordinator, aventi il compito di collocare l'offerta dell'emittente sul mercato. Le dimensioni del consorzio di collocamento variano in base al tipo di emittente per ripartire il rischio in adeguatamente e raggiungere il mercato in maniera più capillare possibile.

#### **1.6.5.3 Pre-Marketing**

In questa fase gli analisti finanziari delle banche costituenti il consorzio di collocamento, presentano informalmente il progetto al mercato e raccolgono i suoi feedback. Lo scopo di questi incontri è quello di raccontare ai potenziali investitori la storia societaria, i suoi punti di forza e debolezza e le strategie in prospettiva futura. Inoltre, viene approfondito il comportamento e il posizionamento dell'emittente nel contesto competitivo rispetto ai suoi concorrenti. Pertanto, attraverso questi incontri, gli analisti identificano chi vuole investire determinando se la domanda è sufficiente ad assorbire l'offerta di titoli, ed individuano i punti critici dell'offerta che potrebbero provocare al management dei problemi nella fase successiva di bookbuilding. La durata di questa fase, varia in base alla portata dell'offerta, ma indicativamente oscilla tra i 10 e 15

giorni. Lo stadio di pre-marketing perciò, anche se basato su relazioni informali tra le parti, ha una importanza sostanziale nella definizione del prezzo, e sovente anche in quella dell'offerta stessa. Infatti, non è raro che vengano apportate delle modifiche nel caso in cui i feedback raccolti siano negativi.

#### **1.6.5.4 Roadshow**

Dopo aver ottenuto il nulla osta da parte della Consob a seguito dell'istruttoria descritta nel paragrafo 1.6.4, si avvia il meccanismo del roadshow con cui si conclude la fase di marketing. Il roadshow è uno strumento imprescindibile nel processo di quotazione, che ha lo scopo di suscitare l'interesse del mercato. Questo rappresenta la prima occasione in cui si ha un contatto diretto tra CEO, direttore finanziario e generale dell'emittente ed i potenziali investitori. A tal fine, affinché il top management sia formato al meglio dal punto di vista comunicativo, è prevista una specifica preparazione, in seguito alla quale vengono organizzati da parte delle banche costituenti il consorzio di collocamento, usualmente nell'arco di quindici giorni, degli incontri diretti tra l'emittente e il mercato potenziale. In questo modo, l'emittente ha la possibilità di esprimere direttamente il suo programma ad analisti finanziari e stampa. Operativamente, questi incontri possono essere organizzati nella forma *one-to-one* oppure in *meeting* di gruppo o ristretti. Il roadshow quindi, al pari della due diligence, è una fase rilevante nella definizione del prezzo finale di offerta. Infatti durante questi incontri, la società emittente ha la possibilità di raccogliere in maniera diretta i feedback degli investitori.

#### **1.6.6 Bookbuilding**

Esistono tre metodi per collocare le azioni:

1. *Auction*;
2. *Prezzo fisso*;
3. *Bookbuilding*.

Il primo consiste nell'assegnare le azioni con un meccanismo di asta, e quindi gli investitori interessati all'offerta dell'emittente sono spinti a formulare delle proposte al rialzo. Il secondo consiste nell'individuare un prezzo unitario del titolo da emettere, sulla base del quale gli investitori

decidono se aderire o meno all'offerta. Qualora la domanda dovesse superare l'offerta si procede con una revisione oppure con una estrazione. La terza ed ultima tecnica (la più riconosciuta ed utilizzata), è il bookbuilding. Il bookbuilding viene gestito dal global coordinator che ha il compito di sollecitare e raccogliere le indicazioni da parte degli investitori istituzionali. Il procedimento comincia con *l'investment banker* che annuncia una fascia di prezzo<sup>14</sup> (la quale può a discrezione avere valore vincolante). A questo punto gli investitori formulano un'offerta il cui prezzo non dipende esclusivamente dalle informazioni contenute nel prospetto informativo o dalle teorie degli analisti, ma è anche influenzato da variabili quali l'andamento dei mercati, la qualità del management e le scelte di Corporate Governance (Germani, 2019). Le offerte possibili sono di tre tipologie:

1. *Strike-strike*: in cui l'investitore si dice interessato ad un certo numero di azioni qualunque sia il prezzo di offerta che viene in seguito definito;
2. *Limit bid*: in cui l'investitore annuncia un livello massimo di prezzo che è disposto a pagare. In particolare, questo modello di offerta permette al coordinatore di intuire il livello di elasticità della domanda;
3. *Step bid*: in cui l'investitore annuncia il prezzo che è disposto a pagare per diverse quantità di titoli.

Il global coordinator raccoglie gli ordini in un *book istituzionale*, classificando le offerte in diverse categorie al fine di segmentare il mercato degli investitori. Le variabili di segmentazione più comuni sono:

- Geografia;
- Tipologia e qualità;
- Data di offerta;

---

<sup>14</sup> Esistono due metodi per valutare il range di prezzo dell'offerta:

1. *Discounted cash flow*: attualizzando i flussi di cassa prospettici con un idoneo tasso di sconto;
2. *I multipli di mercato*: si valuta il range di prezzo per analogia (Taliento, 2012).

- Prezzo di offerta;
- Livello di interesse per l'offerta;
- Natura dell'interesse: nello specifico si osserva se l'interesse dell'investitore è di natura speculativa o strategica. Questo perché tale influenza il rendimento ma soprattutto la volatilità del titolo sul mercato secondario.

Alla scadenza, sovente tra le due e le tre settimane dall'annuncio iniziale, il global coordinator servendosi di queste informazioni costruisce la curva di domanda che lega il prezzo alla quantità per ogni segmento di mercato. A questo punto, viene definito il prezzo in modo che la domanda riesca perlomeno a coprire l'offerta di titoli emessi. Determinato il prezzo, il global coordinator in collaborazione con l'emittente decide come allocare i titoli tra i diversi investitori, considerando le suddette variabili di segmentazione. Solo nell'ultima settimana, contemporaneamente alla chiusura del book legato agli investitori istituzionali, si apre l'offerta verso il mondo retail. Avendo esposto il procedimento utilizzato, è facilmente intuibile come alla base non vi sia una metodologia realmente oggettiva con cui ricavare un prezzo di emissione di un titolo. Il meccanismo di bookbuilding viene comunemente associato al primo strumento, quello dell'asta. Tuttavia, analizzando in profondità le caratteristiche di questi due concetti, si evince che considerare il bookbuilding come un sottoinsieme del sistema auction sia scorretto. Infatti, nel bookbuilding a differenza del sistema ad asta è necessaria un'analisi preliminare in quanto i prezzi e le regole di allocazione sono a totale discrezione del coordinatore e non seguono una regola specifica. Un'ulteriore elemento che rende diversi i due strumenti, è che le offerte dei potenziali investitori, sono per l'appunto come dice la stessa parola "potenziali", e non hanno nessuna forma di impegno all'acquisto ex-post dei titoli, ma rappresentano solo una manifestazione di interesse. Tuttavia è raro che questi rinneghino la loro offerta una volta che avvenuta la collocazione (Cornelli & Goldreich, 2001).

### **1.6.7 Pricing**

La determinazione del prezzo da offrire sul mercato viene stabilita a seguito di una negoziazione in cui valgono le normali leggi della domanda

e dell'offerta<sup>15</sup>. Il prezzo viene determinato di solito nei due giorni antecedenti alla collocazione, ed è frutto della concomitanza di diversi fattori:

- l'interazione tra diversi soggetti ognuno con i propri interessi e la propria visione;
- l'analisi dei dati e dei feedback raccolti nelle fasi precedenti dell'IPO;
- Valori di mercato di titoli analoghi: bisogna considerare in quel momento storico la propensione del mercato ad acquistare quel genere di titoli o di quel determinato settore industriale;
- Contemporanea emissione di capitale di altre società: qualora ci siano diverse opportunità sul mercato, gli investitori avendo un'ampia scelta, decideranno di esporsi solo sui titoli più vantaggiosi. Usualmente la maggior parte degli investitori preferiscono nelle IPO o in generale nelle emissioni di capitale di maggiori dimensioni. La concomitanza di offerte quindi, rappresenta una fonte di potenziale riduzione della domanda.

La scelta del prezzo è una fase molto complicata perché bisogna conciliare sia i bisogni degli azionisti sia dei nuovi investitori interessati all'affare, e quindi più in generale di tutti gli stakeholder coinvolti nel processo. Nel caso di *bookbuilding open price*<sup>16</sup>, il prezzo di collocamento potrà essere all'interno ma anche al di fuori del range stabilito. Tuttavia, spingere troppo in alto l'offerta con lo scopo di ottenere un finanziamento più cospicuo, in accordo con la suddetta legge della domanda e dell'offerta, potrebbe portare un disinteresse del mercato. E' anzi usuale di comune accordo tra global coordinator ed emittente applicare uno sconto di solito intorno al 10% (underpricing) per incentivare il mercato e garantire la buona riuscita dell'operazione. Ciò deriva dall'osservazione per cui agli investitori, a parità di condizioni non conviene investire in "new entry" e

---

<sup>15</sup> Prezzo e quantità di un bene sono inversamente proporzionali.

<sup>16</sup> La forchetta di prezzo definita preliminarmente ha valore puramente indicativo e non vincolante.



prendersi carico del rischio di un'impresa con un andamento dell'equity privato ed un management probabilmente non conosciuto o alla prima esperienza di borsa (Taliento, 2012). Definito il prezzo di collocamento, il global coordinator in accordo con la società emittente avvia l'allocazione dei titoli (Celia, 2008).

### 1.6.8 OPV(S)

Definito il prezzo di collocamento, l'emittente lo comunica a Borsa Italiana Spa ed alla Consob, e lo inserisce nel documento finale. Le azioni vengono così distribuite ai diversi membri del consorzio che a loro volta si occupano di collocare sul mercato. Le possibili modalità con cui è possibile lanciare un IPO sono tre:

1. **Offerta pubblica di vendita (OPV):** consiste nell'offerta di azioni già esistenti. In questo caso, i vecchi azionisti si impegnano a vendere parte delle loro azioni al mercato.
2. **Offerta pubblica di sottoscrizione (OPS):** consiste nell'offerta di nuove azioni in seguito ad un aumento di capitale deliberato dall'assemblea dei soci. Nel caso di OPS i vecchi azionisti si impegnano a non avvalersi o ad avvalersi parzialmente del diritto di opzione<sup>17</sup>. Lo scopo di tale diritto è quello di garantire ai vecchi azionisti di non vedere diluita la loro quota. Esercitare totalmente tale diritto, chiaramente sarebbe incoerente con lo scopo della quotazione in borsa, ed in particolare con una OPS.
3. **Offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS):** è un sistema misto di quotazione in cui gli investitori in parte acquistano titoli prodotto di un'emissione di capitale ed in parte titoli posseduti dai vecchi azionisti.

La differenza principale tra OPS e OPV è che mentre con la prima modalità vengono raccolti dal mercato capitali freschi da utilizzare per

---

<sup>17</sup> Il diritto di opzione è descritto nell'articolo 2441 del Codice Civile. Questo afferma che in caso di nuova emissione di capitale, i vecchi azionisti hanno la possibilità di acquistare una certa percentuale delle nuove azioni in pari proporzione alla quota di proprietà che posseggono.

finanziare degli investimenti, con la seconda si ha solo una modifica della compagine sociale che consente agli azionisti preesistenti di ridurre la loro esposizione. Le tipiche situazioni in cui c'è una maggiore propensione a lanciare un'emissione di capitale con modalità OPS sono nel caso di imprese giovani in mercati con grandi prospettive di crescita, in quanto il capitale serve per finanziare delle opportunità di investimento e nel caso di imprese indebitate che utilizzano l'emissione di capitale per ridurre la leva finanziaria (Celia, 2008).

### **1.6.9 Aftermarket**

Dopo il collocamento del titolo sul mercato si avvia ufficialmente la negoziazione delle azioni sul mercato secondario. In questa fase che si può considerare della durata di trenta giorni, si ha una intensa compra-vendita dei titoli emessi a seguito della quale si ha una sua stabilizzazione in termini di pricing, in coerenza con la legge della domanda e dell'offerta. Particolarmente rilevante nell'arco di questi trenta giorni è quello che avviene nella prima giornata. Infatti in base al prezzo di chiusura della prima giornata di scambi, si possono effettuare le prime analisi sulla riuscita dell'operazione.

### **1.7 L'importanza del lead underwriter**

Il lead underwriter ovvero il sottoscrittore principale, tipicamente il global coordinator, non termina i suoi doveri nel giorno del lancio dell'IPO, ma anzi ha un ruolo fondamentale nell'aftermarket, ed il suo comportamento influenza l'andamento del prezzo sul mercato dell'emittente. Infatti, oltre ad allocare i titoli a totale discrezione, ha il compito di stabilizzare il prezzo delle azioni e controllare la quantità scambiata sul mercato oltre a dover redigere ex-post dei report di analisi. Dal punto di vista operativo, tipicamente se previsto nel prospetto informativo, il lead underwriter ha la

facoltà di attivare le clausole di *greenshoe*<sup>18</sup> entro un mese dalla prima giornata di trading. Con l'esercizio delle *greenshoe*, il lead underwriter si riserva il diritto di acquistare una certa quantità aggiuntiva di azioni dell'emittente<sup>19</sup> al prezzo di offerta. Effettuato l'acquisto, ha la possibilità o di mantenerle nel proprio portafoglio o di rivenderle al prezzo di mercato. La funzione di queste clausole pertanto è duplice, sia venire incontro ad un'eventuale oversubscription, sia stabilizzare il prezzo di un titolo troppo volatile. Dall'altra parte nel caso in cui la crescita dell'offerta fosse eccessiva, ossia qualora in seguito all'esercizio di tale opzione, si manifestasse una eccessiva riduzione del prezzo del titolo, i membri del consorzio si impegnano ad acquistare l'eccedenza. La necessità che questa clausola sia espressamente esplicitata all'interno del prospetto informativo (obbligo subentrato in Italia a partire dal 1995), è dovuta sia a motivi di trasparenza, ma anche e soprattutto perché deve essere approvata dai vecchi azionisti. Infatti, il suo esercizio determina una maggiore entrata di risorse finanziarie, ma contestualmente una maggiore diluizione della loro quota di partecipazione. Il lead underwriter per ridurre il suo rischio ed esposizione finanziaria adotta diverse strategie:

1. *Short Covering*: assume una posizione *corta*<sup>20</sup> sul titolo oggetto di emissione in fase di collocamento di una quantità circa pari a quella prevista nella *greenshoe*. Se l'offerta dovesse avere successo sul mercato secondario, e quindi il prezzo del titolo dovesse crescere, allora l'underwriter esercita l'opzione *greenshoe*, copre la sua posizione, ed ottiene un profitto dal pagamento delle commissioni

---

<sup>18</sup> Questo meccanismo, detto anche *over-allotment option*, permette ai membri del consorzio di collocamento di aumentare la dimensione dell'offerta se ritengono non sia sufficiente a coprire tutta la domanda.

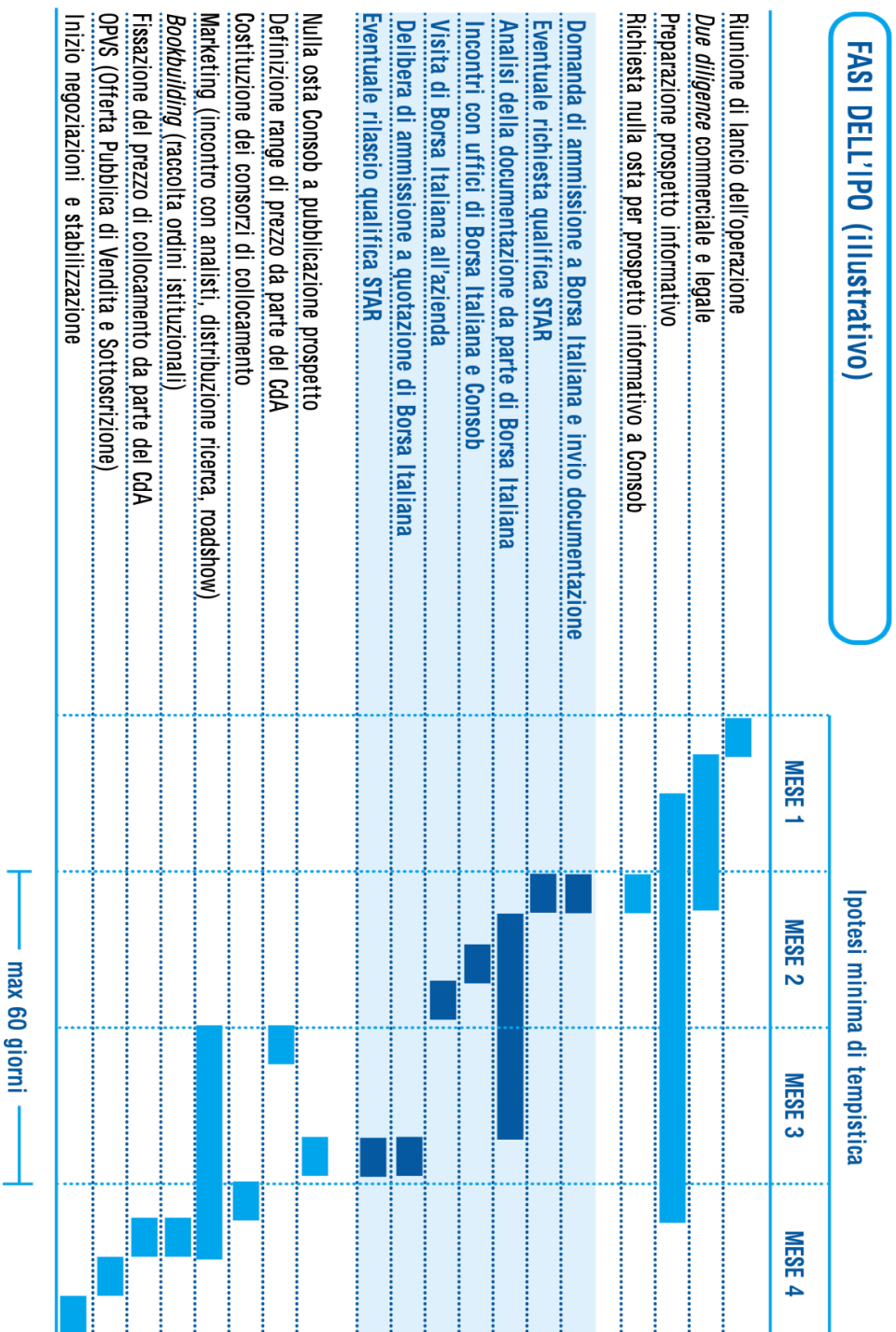
<sup>19</sup> Tipicamente il 15% dell'offerta iniziale, con il risultato che vengono emesse il 115% dei titoli inizialmente previsti.

<sup>20</sup> Effettua una operazione di *short selling* ovvero la vendita di un titolo non ancora posseduto. Tipicamente lo *short selling* viene utilizzato dagli speculatori fiscali quando prevedono il crollo di un titolo o di un indice finanziario. Il guadagno è dato dalla differenza tra l'incasso al prezzo di oggi e la vendita al prezzo di domani.

per il collocamento dei titoli addizionali. Nel caso invece di insuccesso sul mercato secondario, il lead underwriter per stabilizzare il prezzo attiva le clausole di greenshoe che azzerano la posizione corta. In questo modo, comunque il lead underwriter ottiene un guadagno dallo short-selling dato dalla differenza tra il prezzo di offerta ed il prezzo di mercato;

2. *Naked short position*: è una strategia molto simile alla precedente, ma con un maggior grado di rischio in quanto il lead underwriter vende allo scoperto oltre il 15% dei titoli oggetto di emissione. In questo caso, la greenshoe permette una copertura parziale, che deve essere completata direttamente sul mercato secondario. In questo caso, se le performance dell'IPO dovessero risultare deludenti l'underwriter otterrebbe un maggiore profitto, al contrario nel caso di performance positive. La naked short position viene sovente adottata per stimolare la domanda, segnalando al mercato che il titolo non è sopravvalutato (Taliento & Torchetti, 2013).

In Figura 1 viene riprodotto un Gantt che presenta i tipici tempi necessari per ogni fase ed i vincoli interfase (già espressi nel corso di questo capitolo) nel processo di quotazione su un mercato regolamentato. Si osserva che tipicamente la durata è di 4 mesi, ma talvolta può arrivare ad estendersi in particolari situazioni fino a 6 mesi. E' necessario inoltre sottolineare, che nella figura non vengono considerate tutte le attività preliminari avendo queste una durata molto variabile .



**Figura 1: Gantt che rappresenta le tempistiche ed i vincoli del processo di quotazione nella sua totalità sui mercati regolamentati di Borsa Italiana Spa (Borsa Italiana Spa, s.d.)**

## **1.8 Differenza nel processo tra MTA ed AIM Italia**

Le differenze tra il mercato MTA Italia ed AIM Italia non riguardano soltanto, come precedentemente anticipato nel paragrafo 1.4, i requisiti e gli adempimenti ex-post che sono stati semplificati nel secondo mercato per venire incontro alle esigenze di imprese di medie dimensioni, ma ci sono anche nell'iter procedurale di quotazione. Il processo di quotazione esposto nei paragrafi precedenti, spiega nel dettaglio come avviene la quotazione di una società nel MTA. Tale processo viene però solo in parte eseguito per l'AIM Italia. Infatti, le attività preparatorie sono molto più brevi e semplificate, non essendo necessario un processo di adattamento interno così da soddisfare particolari requisiti come invece succede sul MTA. Inoltre, soffermandosi escluse le attività preliminari, risulta che per entrambi i mercati è obbligatoria la due diligence, mentre invece la fase di istruttoria viene risparmiata alle società che decidono di lanciare un'IPO sull'AIM Italia, ritenuta burocraticamente superflua. Come descritto nella brochure di Borsa Italiana Spa, per l'AIM Italia l'arco temporale tra la prima comunicazione alla borsa e l'inizio delle negoziazioni è ridotto a soli dieci giorni. Pertanto, tutta questa serie di semplificazioni ed agevolazioni sul AIM Italia determinano una significativa riduzione dei tempi necessari per lanciare un'IPO (esclusa la fase preliminare) dai tre ai cinque mesi, rispetto al MTA. Di seguito in Figura 2 e Figura 3 viene data una panoramica dei tempi necessari e delle attività da svolgere per quotarsi sul MTA e AIM Italia in base alle informazioni reperite direttamente dal sito web di Borsa Italiana Spa, ed è quindi possibile mettere direttamente a confronto i due segmenti (Borsa Italiana Spa, s.d.) (Assolombarda, 2010) (Sassi, 2015) (Consob , s.d.).

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

**Figura 2: Linea temporale tipica del processo di quotazione sul MTA (Borsa Italiana Spa, s.d.).**

Attività preparatorie	12 settimane	6 settimane	1 settimane
Selezionare il Nomad e il team di consulenti	Verificare le aree problematiche emerse dalla due diligence	Completare la due diligence e la documentazione	Completamento della domanda, pubblicazione dei documenti di ammissione e collocamento dell'offerta (3 giorni prima)
Avviare la due diligence	Predisporre la bozza del documento di ammissione	Roadshow per gli investitori	Definizione del prezzo e allocazione dell'offerta
Costruire l'equity story e la strategia di investor relations	Condividere le prime ipotesi di valutazione	Comunicazione di pre- ammissione (10 giorni prima)	
	Presentazione agli analisti		

**Figura 3: Linea temporale tipica del processo di quotazione per l'AIM Italia (Borsa Italiana Spa, s.d.).**

## CAPITOLO 2. Benefici e costi legati alla quotazione

Lo scopo di questo capitolo è analizzare i benefici ed i costi connessi alla quotazione in borsa. Per una interpretazione più efficace verranno presentate le diverse forme di finanziamento a disposizione di una impresa, così da poter evidenziare le differenze, i pregi ed i difetti di ciascuna. Alla luce delle analisi effettuate, dopo aver approfondito perché attualmente le imprese scelgono determinate strutture del capitale e fonti di finanziamento, verranno presentati i costi diretti ed indiretti della quotazione in borsa, focalizzando l'attenzione sulle teorie economiche legate al tema dell'underpricing.

### 2.1 Le fonti di finanziamento di una impresa

Le imprese possono finanziare un progetto di crescita internamente o esternamente. Finanziarsi internamente significa reinvestire gli utili non distribuiti ai soci, ovvero trattenere quota parte del reddito netto generato a livello operativo, compatibilmente con il retention ratio<sup>21</sup> massimo imposto dagli azionisti (Marris, 1963). Finanziarsi esternamente invece, implica accedere a due fonti di capitale:

- **Banche;**
- **Mercato.**

Nel primo caso le imprese chiedono in prestito il capitale alle banche, nel secondo invece emettono dei titoli di debito sotto forma di obbligazioni o di equity solitamente azioni. La scelta dell'una o dell'altra fonte, dipende da diversi fattori, dalla specifica situazione dell'impresa, ma anche dal contesto storico ed economico.

---

<sup>21</sup> *Retention ratio (o tasso di reinvestimento del profitto) = (Retained Earning)/ (Net Income) .*



## 2.1.1 Il debito

Il debito rappresenta una forma esterna di finanziamento per l'impresa. Esistono due forme di debito:

- **Bancario;**
- **Obbligazionario.**

Nel caso di debito bancario l'impresa si rivolge ad un istituto di credito e richiede un prestito che dovrà essere rimborsato con un pagamento rateale.

Il rimborso consiste in due tipologie di quote:

- *Capitale*: quota parte della rata che costituisce il rimborso del capitale preso in prestito;
- *Interesse*: premio pagato alla banca per il capitale prestato.

Per poter ottenere il prestito, un'impresa deve portare delle garanzie che proteggono il creditore (la banca) in caso di insolvenza del debitore (l'impresa). La garanzia collega delle operazioni di finanziamento con degli asset e pertanto sono delle attività che in caso di insolvenza del debitore, diventano di proprietà del creditore come forma di rimborso del capitale versato o di parte di esso. Una forma di garanzia sono il rendimento operativo dell'impresa ed i suoi cash flow registrato negli anni precedenti. Di solito tuttavia, le banche preferiscono degli asset tangibili come ad esempio le immobilizzazioni materiali in quanto rappresentano una forma più sicura e meno aleatoria di rimborso (Hillier, et al., 2018). L'obbligazione invece, è un titolo di credito in cui c'è un emittente, in questo caso l'impresa, che viene emesso con lo scopo di raccogliere del capitale, e dei soggetti che lo acquistano. Come per il prestito bancario il rimborso denominato ammortamento avviene in rate. In questo caso però non si ha un unico creditore, ma si hanno diversi obbligazionisti. Le caratteristiche di una obbligazione sono le seguenti:

- *Data di scadenza*: entro la quale l'emittente si impegna a restituire il capitale all'obbligazionista;
- *Face value* o *Valore facciale*: rappresenta il valore nominale o di rimborso. In genere tale valore è pari ad un multiplo di 100;
- *Coupon* o *cedole*: sono un flusso di cassa che viene corrisposto da chi emette a chi acquista l'obbligazione ad una certa data prefissata contrattualmente. Tale flusso di cassa dipende dal tasso di interesse e viene corrisposto con una frequenza trimestrale, semestrale o

annuale fino a scadenza, a parte il caso di ZCB<sup>22</sup>. Il rendimento cedolare è applicato al rimborso e non al prezzo dell'obbligazione (Hillier, et al., 2018).

Senza entrare nel dettaglio delle diverse tipologie di obbligazioni e della matematica finanziaria, il calcolo del prezzo delle obbligazioni dipende dal mercato. Per calcolare il prezzo dell'obbligazione bisogna attualizzare i suoi flussi di cassa e quindi il valore delle cedole e del face value al tempo 0, con un tasso di sconto detto *yield to maturity*. Il valore di tale rate deriva dalla legge della domanda e dell'offerta. Quindi se lo *yield to maturity* cresce, il prezzo dell'obbligazione scende (e quindi anche il capitale ricavato dall'emissione obbligazionario), all'opposto invece il prezzo sale. Tale ragionamento risulta certamente più adatto nel caso di obbligazioni non strutturate<sup>23</sup>, in cui a differenza delle obbligazioni strutturate<sup>24</sup>, il valore cedolare e del face value viene definito ex-ante. Certamente però, per ogni tipologia di obbligazione la variabile fondamentale di influenza dello *yield to maturity* e quindi nella determinazione del prezzo è il livello di rischio dell'emittente. Tale livello viene determinato da società terze, le cosiddette agenzie di rating. Ciascuna società di rating assegna ad ogni impresa una fascia di rischio tipicamente facendo riferimento ad una sua scala divisa in due aree denominate grade:

1. *Investment grade*: in cui sono classificati gli Stati e le aziende con un basso livello di rischio;
2. *Speculative grade*: in cui sono classificati gli Stati e le aziende con un alto livello di rischio.

---

<sup>22</sup> ZCB- *Zero-Coupon Bond*: sono una tipologia particolare di obbligazione, in cui l'obbligazionista non riceve alcuna cedola, ma il suo rendimento deriva da un prezzo di emissione sotto la pari, ovvero il prezzo di acquisto del titolo è inferiore al valore di rimborso.

<sup>23</sup> Specificano già al tempo 0 il valore dei futuri coupon e del face value.

<sup>24</sup> Nel caso di obbligazioni strutturate, i futuri flussi di cassa sono funzione di una variabile che non è presente nel contratto e che varia nel tempo. Un esempio sono le obbligazioni correlate con l'andamento del tasso di inflazione.

Le agenzie di rating individuano un grado di rischio soglia superato il quale si passa dalla zona di investimento alla zona speculativa e viceversa. Trovarsi nel investment o nello speculative grade, è molto rilevante in termini di mercato. Infatti, se una società subisce un downgrade e passa alla zona speculativa, cambia significativamente il suo bacino di investitori. Questo perché gli investitori non sono solo persone ma anche aziende e Stati, molti dei quali sono eliminati da statuti e regolamenti interni che impediscono di investire in aziende appartenenti alla classe speculative grade. Ovviamente, ciò comporta un aumento dei tassi in seguito alla riduzione della domanda e pertanto una riduzione del prezzo dell'obbligazione e quindi del capitale raccolto. I benefici derivanti dall'utilizzo del debito sono:

1. Non diluizione delle quote di proprietà dei soci. Infatti, il contratto di debito non è una forma di partecipazione societaria, e di conseguenza non conferisce diritto di voto in assemblea;
2. Vantaggio fiscale derivante dai tax shield che determinano l'incremento del valore dell'impresa (Modigliani & Miller, 1958).

Per ogni tipologia di debito, si ha un accordo tra la società che lo contrae ed il creditore sotto forma di contratto, in cui vengono stabiliti maturity, tasso di interesse ed ulteriori restrictive covenant. Nel contratto vengono pertanto definiti la natura dell'indebitamento e delle clausole di salvaguardia. Di quest'ultime ne esistono due tipologie:

- *Negative*: pongono dei limiti a determinati comportamenti che il debitore potrebbe porre in essere. Tipici esempi sono l'impegno a non superare un certo livello di payout ratio<sup>25</sup>, effettuare fusioni, aumentare ulteriormente la leva finanziaria, cedere asset strategici senza il consenso del creditore;
- *Positive*: determinano una o più condizioni che il debitore accetta di sottostare. Tipici esempi sono mantenere un livello minimo di

---

<sup>25</sup> *Payout ratio* = *Dividendi / Utili*. È l'inverso del retention ratio ed indica la quota parte di utili che viene suddivisa tra i soci.

capitale circolante<sup>26</sup>, o l'impegno a pubblicare con una determinata frequenza dei rendiconti ai finanziatori (Hillier, et al., 2018).

I limiti derivanti dall'utilizzo del debito derivano proprio dall'essere dei contratti. Essi infatti necessitano di una negoziazione preliminare che può durare anche diversi mesi, ed impongono dei vincoli al management nella scelta dei progetti. Inoltre, sebbene il debito come precedentemente affermato, comporti dei vantaggi dovuti agli scudi fiscali, come dimostrato sempre da Modigliani e Miller, un valore troppo elevato di leva finanziaria può rivelarsi controproducente. Questo succede perché i costi del dissesto finanziario<sup>27</sup>, cioè i costi connessi al rischio di fallimento fungono da

---

<sup>26</sup> Il capitale circolante netto o margine secondario di struttura è la differenza tra le attività circolanti e le passività circolanti. Esso è un indicatore della liquidità dell'impresa, cioè della capacità dell'impresa di ripagare il debito nel breve termine.

<sup>27</sup> Il processo per arrivare alla bancarotta, usualmente chiamato periodo di stress finanziario, si dispiega in un arco temporale piuttosto lungo. Durante questa fase si generano una serie di costi legati all'aumento delle probabilità di dichiarare fallimento. Ci sono dei costi diretti di tipo *legale ed amministrativo* non solo legati all'ambito giudiziario, ma anzi soprattutto derivano dalla rottura dei contratti con clienti e fornitori, e dalla difficoltà di trovare nuova liquidità. Gli istituti di credito sono infatti maldisposti nel finanziare nuovo capitale se non in seguito ad una rinegoziazione dei tassi, ovviamente a condizioni più onerose per il debitore. Le imprese però usano il debito a breve termine per finanziare le attività quotidiane e senza questo circolante non hanno la disponibilità monetaria per acquistare le materie prime e mandare avanti la produzione. Ci sono anche dei *costi indiretti*, i quali ugualmente ostacolano l'operatività giornaliera. Un tipico esempio è legato alle risorse umane, che percepito il rischio di fallimento, decidono di cautelarsi ricercando un posto di lavoro alternativo. In particolare, le prime risorse a trovare una opzione esterna sono le migliori, e questo chiaramente impoverisce il capitale umano ed il livello di competenza dell'impresa. Inoltre, i dirigenti focalizzano tutto il loro interesse su come evitare la bancarotta e quindi impiegano il loro tempo più per progettare dei piani atti ad evitare future implicazioni legali, piuttosto che per elaborare delle strategie efficienti per risollevare le sorti dell'impresa. Ci sono poi degli ulteriori costi che si generano per la presenza di conflitti di interessi tra le diverse categorie di portatori di capitale. Un tipico esempio è il cosiddetto "milking the property", in cui l'assemblea delibera la vendita degli asset strategici dell'impresa,

contrappeso ai benefici di natura fiscale. Per questa ragione, il modello di Modigliani e Miller viene denominato “Trade-Off Theory”, in quanto l’aumento dell’indebitamento determina un vantaggio fiscale ma allo stesso tempo genera dei costi dovuti al dissesto finanziario. Tuttavia, la certezza che si deduce dal modello di Modigliani e Miller, è che la struttura di capitale ottima per una impresa non è mai *total equity* in quanto i costi di dissesto finanziario aumentano al crescere della leva finanziaria ma secondo una funzione esponenziale. Questo implica che partendo da un’impresa *total equity*, il vantaggio dello scudo fiscale è sempre maggiore dei costi legati al rischio di bancarotta. Tuttavia c’è sempre un punto (che varia da impresa a impresa) in cui il vantaggio generato dall’aumento del debito è più che compensato dall’aumento del suo costo. Questo rappresenta il punto in cui il beneficio marginale è pari al costo marginale del debito (Modigliani & Miller, 1958).

### 2.1.2 L’equity

L’equity è una forma di finanziamento alternativa al debito in cui i soci di un’impresa, cedono parte della proprietà tramite un’emissione azionaria in cambio di capitale. I sottoscrittori dei titoli emessi, sia essa un’IPO o una SEO<sup>28</sup>, diventano degli azionisti e pertanto, nel caso di azioni ordinarie<sup>29</sup> acquisiscono fondamentalmente due diritti:

---

così da remunerare attraverso un’erogazione straordinaria di dividendi tutti gli azionisti, riducendo allo stesso tempo però il valore della liquidazione che spetta a banche ed obbligazionisti (Modigliani & Miller, 1958).

<sup>28</sup> SEO: Seasoned Equity Offering, sono gli aumenti di capitale successivi alle IPO.

<sup>29</sup> In realtà il regolatore permette alle aziende di emettere diverse tipologie di azioni. Oltre alle azioni standard le imprese hanno una serie di alternative che possono scegliere per diversi motivi:

- ◆ azioni prive del diritto di voto;
- ◆ azioni con voto limitato a determinati argomenti;
- ◆ azioni con voto subordinato al verificarsi di determinate condizioni;
- ◆ azioni con voto limitato a una misura massima o con voto scaglionato;

- *Diritto di voto*: diritto di partecipare in assemblea ed esprimere la propria opinione in merito alle decisioni aziendali;
- *Diritto al dividendo*: diritto a ricevere gli utili che l'assemblea delibera di distribuire tra i soci, in proporzione alla quota di proprietà.

Nel caso specifico di quotazione in borsa, il valore del finanziamento dipenderà dal numero di azioni emesse e dal prezzo di collocamento, i cui meccanismi sono stati spiegati nel paragrafo 1.6.7. Il problema di finanziarsi tramite equity, come verrà approfondito nel corso della tesi, è la generazione di costi di agenzia dovuta al contrapporsi degli obiettivi tra l'inside e l'outside equity e talvolta il rischio di perdere, anche solo in parte, il controllo societario in seguito alla cessione delle quote di proprietà.

### **2.1.2.1 Gli indicatori di valutazione del mercato**

Tipicamente il giudizio del mercato in merito ad una società ed alle sue aspettative future, si compone per mezzo dei seguenti indicatori:

- 
- ◆ azioni a voto plurimo;
  - ◆ azioni a voto multiplo e loyalty shares;
  - ◆ azioni privilegiate nella ripartizione degli utili;
  - ◆ azioni postergate nelle perdite;
  - ◆ azioni correlate ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore;
  - ◆ azioni di risparmio (senza voto, privilegiate, postergate);
  - ◆ azioni a favore dei dipendenti;
  - ◆ azioni di godimento;
  - ◆ azioni riscattabili.

Il tema delle categorie di azioni rientra in una letteratura più ampia che riguarda il controllo e la contendibilità, che è stata oggetto di studio di Grossman ed Hart. Uno dei principali motivi che spinge l'impresa a creare una categoria di azioni alternativa è legata alla volontà degli insider di mantenere il controllo dell'impresa ed i benefici privati ad esso correlati.

- *Market-to-book ratio (MTB)*: è il rapporto tra la capitalizzazione di mercato<sup>30</sup> ed il patrimonio netto<sup>31</sup> a valore di libro. Tale indicatore è molto utilizzato dagli investitori per capire se un titolo è sottovalutato (MTB<1) o sopravvalutato (MTB>1). Pertanto, se si suppone che vengano adoperate le medesime regole contabili, è possibile determinare quanto un'azienda è sopra o sottovalutata in confronto ad imprese simili. Un'ulteriore vantaggio è, salvo alcune eccezioni, che il valore del patrimonio netto rimane sempre costante, e l'unica variabile che si modifica è la capitalizzazione di mercato. I principali svantaggi del MTB sono che la capitalizzazione di mercato ed il patrimonio netto sono calcolati in istanti di tempo differenti, e che il denominatore dell'indicatore è influenzato dalle politiche contabili adottate a livello aziendale (Borsa Italiana Spa, s.d.);
- *Price-earning (p/E)*: è il rapporto tra il prezzo e l'utile per azione e pertanto rappresenta il numero di anni necessari per recuperare le spese sostenute per diventare socio. Tale indicatore può essere espresso in formula matematica come pari alla somma di due contributi:

$$p/EPs = 1/r + NPVGO^{32}/EPs$$

in cui il primo termine è un indice del rischio di settore, mentre il secondo è funzione della aspettative future dell'impresa da parte del mercato. Come il market-to-book ratio viene sovente utilizzato per confrontare due imprese simili. Infatti, se un'impresa ha un p/E superiore ad un'altra della medesima dimensione ed industry, significa che il mercato ha delle migliori aspettative in ottica futura. Esistono in realtà due diversi price-earning. Il primo è il cosiddetto *trailing p/E* in cui al denominatore sono considerati gli utili a

---

<sup>30</sup> Valore di mercato di tutte le azioni della società.

<sup>31</sup> Valore nominale di tutte le azioni della società.

<sup>32</sup> NPVGO- *Net Present Value Of Growth Opportunities*: rappresenta il VAN delle future opportunità di crescita dell'impresa e quindi delle opportunità di investimento.

bilancio, invece il secondo è il *forward p/E* in cui nel calcolo si usano gli utili attesi. Le criticità di tale indicatore, come per l'MTB sono lo sfasamento temporale tra numeratore e denominatore e la dipendenza dalle politiche di ammortamento del management (Borsa Italiana Spa, s.d.).

### **2.1.3 Private equity e Venture capital**

Una ulteriore opportunità di finanziamento sono i fondi di private equity. Questi sono dei soggetti che investono del capitale in imprese private, in cambio di una partecipazione societaria. Attualmente, il private equity in totale gestisce a livello globale 2500 miliardi di dollari. Questi fondi, sono uno strumento fondamentale, specie nell'ambito dell'innovazione in cui, a causa delle difficoltà nel fornire agli investitori delle garanzie adeguate, il ricorso a delle fonti di finanziamento è molto più costoso rispetto a settori con rendimenti più stabili. Le caratteristiche distintive di un fondo di private equity sono le seguenti:

1. Hanno un ruolo di intermediazione finanziaria: raccolgono il capitale degli investitori con lo scopo di finanziarie delle imprese. Questa è la caratteristica principale che distingue il venture capital da un business angel il quale investe del capitale proprio nell'impresa;
2. Investono esclusivamente in società private;
3. Rivestono un ruolo di monitoring e di supporto per le imprese in cui investono;
4. L'obiettivo principale è quello di massimizzare il rendimento finanziario del portafogli di imprese in cui si è investito, attraverso una adeguata strategia di exit che di solito consiste nella vendita privata o pubblica tramite un'IPO.

E' possibile suddividere il PE in due tipologie di investimento: il *buyout* ed il *venture capital*. Il buyout è un'operazione finanziaria in cui un gruppo di investitori decide di acquisire il controllo di una determinata società. Rappresentando la scalata ostile un metodo molto costoso, essendo necessario l'acquisto di tanti titoli così da ottenere la maggioranza, non sono rare le operazioni di leverage buyout (LBO). Con una LBO, una cordata di investitori pertanto, effettua una scalata



finanziata raccogliendo dei capitali a debito. In particolare, questi investitori emettono un prestito obbligazionario, spesso chiamato *junk bond*, essendo i tassi di default molto elevati. In questo caso, se il *take over*<sup>33</sup> dovesse essere portato a termine, la società si prenderà carico del debito assunto dai nuovi proprietari per acquisirla. Invece, il venture capital è un soggetto che investe in società ad alto potenziale con lo scopo di ottenere un elevato rendimento nel tempo. Il motivo dell'esistenza dei fondi di venture capital deriva dalla logica economica secondo cui degli investitori professionali, hanno una migliore capacità di discernere all'interno del market for lemons<sup>34</sup>. Essi sono degli intermediari ed hanno il medesimo ruolo delle banche. La ragione per cui ha senso la loro contemporanea esistenza, è che la banca si occupa dei settori più maturi e con rendimenti più sicuri, invece i fondi di venture capital investono in

---

<sup>33</sup> La scalata che ha come conseguenza un cambio di controllo.

<sup>34</sup> Tale nome deriva dallo studio del mercato delle auto da parte di George Akerlof nell'articolo "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism". Il problema è che per stabilire il livello di qualità di un'automobile è necessario avere la possibilità di utilizzarla. Pertanto, non essendo possibile conoscere tale livello prima dell'acquisto si profila una situazione in cui il venditore è consapevole della reale qualità dell'automobile, mentre il compratore può solo farne una stima. Usualmente, un'auto nuova è da tutti considerata di qualità superiore rispetto ad una usata, e risulta in questo modo giustificato il sovrapprezzo. Più interessante invece è quando sul mercato ci sono due auto usate, di diverso livello qualitativo in cui solo i venditori conoscono il reale livello di qualità. In questa circostanza, il proprietario dell'auto usata di minore qualità (lemon) propone sul mercato un prezzo di vendita inferiore rispetto al proprietario del mezzo di maggiore qualità. Tuttavia, data l'impossibilità di poter verificare ex-ante la qualità dell'auto, i compratori compreranno l'automobile di minore qualità basando la loro scelta sull'unica variabile a loro disposizione, cioè il prezzo. La conseguenza è che le auto usate migliori rimangono invendute (Akerlof, 1970). La medesima situazione si presenta nel mercato dei finanziamenti in quanto solo il manager conosce le reali prospettive reddituali dell'impresa e dei suoi progetti. Per questa ragione, spesso succede che le imprese con il miglior portafoglio progetti, non riuscendo a convincere il mercato di tale bontà preferiscono ritirare l'offerta, mentre invece le imprese che presentano i progetti peggiori saranno comunque disposte alla vendita anche a fronte di un prezzo più basso.

imprese che offrono meno garanzie (e che nella maggior parte dei casi non riescono ad ottenere dei finanziamenti bancari), muovendosi in settori ad alto rischio, ma che hanno prospettive di crescita e rendimenti di gran lunga più elevati. Tipicamente i fondi di venture capital investono in startup, cioè in imprese molto giovani e con alto contenuto innovativo, secondo un meccanismo di stage financing<sup>35</sup>. Questa tipologia di finanziamento riduce l'esposizione finanziaria del fondo perché ad ogni stage si riduce l'asimmetria informativa con il team di imprenditori. Inoltre, il fondo acquisendo delle quote di proprietà ha la possibilità di monitorare ed indirizzare le decisioni aziendali in consiglio con la minaccia di interrompere il finanziamento. Un'altra caratteristica dei finanziamenti di venture capital, è che al team di imprenditori viene lasciata la partecipazione di maggioranza. Infatti, tipicamente tali fondi non investono solo in una tecnologia innovativa, ma anche e soprattutto nel capitale umano e quindi nel team di imprenditori. Pertanto, lasciare la quota di maggioranza ai soci fondatori, è un metodo per ottenere il loro massimo impegno. Tipiche clausole che vengono inserite nei contratti di finanziamento a favore dei venture capital sono ad esempio:

- *Tag along*: obbliga i soci di maggioranza, ossia il team di imprenditori, che intende vendere ad un terzo la propria partecipazione, a procurare la vendita delle quote partecipative dell'altro socio, il fondo di VC, alle medesime condizioni;
- *Drag Along*: il socio venditore ha diritto di vendere, insieme alla propria partecipazione, anche le azioni dell'altro socio. Quest'ultimo ha comunque diritto alle medesime condizioni

---

<sup>35</sup> Sono tipicamente quattro i round di finanziamento:

1. Seed;
2. R&D;
3. Ship;
4. Expansion.

La caratteristica di questo stage financing è che il capitale investito cresce ad ogni round, mentre contemporaneamente il rischio di impresa decresce.

contrattuali e quindi di prezzo pro quota del socio venditore. Questa clausola è solitamente inserita per aumentare il valore della partecipazione sociale venduta, consentendo al titolare del diritto di drag along di ottenere migliori condizioni nella negoziazione<sup>36</sup>, considerata la possibilità per l'acquirente di acquistare il 100% del capitale e di non avere scomodi soci di minoranza;

- *Liquidation preference*: è l'importo<sup>37</sup> che deve essere pagato al venture capital prima che possano essere effettuate le distribuzioni tra agli azionisti. Essa è dovuta in caso di liquidazione della società, vendita, fusione, consolidamento o qualsiasi altra riorganizzazione che comporti il cambio di controllo della startup;
- *Diritto di veto*: tipicamente su alcuni temi aziendali non di ambito operativo, quali lo schema di compensi o le decisioni di aumento di capitale o relativamente alla leva finanziaria;
- *Non concorrenza*: essendo il valore della società non tanto riferibile alla tecnologia, ma piuttosto alle capacità imprenditoriali del team, ad ogni componente viene impedito di uscire dalla società ed aprirne un'altra nel medesimo settore o affine.

Riassumendo, il vantaggio è che i fondi di private equity si prendono carico del rischio di impresa, ma comportano una diluizione delle quote proprietarie e talvolta anche la perdita del controllo. (Del Colle, et al., 2009) (Metrick & Ayakp, 2010) (Fava, 2020) (Cantamessa & Montagna, 2016).

## **2.2 Panoramica sull'adozione delle fonti di finanziamento**

Generalmente un'impresa investe nei suo progetti primariamente facendo ricorso al finanziamento interno<sup>38</sup>. Il finanziamento esterno è invece composto dall'equity e dal debito che sono stati approfonditi nei paragrafi

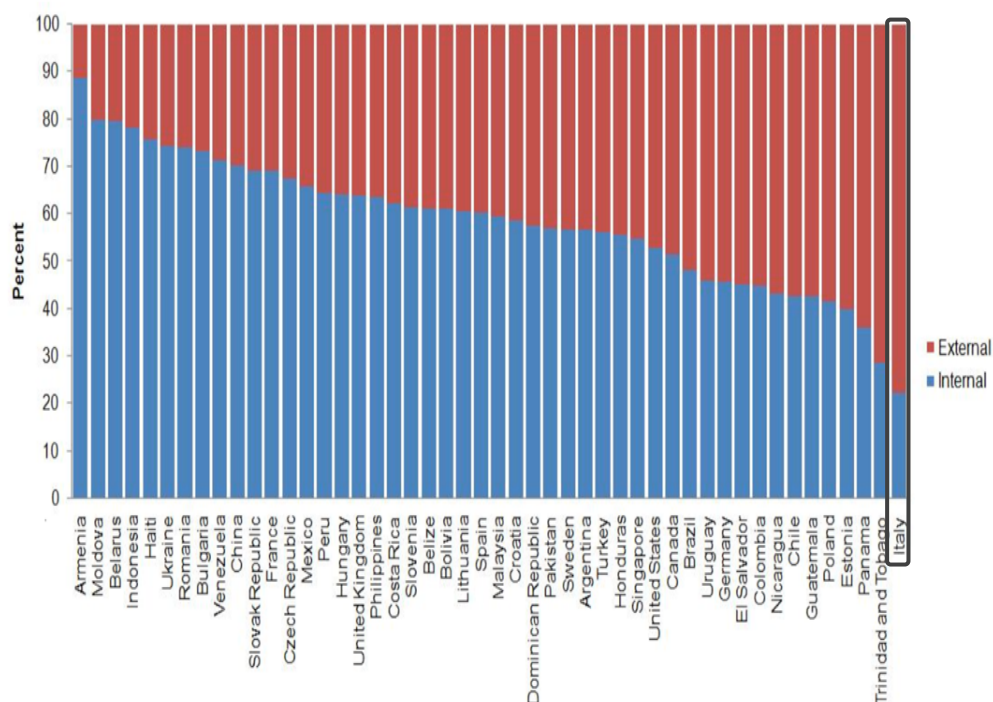
---

<sup>36</sup> Ottenendo il pagamento del premio di controllo.

<sup>37</sup> Tipicamente tale importo è pari a due volte il valore che il VC detiene della società.

<sup>38</sup> *Finanziamento interno = reddito netto + ammortamenti - dividendi.*

2.1.1 e 2.1.2. Dallo studio della letteratura si evidenziano delle differenze relativamente alle fonti utilizzate per finanziare gli investimenti nei vari Paesi del mondo. Secondo alcuni studi (Zingales & Rajan, 1998), c'è una correlazione diretta tra la capacità di accedere al finanziamento esterno e il sistema legale e finanziario. Dai risultati dello studio di Beck e DeMirgüç-Kunt visibili in Figura 4 si vede come i Paesi Common Law<sup>39</sup>,



**Figura 4: Media delle modalità di finanziamento delle imprese a livello globale (Beck, et al., 2008).**

<sup>39</sup> Sono i Paesi in cui il diritto ha un'ispirazione britannica. Il vantaggio principale rispetto al diritto civile, che prende origine dal diritto romano e viene utilizzato come riferimento da gran parte dei Paesi europei, è la maggior flessibilità e quindi capacità di adeguarsi alle correnti pratiche commerciali. Questo succede perché nel diritto comune, non c'è un codice a cui bisogna attenersi, ma la giurisprudenza si evolve in base alla sentenza delle corti, le quali si adattano più rapidamente ai cambiamenti sociali. Invece, nei Paesi in cui c'è il codice, affinché ci sia una modifica dello stesso, la consuetudine deve essere già ampiamente radicata. Un ultimo filone è il Religious Law, in cui i principi propri della religione hanno un impatto sulla realtà economica. Ad esempio il divieto della legge islamica all'applicazione di interessi sulle transazioni economiche, impedisce l'utilizzo del canale dei prestiti.

quali il Regno Unito e gli Stati Uniti, ma anche la Germania fanno un uso significativo del finanziamento interno. Lo stesso vale per le aziende aventi sede in Paesi in via di sviluppo o con un sistema legale molto debole come l'Armenia, in cui l'influenza sugli investimenti del reddito operativo è circa pari al 90%. Di particolare interesse il dato riguardante l'Italia, la quale emerge come la nazione che ricorre in maggior misura al finanziamento esterno, per il 77,91%. L'informazione fornita dalla Figura 4 può tuttavia essere fuorviante, in quanto non considerando quali tipologie di finanziamento esterno vengono utilizzate, potrebbe indurre erroneamente a pensare che due Paesi hanno un sistema finanziario simile, quando in realtà non è così. Un fattore fondamentale che bisogna considerare quando si analizza l'accesso al credito è dato dalla dimensione dell'impresa. E' infatti noto a diversi policy-maker l'inadeguatezza del sistema finanziario nei confronti delle PMI. Sempre secondo lo studio di Beck e DeMirgüç-Kunt, depurando da variabili esterne quali ad esempio il sistema istituzionale vigente, le piccole imprese finanziano la loro crescita usufruendo proporzionalmente in misura minore del finanziamento esterno rispetto alle grandi imprese<sup>40</sup>. Nello specifico, le PMI utilizzano in minor misura il finanziamento bancario, in quanto gli stessi istituti di credito impongono maggiori vincoli riguardo la loro esposizione debitoria rispetto alle grandi imprese. Per questa ragione, queste sono portate a ricorrere a fonti esterne alternative quali ad esempio i crediti verso fornitori, i prestiti presso banche di sviluppo ed il finanziamento pubblico. Tuttavia, si rileva che tali fonti vengono utilizzate per finanziare solo il 2% degli investimenti. Secondo la teoria queste fonti di finanziamento dette "informali", vengono maggiormente adoperate nei Paesi in cui il sistema legale è più debole, ossia in quei Paesi in cui le

---

<sup>40</sup> Secondo questo studio sono considerate piccole imprese quelle con meno di 50 dipendenti, le medie imprese sono quelle che hanno tra 50 e 100 dipendenti, e le grandi imprese invece quelle con oltre 100 dipendenti.

forme di tutela dell'azionariato sono meno efficienti (Beck, et al., 2008) (Hillier, et al., 2018).

## 2.3 Struttura del capitale e tipologia di debito

Lo scopo di questo paragrafo è quello di fotografare come le imprese dei diversi Paesi del mondo scelgono la loro struttura del capitale, la tipologia di debito (a breve o lunga scadenza) e i motivi che inducono a tali decisioni. In uno studio, J.P.H Fan, S. Titman e G. Twite hanno verificato sperimentalmente le differenze su queste tematiche, per un campione di 36.767 imprese dislocate in 39 Paesi, tra sviluppati ed in via di sviluppo, su un arco temporale di 16 anni. Relativamente alla leva finanziaria, i risultati ottenuti sono visibili in Figura 5. E' possibile notare come i Paesi in via di sviluppo si posizionino alle due estremità del grafico, ovvero riportano i valori più elevati e più bassi di leva finanziaria. Nonostante tale evidenza, si riesce comunque ad intravedere la tendenza secondo cui i Paesi con economie più sviluppate presentino dei valori di leva finanziaria mediamente più bassa. Ciò viene supportato anche dai dati per cui il valore mediano di leva finanziaria per i Paesi in via di sviluppo è di 0,26, mentre

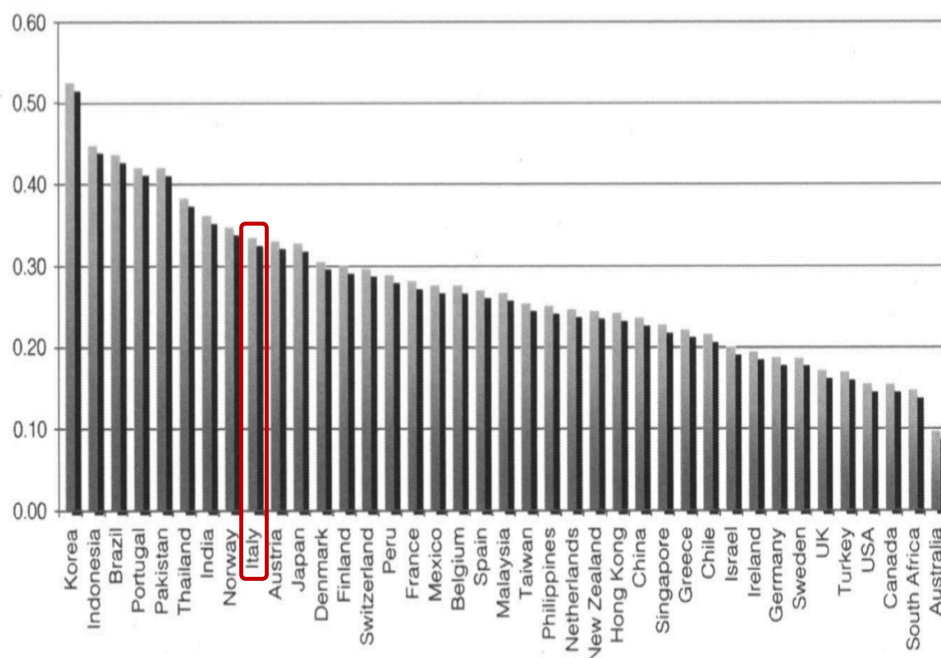
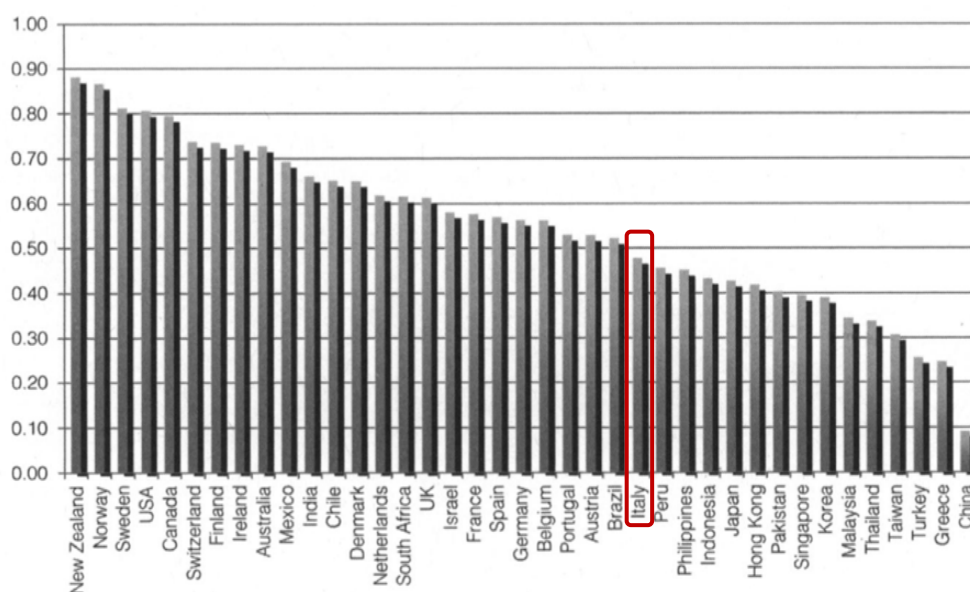


Figura 5: Valore medio della leva finanziaria per i diversi Paesi, rilevato nell'indagine di J.P.H Fan, S. Titman e G. Twite (Fan, et al., 2012).

invece è pari a 0,20 per i Paesi più sviluppati. Riguardo la debt maturity, è stato calcolato ed inseguito messo su grafico in Figura 6 il debt maturity ratio<sup>41</sup>, per ogni Paese. Dall'osservazione del grafico si può desumere che per le economie in via di sviluppo l'indicatore sia nettamente inferiore. Non a caso risulta che il valore mediano per i Paesi più sviluppati sia pari a 0,61, mentre per quelli in via di sviluppo sia 0,36. Per approfondire le motivazioni che spiegano tale situazione, nel dettaglio sono state misurate le strutture di capitale del campione in funzione di tre macro-variabili:

- Politiche fiscali;
- Regolamentazione finanziaria;
- Regolamentazione giuridica.

Il primo risultato ottenuto, è che esiste una correlazione diretta tra struttura di capitale e tipologia di debito con il sistema legale e fiscale di appartenenza, ed al grado di corruzione. J.P.H Fan, S. Titman e G. Twite,



**Figura 6: Debt maturity ratio per i diversi Paesi secondo l'indagine di , J.P.H Fan, S. Titman e G. Twite (Fan, et al., 2012)**

<sup>41</sup> Debt Maturity Ratio è definito come il rapporto tra il debito di lungo periodo e il debito totale (a valore di libro).

nella loro analisi econometrica dimostrano che il Paese di appartenenza è un fattore perfino più influente del settore industriale nella scelta della leva finanziaria e del tipo di debito assunto. Coerentemente con la teoria di Modigliani e Miller, nei Paesi in cui si ha un elevato sgravio fiscale a seguito dell'utilizzo del debito (con un elevato tax shield), si ha un impiego molto elevato dello stesso. Tuttavia, ciò che sorprende è che l'effetto fiscale non risulta essere determinante come gli altri fattori nella scelta della struttura di capitale delle imprese. Inoltre, gli studiosi hanno ottenuto che nei Paesi in cui il sistema giuridico è più debole, ovvero in cui l'enforcement<sup>42</sup> è molto basso e nello stesso tempo c'è un alto grado di corruzione, la leva finanziaria è piuttosto alta e la tipologia di debito più diffusa è quella a breve scadenza. Invece, i Paesi in cui i codici di fallimento sono ben redatti e con un buon livello di sicurezza sui depositi, sono caratterizzati da un più elevato rapporto di leva e da scelte sul debito più orientate a lungo termine. Un'ulteriore peculiarità è che i Paesi contraddistinti da un minor rapporto di leva, sono quelli in cui il mercato dei titoli di Stato è più espanso. Le società di tali Paesi spiccano anche per un uso massivo di debito a lunga scadenza. Il medesimo comportamento si riscontra anche per i Paesi common law. Per quanto concerne la scelta della scadenza del debito, bisogna sottolineare che una variabile fondamentale che influenza le decisioni è l'inflazione. Infatti, nei contratti di debito sono sovente presenti delle clausole legate all'inflazione. Pertanto, un maggior grado di incertezza sull'inflazione, genera un maggiore impedimento nell'accesso al debito di lunga durata a causa della avversione alla concessione da parte dei creditori. Questo studio spiega che l'ambiente istituzionale in cui un'impresa opera, influenza la struttura di capitale e le modalità di finanziamento degli investimenti (Hillier, et al., 2018). Inoltre, anche se non verrà di seguito approfondito nella tesi, si evince che i comportamenti e le scelte delle istituzioni hanno un ruolo

---

<sup>42</sup> Capacità di uno Stato di far rispettare leggi, regole, norme e standard.



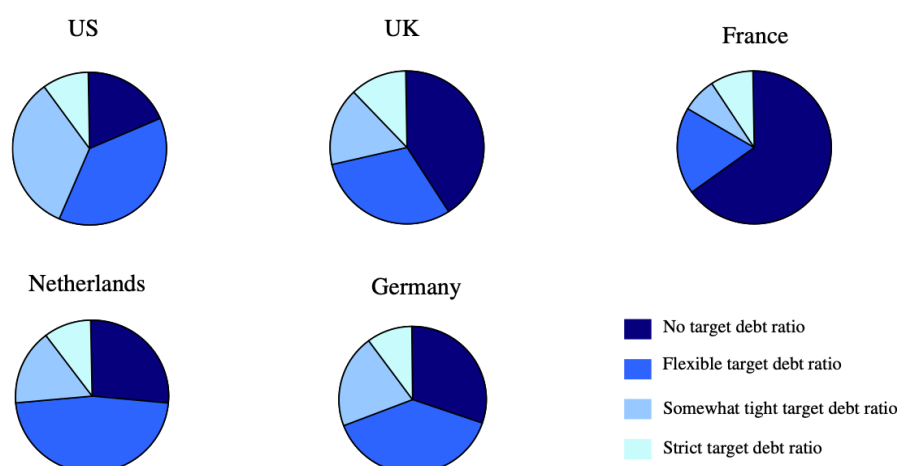
determinante nella crescita economica e sugli investimenti delle imprese private di un Paese (Hillier, et al., 2018) (Fan, et al., 2012).

### **2.3.1 Riflessioni sulla leva finanziaria in base ai risultati empirici**

Sebbene esistano diverse teorie alcune delle quali verranno di seguito approfondite, dalla pecking order a quella del market timing, non esiste un modello che riesca ad individuare l'ideale valore di leva finanziaria per ogni impresa, ma piuttosto ognuno di questi offre solo delle linee guida. In base a quanto si vede in Figura 5, oltre alle differenze tra i diversi Paesi, si nota che il rapporto di indebitamento è molto più basso di quanto ci si aspetterebbe in base alla teoria che suggerisce di utilizzare il debito sia per sfruttarne l'effetto fiscale, sia più economico dell'equity. Ciò è inoltre comprovato dalla presenza di alcune società totalmente unlevered come si ricava da uno studio di Strebulaev e Yang effettuato nel 2013, che evidenzia come circa 1/10 delle imprese americane non hanno usufruito di alcuna tipologia di debito. La particolarità è che queste imprese nonostante non fruiscono del beneficio legato agli scudi fiscali, hanno un ottimo rendimento operativo ed erogano cospicui dividendi ai loro azionisti. Inoltre, si rileva da uno studio di Agrawal e Nagarajan, che le imprese con un CEO con una quota elevata di proprietà, sono più avverse a richiedere del capitale in prestito e contemporaneamente sono meno propense alla diversificazione finanziaria. Un'ulteriore riflessione deriva dallo studio del 2006 di Brounen, De Jong e Koedijk su un campione di 313 CFO<sup>43</sup> dislocati in Francia, Olanda, Germania ed Inghilterra in cui viene mostrata che non esiste una teoria universale unanimemente perseguita nella scelta della struttura del capitale. La conferma deriva dai risultati del sondaggio

---

<sup>43</sup> CFO - *Chief Financial Officer*: in italiano comunemente noto come Direttore finanziario, è una figura tra le più importanti nel top management di una società, e si occupa di formulare strategie finanziarie e gestire le risorse.



**Figura 7: Risultato sondaggio su un campione di 313 CFO a cui viene richiesto il livello di rigidità adottato nelle decisioni relative alla struttura di capitale (Brounen, et al., 2006).**

visibili in Figura 7, in cui si osserva come alcuni dirigenti in base al filone ideologico a cui sono più affini ed alla tipologia di impresa che controllano, sono più o meno indirizzati verso un livello di leva finanziaria target (Brounen, et al., 2006). Un ultimo spunto viene fornito dallo studio di Roll e De Angelo del 2015, i quali non solo mostrano che raramente le imprese mantengono una leva finanziaria sopra 0,5, ma notano soprattutto che le imprese saltuariamente conservano lo stesso rapporto di indebitamento per lunghi archi temporali. Infatti, nel campione oggetto della loro analisi, costituito da 15.096 aziende nel periodo 1950-2008, il 69,5% delle imprese nell'arco di soli 20 anni appare in almeno tre dei quattro quartili per la variabile leva finanziaria. I due studiosi ipotizzano l'esistenza di leve target specifiche per ogni settore, ma per limitati cicli temporali. Il limite è che non sono stati in grado di identificare tali periodi attraverso l'analisi empirica (DeAngelo & Roll, 2015) (Hillier, et al., 2018).

## **2.4 Conseguenze di appartenere ad un sistema market-based o bank-based**

I sistemi finanziari possono essere più o meno bank-based a seconda che le imprese si rivolgano prevalentemente agli istituti di credito o al mercato (azionario e/o obbligazionario) per richiedere un finanziamento. I sistemi ed i modus-operandi di un Paese sono difficili da scardinare, in quanto si

tratta di comportamenti che le imprese adottano per storia, tradizione e mentalità. L'importanza di tale tema è l'influenza che questo ha sul comportamento e le scelte di investimento delle imprese. In un sistema bank-based, ovviamente, vengono premiati per natura del creditore (le banche), solo le imprese orientate ad investimenti con un basso livello di rischio. Pertanto, in un Paese strettamente legato agli istituti bancari, la specializzazione produttiva non risulta essere particolarmente innovativa. Il risvolto negativo, è che con tale concezione, le attività di ricerca e con maggior contenuto innovativo, che sono anche le più rischiose, non vengono incentivate. Infatti, per ottenere finanziamenti indirizzati ad investimenti più rischiosi e più innovativi, è più adatto un sistema market based, in cui i mercati finanziari svolgono il ruolo di intermediario principale. Questo perché, se ad esempio si considera il mercato obbligazionario, gli obbligazionisti richiedono un rendimento più elevato, ma sono tuttavia disposti a farsi carico di un maggiore rischio. Si deduce che la tipologia di sistema finanziario di un Paese ha delle ripercussioni sulla composizione e specializzazione delle imprese, ma anche sulla tipologia di occupazione. Infatti, in un sistema market-based, sono richieste delle figure più tecniche ed innovative rispetto ad un sistema bank-based. In Germania ad esempio, c'è un radicato sistema bank-based, in cui le banche sono addirittura presenti nei consigli di amministrazione e quindi hanno un forte potere decisionale e di controllo. Tale situazione però, ha comportato uno sviluppo limitato del mercato azionario ed una maggiore propensione delle imprese a finanziare determinati tipi di investimenti (a basso rischio). Nell'ottica delle performance, dallo studio della letteratura si evince che qualora fosse necessario uno sviluppo economico in ambienti istituzionali deboli, il sistema bank-based è il più adeguato, mentre un sistema basato sul mercato, spingendo maggiormente sull'innovazione è il più idoneo in un'ottica di lungo periodo (Levine, 2002). Tuttavia, tale affermazione non può considerarsi valida in assoluto in quanto altre fonti sostengono esattamente l'opposto, ovvero che usando il mercato come fonte di finanziamento principale, si ha una forte focalizzazione sull'impatto immediato degli investimenti, e quindi sul prezzo delle azioni (Hillier, et al., 2018). Lo studio che per primo però ha evidenziato la rilevanza di questo tema, è stato realizzato da Dermigunc-

Kunt e Levine. Fino alla loro pubblicazione, le analisi su questo argomento venivano effettuate limitatamente ai confini nazionali, o al massimo circoscritte a pochi Paesi. Come sottolineato dai due studiosi però, se si delimitasse l'analisi a nazioni bank-based come la Germania, il Giappone ed ai Paesi di origine anglosassone come market-based, non si avrebbe nessun riscontro riguardo l'importanza dell'ambiente finanziario, avendo questi simili tassi di crescita economica. E' necessario quindi ampliare e comprendere nell'analisi un numero considerevole di Paesi per poter riconoscere dei legami con le performance del sistema economico. In particolare Dermigunc-Kunt e Levine hanno raccolto i dati su 150 Paesi. Dopo aver individuato quali sono le nazioni con un sistema bank-based e market-based, utilizzando come indicatore il rapporto tra depositi bancari e capitalizzazione di mercato come visibile in Tabella 3, hanno ottenuto i seguenti risultati:

- Banche e mercati azionari sono di maggiori dimensioni ma anche più efficienti nei Paesi più ricchi;
- I Paesi con un livello di PIL più elevato sono caratterizzati da un mercato azionario più attivo ed efficiente rispetto al sistema bancario. Il trend pertanto, consiste in una progressiva imposizione del mercato rispetto agli istituti di credito al crescere del sistema Paese;
- Nei Paesi tradizionalmente common law, caratterizzati pertanto da una buona protezione nei confronti degli azionisti, eccellenti norme contabili e basso grado di corruzione, le imprese hanno una maggiore propensione ad utilizzare il mercato come fonte primaria di finanziamento;
- I Paesi civil law di origine francese, contraddistinti da una scarsa capacità di tutelare i diritti di creditori ed azionisti, difficoltà di enforcement, alto livello di corruzione e inflazione, normativa contabile inadeguata, sono caratterizzati da sistemi finanziari inferiori della media;
- Nell'ottica della maturity del debito, tema trattato nel paragrafo 2.3 si rileva che qualora un Paese abbia un sistema finanziario bancocentrico, le imprese propendono per un indebitamento a breve scadenza.

Country Name	GDP per capita	Domestic assets of deposit money banks / GDP	Market capitalization / GDP	Domestic assets of deposit money banks / Market capitalization
South Africa	2379.26	0.66	1.66	0.40
Malaysia	2629.22	0.82	2.01	0.41
Chile	2725.16	0.46	0.84	0.55
Jamaica	1711.34	0.28	0.42	0.67
Singapore	11152.47	0.95	1.37	0.70
Philippines	734.06	0.37	0.52	0.71
Mexico	2951.55	0.24	0.32	0.76
Hong Kong	10537.98	1.49	1.96	0.76
Sweden	18981.50	0.54	0.62	0.86
United States	19413.52	0.73	0.80	0.91
Zimbabwe	803.59	0.21	0.23	0.95
Peru	1292.36	0.12	0.11	1.01
Great Britain	11794.31	1.16	1.13	1.03
Australia	14313.95	0.77	0.71	1.08
Jordan	1288.78	0.71	0.65	1.10
Canada	17284.79	0.66	0.59	1.12
Venezuela	3166.58	0.15	0.12	1.21
India	385.43	0.34	0.28	1.24
Colombia	1432.39	0.18	0.13	1.34
Turkey	2258.77	0.19	0.14	1.35
Ireland	9014.40	0.36	0.26	1.36
Denmark	17022.55	0.48	0.34	1.40
Thailand	1502.88	0.82	0.57	1.44
Korea	3908.74	0.55	0.37	1.48
Netherlands	13954.71	1.12	0.69	1.63
Japan	15705.68	1.31	0.79	1.66
Ecuador	1322.40	0.17	0.10	1.68
Sri Lanka	537.67	0.27	0.16	1.69
Brazil	2346.36	0.32	0.19	1.70
New Zealand	9492.46	0.85	0.49	1.73
Kenya	440.62	0.29	0.16	1.80
Switzerland	19529.79	1.77	0.98	1.80
Nigeria	550.95	0.11	0.06	1.88
Argentina	4039.12	0.21	0.11	1.90
Mauritius	2124.69	0.54	0.27	2.04
Pakistan	435.90	0.36	0.16	2.17
Barbados	4777.04	0.52	0.21	2.44
Costa Rica	1866.60	0.17	0.07	2.51
Indonesia	609.76	0.49	0.18	2.67
Norway	20134.81	0.69	0.26	2.69
Finland	15892.44	0.80	0.29	2.71
Israel	9259.58	0.92	0.33	2.76
Greece	6551.64	0.41	0.15	2.78
Trinidad and Tobago	3684.84	0.37	0.12	2.95
France	15232.41	1.02	0.33	3.11
Spain	7286.25	0.96	0.30	3.20
Belgium	14481.78	1.18	0.36	3.31
Cyprus	6588.45	0.81	0.22	3.73
Nepal	199.61	0.22	0.05	4.30
Italy	11504.72	0.74	0.17	4.45
Iceland	18939.92	0.49	0.11	4.50
Germany	16573.02	1.21	0.24	5.01
Honduras	751.32	0.25	0.05	5.22
Iran	2397.40	0.22	0.04	5.24
Tunisia	1534.16	0.55	0.10	5.79
Portugal	4822.10	0.79	0.13	5.84
Egypt	1042.35	0.63	0.10	6.10
Panama	1950.45	0.58	0.09	6.74
Bangladesh	194.31	0.31	0.04	7.76
Austria	13177.30	1.26	0.12	10.24

**Tabella 3: Sistemi finanziari bank-based e market-based in base allo studio di Dermiguc-Kunt e Levine (Levine, 2002)**

## 2.5 I Costi di un'IPO

Esaminato a livello globale come le imprese scelgono la struttura del capitale, le fonti di finanziamento e la tipologia di debito, si procederà approfondendo i benefici ed i costi di un'IPO.

### 2.5.1 Costi diretti di un'IPO

I costi diretti di un'IPO sono legati all'iter procedurale descritto nel Capitolo 1, dalle fasi preliminari alla quotazione stessa. In particolare, sono richieste delle figure di consulenza che devono essere opportunamente remunerate e ci sono dei costi di sottoscrizione e quotazione. La differenza rispetto all'accesso al debito, è che il finanziamento tramite equity produce dei costi diretti che vengono sostenuti istantaneamente, ma non vengono contratti e diluiti nel tempo. Chiaramente non è possibile offrire dei dati assoluti relativamente al valore monetario di tali costi, in quanto sono funzione del mercato a cui si vuole accedere, alla dimensione dell'offerta e dell'emittente, al settore di competenza ed ai consulenti scelti. E' possibile tuttavia classificarli in tre macro-categorie:

- **Costi fissi:** legati al team di consulenti assunti per la gestione del processo di quotazione in borsa;
- **Costi variabili:** sono dei costi di commissione funzione del capitale che viene raccolto, in seguito al collocamento delle azioni;
- **Costi di Borsa:** dipendono dalla specifica borsa a cui si richiede la quotazione.

Secondo un rapporto del 2017 della società di consulenza PwC, su un campione di 315 IPO americane avvenute nell'arco temporale tra il 2015 ed il 2017, è possibile segmentare ulteriormente i costi in due categorie:

- *Cost of go public:* costi da sostenere per effettuare la quotazione in borsa;
- *Cost of being public:* sono i costi necessari per rendere l'azienda adatta ad operare nel mercato di borsa. Sono inclusi i costi per apportare delle modifiche di Corporate Governance, su aspetti legali, fiscali, finanziari, e sui metodi di comunicazione con investitori, clienti e fornitori. A differenza dei costi di go public, tali costi sovente si trascinano post-IPO.

I costi di go public, sono a loro volta suddivisibili in costi organizzativi e costi di offerta dell'IPO. I primi sono dovuti agli sforzi di riconversione organizzativa, legale e fiscale pre-IPO. I secondi invece, sono direttamente legati all'IPO, e quindi alla dimensione e tipologia degli strumenti finanziari che vengono emessi. Comprendono i costi legati alle spese legali, alla contabilità, lo sconto attuato all'underwriter, le commissioni da pagare alla borsa ed i costi legati ad i roadshow. Come prevedibile, secondo quanto raccolto da PwC, esiste una correlazione positiva tra l'entità di questi costi e la dimensione dell'offerta e della società emittente come visibile in Tabella 4 e Tabella 5. Uno dei principali fattori che influenza i costi di go public sono il settore industriale a cui l'emittente è affiliato. Infatti, secondo questa indagine le aziende fornitrici di servizi finanziari e pubblici, energia e prodotti industriali sono quelle costrette a sostenere i costi di IPO mediamente più elevati. In questi settori si tende ad avere delle organizzazioni molto complesse e multi-centriche e quindi risulta più costoso essere preparati a lanciare un'IPO. In particolare, per i

**Tabella 4: Costo medio di un'IPO e per ogni categoria di costo, per range di capitale raccolto per un campione di 315 IPO nel triennio 2015-2017 secondo il report di PwC (PwC, 2017).**

<i><b>Categoria di costo</b></i>	<i><b>\$25M to \$100 M</b></i>	<i><b>\$100M to \$250 M</b></i>	<i><b>\$250M to \$500 M</b></i>	<i><b>\$500M to \$1 BN</b></i>	<i><b>Oltre \$1 BN</b></i>
<i>Accounting</i>	0,8	1,1	1,7	1,4	2,4
<i>Legal</i>	1,4	2	2,6	3,1	3
<i>Printing</i>	0,3	0,4	0,6	0,6	0,7
<i>Other*</i>	0,5	0,7	1,7	1	2,7
<i>Underwriting</i>	4,3	10,3	20,5	35,6	61,4
<i><b>Costo totale medio IPO</b></i>	<b>7,3</b>	<b>14,4</b>	<b>27</b>	<b>41,4</b>	<b>70,3</b>

**Tabella 5: Costo medio di un'IPO e per ogni categoria di costo, per range di fatturato per un campione di 315 IPO nel triennio 2015-2017 secondo il report di Pwc (PwC, 2017).**

<i>Categoria di costo</i>	<i>Meno di \$100 M</i>	<i>\$100M to \$250 M</i>	<i>\$250M to \$500 M</i>	<i>\$500M to \$1 BN</i>	<i>Oltre \$1 BN</i>
<i>Accounting</i>	0,8	1,2	1,3	1,8	1,9
<i>Legal</i>	1,5	1,9	2	3	3
<i>Printing</i>	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6
<i>Other*</i>	0,5	0,8	0,9	1,2	1,6
<i>Underwriting</i>	6,9	10,4	17,4	20,2	27,5
<b><i>Costo totale medio IPO</i></b>	<b>10,1</b>	<b>14,6</b>	<b>22,1</b>	<b>26,5</b>	<b>34,3</b>

servizi pubblici e dell'energia sono necessari dei costi più elevati di consulenza per quanto concerne la due diligence legale. Le aziende farmaceutiche invece ad esempio, sebbene debbano sostenere degli ingenti costi di consulenza legale dovuti alla necessità di verificare la conformità a determinate e rigide norme, in seguito alla loro struttura organizzativa piuttosto piccola e semplice rispetto ad altri settori industriali, per il medesimo livello di ricavi e dimensione del capitale emesso, subiscono dei costi per l'IPO mediamente inferiori. Nonostante tali evidenze, il legame tra industry dell'emittente e i costi di go public risulta essere piuttosto debole. Infatti, la componente di costo principale è legata alla figura dell'underwriter. I costi di underwriting comprendono le commissioni da pagare alle banche di investimento che sottoscrivono le azioni oggetto di emissione, e che quindi offrono un supporto nel processo di quotazione. Da un punto di vista quantitativo, i costi di underwriting solitamente corrispondono ad una percentuale tra il 4% ed il 7% della raccolta finale. Talvolta in aggiunta, gli underwriter ottengono dei profitti dalla differenza tra il prezzo di collocamento e il prezzo di chiusura della prima giornata. Complessivamente, a titolo informativo si riporta che la



portata dei costi connessi ad un'IPO per l'83% del campione studiato da PwC supera il milione di dollari (PwC, 2017).

## 2.5.2 Teoria di Jensen e Meckling

La decisione sulla struttura finanziaria riguarda tutte le imprese di ogni ordine e grado. Il problema è comprendere come finanziare gli investimenti ed approcciare al mercato di borsa. Fin dalla propria fondazione, un'impresa è limitata da un vincolo finanziario che obbliga l'imprenditore a richiedere dei capitali all'esterno. In particolare, in questa tesi si pone l'attenzione sulle conseguenze della quotazione in borsa e dell'entrata di nuovi soci. La struttura proprietaria è descrivibile come la composizione dell'equity, ovvero nel modo in cui le azioni sono distribuite tra i vari azionisti. E' possibile individuare due tipologie di strutture:

- **Struttura diffusa:** caratterizzata dall'avere un elevato numero di azionisti, ciascuno con poche azioni;
- **Struttura concentrata:** contraddistinta dall'avere un'azionista o un numero limitato di azionisti, che possiedono il controllo della società, mentre la quota residuale rimane suddivisa tra un elevato numero di azionisti con poco potere.

### 2.5.2.1 Il modello

Tutte le imprese nascono come piccole imprese e per crescere necessitano di capitali che spesso le banche non sono disposte a fornire. Quindi, l'imprenditore che vuole finanziare un progetto di crescita per incrementare considerevolmente il valore dell'impresa, è obbligato a favorire l'ingresso di nuovi soci nella sua impresa. La conseguenza che ne scaturisce e l'aspetto che si vuole sottolineare riguarda il rapporto che si instaura tra vecchi azionisti, o comunque il socio fondatore, e gli investitori. Quest'ultimi ovviamente sono interessati ad ottenere un certo rendimento dal capitale investito, quindi ai dividendi, ma anche ad avere una certa influenza in consiglio sulle decisioni strategiche in ottica futura. In teoria, tutti gli azionisti, da quello di maggioranza fino a colui che possiede anche una singola azione, hanno gli stessi diritti, chiaramente in proporzione alla quota detenuta. La realtà è però diversa in quanto esiste una forte asimmetria informativa tra l'imprenditore-manager e gli

azionisti portatori di capitale. Questo determina i cosiddetti *problemi di agenzia dell'equity*. La finalità dello studio di Jensen e Meckling è stata quello di determinare la struttura proprietaria ottima, che permette di massimizzare il valore dell'impresa. Per motivare le loro conclusioni, ripercorrono le dinamiche nella story line di una società a partire dalla sua fondazione. Inizialmente si ha un imprenditore (non ancora un manager) che ha un progetto di crescita, ed è pertanto neutrale al rischio e compie le sue scelte per massimizzare la sua utilità. La sua utilità è formata dalla somma dei benefici monetari<sup>44</sup> e non monetari<sup>45</sup>. Il punto di ottimo si raggiunge quando l'utilità marginale di una unità in più di moneta, è pari all'utilità marginale dovuta alla spesa della stessa moneta per un beneficio non monetario. Le spese per benefici non monetari sono importanti in quanto rappresentano uno dei principali fattori che concorre nella formazione dell'immagine societaria sul mercato, e quindi generando delle aspettative sugli investitori influenza le loro decisioni di investimento. Chiaramente l'azionista che detiene il controllo, in ogni momento della story-line, decide il suo mix preferito di benefici massimizzando la sua utilità senza considerare se ciò determina una riduzione del valore dell'impresa. Risulta di particolare interesse esaminare come cambiano gli incentivi, ed il mix preferito in una fase di transizione, nello specifico dopo il lancio di un'IPO. E' necessario sottolineare che i benefici non monetari, pur non trattandosi strettamente di liquido, hanno un costo e quindi pesano sul profitto dell'impresa. In tal modo si genera un vero e proprio trade-off, perché tanta più cassa viene utilizzata per estrarre benefici privati, tanto meno risorse possono essere impiegate per finanziare progetti di crescita. Nel caso di società non quotate, tipicamente imprese giovani ed in crescita, tutti i costi per poter

---

<sup>44</sup> I benefici monetari dipendono dal reddito residuo dell'impresa.

<sup>45</sup> I benefici non monetari sono i benefici che derivano da essere controllore e gestore dell'impresa. I benefici non monetari derivano dalla spinta psicologica dell'imprenditore ad ottenere potere, fama e prestigio e che soltanto in maniera indiretta sono collegati al beneficio finanziario. Tra questi sono anche incluse le spese di rappresentanza

usufruire dei benefici non monetari sono a carico dell'imprenditore e quindi al netto delle agevolazioni fiscali, si determina una riduzione del profitto e quindi dei suoi benefici monetari. È evidente, che ciascun soggetto, ha una visione diversa di quello che è il mix ideale, per fattori che vanno dal business di appartenenza alle tendenze personali. Per questa ragione, ci sono imprenditori che utilizzano una quota di capitale molto elevata per spese legate ai benefici non monetari, ed altri che vi spendono il minimo necessario non ritenendoli indispensabili. Anche se alcune operazioni potrebbero essere opinabili, sono tuttavia fiscalmente legali, specie se l'imprenditore in questione è proprietario al 100% dell'impresa. In caso di IPO l'imprenditore subirà una diluizione della sua quota di X%, che corrisponderà alla quota acquisita dagli investitori e nuovi azionisti, che diverranno in questo modo il cosiddetto outside equity<sup>46</sup>. E' poco frequente che venga venduta una quota elevata di capitale soprattutto quando viene fatto riferimento al capitale di borsa per la prima volta. Pertanto, generalmente post-IPO, si profila una struttura proprietaria concentrata, in cui l'imprenditore detiene la quota di maggioranza, di norma assoluta<sup>47</sup>. Quest'ultimo si deve quindi relazionare con gli investitori, che rappresentano la sua fonte principale di finanziamento, ma tuttavia hanno un limitato potere decisionale, gestionale, e di nomina e revoca del CEO. Questo è ovviamente una conseguenza dei diritti correlati alla quota proprietaria posseduta. Come già anticipato nel corso della tesi, questa è la situazione in cui si trovano la maggior parte delle imprese in Italia ed è la conseguenza dei limiti del mercato di borsa domestico. Entrando nel dettaglio delle conseguenze sul mix di benefici ideale, bisogna evidenziare che l'imprenditore vendendo quota parte della proprietà, in proporzione ne perde i diritti al dividendo correlati. Pertanto, l'imprenditore dal punto di vista monetario, a parità di sforzo ,incasserà,

---

<sup>46</sup> Sono gli azionisti esterni, che quindi non hanno il controllo dell'impresa e la conoscenza dell'informazione.

<sup>47</sup> Si viene definiti possessori della maggioranza assoluta quando si detiene una quota proprietaria pari o superiore al 51%.

anziché il 100% del reddito aziendale, la quota parte di proprietà che ha conservato, ovvero  $(100-X)\%$ . Questo genera un problema principale-agente<sup>48</sup>, in cui l'insider<sup>49</sup> nonostante sia il gestore dell'impresa, ha un ruolo di agente nei confronti dell'outside equity che rappresentano il principale. Supponendo che continui a mantenere il controllo dell'impresa, l'imprenditore si troverà nella situazione di godere del 100% dei privilegi legati ai benefici non monetari, ma si prenderà tuttavia carico solo di quota parte del costo, il cui residuo viene pagato dagli outsider. E' facile intuire che l'insider sarà propenso a modificare il suo mix ideale di benefici monetari e non monetari in favore di quest'ultimi. La conseguenza del maggior incentivo dell'imprenditore all'utilizzo delle risorse a scopo privato, determina la riduzione del profitto generato dall'impresa e di conseguenza il calo del suo valore. L'esistenza di tale meccanismo implica la cosiddetta inefficienza ex-post che si riflette con un problema di rischio morale o di azione nascosta<sup>50</sup>. Si tratta di inefficienza in quanto tali comportamenti generano dei conflitti che determinano un vantaggio per l'insider ma uno svantaggio per l'outsider. Il concetto da sottolineare riguarda il timing, in quanto è difficile per l'imprenditore garantire agli investitori che non effettuerà tali operazioni

---

<sup>48</sup> La teoria principale-agente vede l'impresa non come un unico soggetto, ma come un insieme di soggetti ognuno con i propri obiettivi. Le due figure più importanti sono il principale ed il manager che viene assunto dal principale affinché svolga determinati task e lo rappresenti nei suoi interessi. Il problema deriva dalla divergenza di obiettivi tra le due figure (neutralità al rischio del principale ed avversione al rischio del manager) e dalla impossibilità del principale di osservare in che modo il manager compie i task assegnati. In questo caso, la soluzione è quella del contratto incentivante, in cui il principale disegna una paga per il manager avente con lo scopo di ottenere un allineamento degli obiettivi. Quindi, la difficoltà di monitorare lo sforzo dell'agente ha un costo che viene pagato dal principale, ed in valore corrisponde al costo che subisce l'agente per prendersi carico del rischio d'impresa.

<sup>49</sup> Azionista interno che gestisce l'impresa ed ha il controllo dell'informazione.

<sup>50</sup> L'imprenditore venduta la quota agli outsider ha l'opportunità di compiere delle azioni che riducono il valore dell'impresa, contro gli interessi degli outsider, ma che determinano un aumento della sua utilità.

in seguito alla difficoltà di verificarlo e dimostrarlo ex-post in tribunale. Esiste inoltre un'altra forma di inefficienza, la quale tuttavia si manifesta ex-ante. I ritorni dei progetti siano essi ad alto o a basso rischio, indistintamente remunerano tutti gli azionisti. I progetti che determinano i maggiori ritorni sono chiaramente i più rischiosi, ma anche quelli che necessitano di maggiore sforzo. In seguito all'entrata dei nuovi soci però, i benefici monetari, quindi i dividendi, che spettano all'insider a parità di sforzo si riducono in quanto non più proprietario della totalità dell'impresa. Per questa ragione si verifica la cosiddetta *selezione avversa*, ovvero l'imprenditore allo scopo di ridurre il livello di rischio e lo sforzo sceglie di intraprendere dei progetti sub-ottimali<sup>51</sup>.

### **2.5.2.2 Meccanismi di difesa dell'outside equity**

L'interrogativo più spontaneo che scaturisce da quanto esposto fino ad ora è per quale ragione, nonostante esistano tali inefficienze che danneggiano gli investitori, esista il mercato borsistico. Il motivo è che dell'esistenza di tali meccanismi ne sono consapevoli anche gli outsider. Avviene quindi che quando un investitore si avvia a sottoscrivere un aumento di capitale o azioni di un'IPO, conoscendo tutte queste dinamiche applica dei meccanismi di difesa. La prima tipologia di difesa è il *monitoring*, ovvero il controllo diretto sulle operazioni che vengono compiute dall'insider. Il secondo tipico meccanismo, che rappresenta l'argomento di studio principale della tesi è l'*underpricing*, ossia la richiesta di uno sconto sul prezzo delle azioni sul mercato da parte degli investitori. Questa si manifesta con una minore willingness-to-pay<sup>52</sup> mostrata da parte degli outsider in previsione della futura riduzione di valore dell'impresa a seguito delle suddette inefficienze. Una riflessione molto importante lega il tema già accennato dei market for lemons<sup>34</sup> con l'*underpricing*. Ogni individuo attribuisce un valore basso all'entità che vuole vendere. Questo

---

<sup>51</sup> Sono dei progetti con un livello di rendimento mediamente inferiore rispetto ai progetti ottimali che invece permetterebbero di massimizzare il valore dell'impresa.

<sup>52</sup> Disponibilità a pagare.

implica che le imprese che presentano i progetti migliori, a seguito dell'underpricing richiesto dal mercato, sono spesso portate a ritirare la loro offerta, e quindi a non finanziare tali progetti, comportando una grossa perdita per il sistema economico. Invece, le imprese che propongono progetti di basso valore, saranno maggiormente disposte alla vendita anche a fronte di uno sconto.

### **2.5.2.3 L'Underpricing**

L'underpricing è un costo-opportunità che si presenta in ogni transazione di vendita, e consiste nel collocare le azioni ad un prezzo inferiore rispetto al reale valore del titolo. Il rischio principale in cui si incorre con un'IPO, non sono i già noti costi diretti da dover sostenere, ma i meccanismi che portano alla sottovalutazione dell'impresa, in quanto quantitativamente imprevedibili. Si osserva che tale fenomeno si presenta in ogni IPO a causa della consapevolezza degli investitori dei meccanismi di inefficienza che si generano post-IPO. Il risvolto negativo è pertanto che l'imprenditore riuscirà a raccogliere le risorse necessarie per finanziare i progetti ad un costo più elevato in seguito alla sottovalutazione del prezzo di collocamento. In questo modo, i soci sono costretti o a cedere una determinata quota svalutata, oppure, se lo scopo è raccogliere un predefinito valore di capitale, dovranno vendere più azioni del dovuto. In alcune situazioni, è possibile che l'underpricing sia talmente ingente da indurre l'imprenditore a ritirare l'offerta, in quanto la perdita è gravante in totale sullo stesso, essendo lui il venditore di tali quote di proprietà. Una considerazione da evidenziare, è che nonostante sia ben nota l'esistenza di tale fenomeno, non è possibile ex-ante prevedere la percentuale di sconto che verrà richiesta dal mercato per una determinata impresa. Nonostante la letteratura si sia quasi esclusivamente concentrata sulle determinanti dell'underpricing all'interno di un singolo sistema, bisogna sottolineare l'esistenza di una sistematicità nei diversi Paesi del mondo, a seguito della presenza di una correlazione con gli aspetti di regolamentazione riguardanti la protezione degli investitori. In particolare, si verifica che i Paesi che presentano un underpricing mediamente inferiore, anche nell'ordine di decine di punti percentuali, hanno degli ordinamenti giuridici che garantiscono maggiore protezione agli investitori.

L'importanza di questo tema è che in alcuni Paesi piuttosto che in altri l'underpricing è causa di enormi perdite del sistema che disincentivano l'entrata nel mercato di borsa e gli investimenti delle imprese. A supporto di queste teorie si riporta che lo studio del 2010 di Banerjee, Dai e Shrestha su un campione di 36 Paesi per un totale di 8.700 IPO nel periodo 2000-2006, evidenzia l'esistenza di una correlazione positiva tra il grado di asimmetria informativa del sistema Paese ed il valore finale di underpricing, ed una negativa con la qualità del sistema legale. In Tabella 6 è possibile avere una visione dei dati raccolti in questo studio, in cui si osserva che negli USA si ha il maggior numero di IPO, mentre lo stato che mostra il minor grado di sottovalutazione è la Norvegia con un valore medio del 4,33%. Sorprendentemente in questo senso l'Italia si pone al secondo posto con un underpricing pari al 7,87% ed una mediana dello 0,85% (Banerjee, et al., 2010). Ad ulteriore conferma in Tabella 7, prendendo come riferimento nuovamente l'underpricing in Italia, tuttavia per un arco temporale antecedente, dal 1985 al 1998, si evidenzia come in questi anni il suo valore fosse nettamente più elevato oltre il 20% per il poco interesse verso il tema della tutela nei confronti dell'azionariato ed alla mancanza di una regolamentazione adeguata (come verrà in seguito approfondito nel Capitolo 3) (Arosio, et al., 2000). Quindi, si può dedurre che l'underpricing è strettamente legato al livello di fiducia del mercato. Infatti, se gli investitori credessero alle buone intenzioni dell'imprenditore quando garantisce di non adottare dei comportamenti opportunistici, i prezzi di mercato sarebbero equi e non ci sarebbe la richiesta di uno sconto. Come noto però il fenomeno esiste, si verifica, e rappresenta un costo, detto costo di agenzia dell'equity, totalmente assorbito dall'investitore.

**Tabella 6: Media, mediana del valore di underpricing espresso in percentuale e numero di osservazioni per un campione di 8700 IPO in 36 Paesi rilevati nello studio di Banerjee, Dai e Shrestha (Banerjee, et al., 2010).**

Nation	Mean	Median	N
Australia	16.59	5.08	696
Austria	23.76	3.35	34
Belgium	10.36	3.79	32
Brazil	18.37	7.67	46
Canada	39.13	6.02	784
China	57.14	33.43	590
Denmark	13.48	6.67	27
Finland	14.61	2.44	25
France	11.30	2.29	353
Germany	43.13	15.65	333
Greece	14.44	2.29	53
Hong Kong	22.21	5.26	479
India	25.01	18.90	9
Indonesia	52.25	23.11	48
Ireland	10.29	11.73	25
Israel	23.34	11.90	42
Italy	7.87	0.85	215
Japan	45.14	20.71	890
Luxembourg	26.68	25.00	15
Malaysia	31.18	14.21	295
Netherlands	20.00	4.94	44
New Zealand	20.66	3.33	38
Norway	4.33	0.80	45
Philippines	17.27	4.00	19
Poland	45.50	16.81	23
Russia	8.82	8.00	10
Singapore	24.88	9.47	296
South Africa	12.94	9.60	18
South Korea	54.57	36.18	192
Spain	10.98	5.88	45
Sweden	21.79	7.24	73
Switzerland	14.41	4.75	39
Taiwan	17.25	6.70	260
Thailand	19.15	5.11	143
United Kingdom	23.29	9.21	840
United States	24.00	5.00	1,700
All	29.11	8.18	8,776



**Tabella 7: Valori di underpricing misurati a livello globale in precedenti studi di letteratura (Arosio, et al., 2000).**

Country	Reference	Period	Sample size	Mean underpricing
Australia	Lee et al. (1999)	1976-1994	328	+15.2% <sup>a</sup>
Austria	Aussenegg (2000b)	1984-1999	76	+6.5%
Belgium	Rogiers et al. (1993), Manigart <sup>b</sup>	1984-1999	69	+15.7%
Brazil	Leal (1998)	1979-1992	66	+74.1%
Canada	Jog and Srivastava <sup>b</sup>	1971-1992	258	+5.4% <sup>a</sup>
Chile	Aggarwal et al., Maturana <sup>b</sup>	1982-1997	55	+8.8% <sup>a</sup>
China	Datar and Mao <sup>b</sup>	1990-1996	226 (A-shares)	+388.0% <sup>a</sup>
	Su and Fleisher (1999)	1987-1995	57 (B-shares)	+37.1% <sup>a</sup>
Denmark	Jakobsen and Sørensen (1999)	1984-1998	117	+5.4% <sup>a</sup>
Finland	Keloharju (1993), Rimpi (1998)	1984-1997	102	+9.9%
France	Derrien and Womack (1999)	1983-1998	448	+9.5%
Germany	Ljungqvist (1999)	1978-1999	407	+27.7%
Greece	Kazantzis and Thomas (1996)	1987-1994	129	+51.7%
Hong Kong	Zhao and Wu <sup>b</sup>	1980-1996	334	+15.9% <sup>a</sup>
Hungary	Jelic and Briston (1999)	1990-1998	25	+44.0%
India	Krishnamurti and Kumar (1999)	1992-1994	386	+72.3%
Indonesia	Hanafi (1997)	1989-1994	106	+15.1%
Israel	Kandel et al. (1999)	1993-1994	28	+4.5%
Italy	Giudici and Paleari (1999)	1985-1998	135	+20.3%
Japan	Fukuda et al., Hamao et al. <sup>b</sup>	1970-1996	975	+24.0% <sup>a</sup>
Korea	Dhatt et al., Choi and Heo <sup>b</sup>	1980-1996	477	+74.3% <sup>a</sup>
Malaysia	Isa and Yong <sup>b</sup>	1980-1998	401	+104.1%
Mexico	Aggarwal et al. (1993)	1987-1990	37	+33.0%
Netherlands	Wessels, Jenkinson et al. <sup>b</sup>	1982-1999	143	+10.2% <sup>a</sup>
New Zealand	Vos and Cheung <sup>b</sup>	1979-1999	201	+23.0% <sup>a</sup>
Nigeria	Ikoku <sup>b</sup>	1989-1993	63	+19.1%
Norway	Emilsen et al. <sup>b</sup>	1984-1996	68	+12.5%
Philippines	Sullivan and Unite <sup>b</sup>	1987-1997	104	+22.7% <sup>a</sup>
Poland	Aussenegg (2000a)	1991-1998	159	+33.1%
Portugal	Almeida and Duque (2000)	1992-1998	21	+10.5% <sup>a</sup>
Singapore	Lee et al. <sup>b</sup>	1973-1992	128	+31.4% <sup>a</sup>
South Africa	Page and Reyneke (1997)	1980-1991	118	+32.7% <sup>a</sup>
Spain	Otero and Fernandez (2000)	1985-1997	58	+12.8% <sup>a</sup>
Sweden	Holmen and Högfeldt (1999)	1979-1997	233	+29.3% <sup>a</sup>
Switzerland	Ogna et al. (1999)	1985-1994	55	+34.6%
Taiwan	Lin and Sheu <sup>b</sup>	1986-1995	241	+34.6% <sup>a</sup>
Thailand	Wetyavivorn and Koo-Smith <sup>b</sup>	1987-1997	292	+46.7 <sup>c</sup>
Turkey	Kiyamaz (1997)	1990-1995	138	+13.6%
UK	Loughran et al. (1994, upd. 2000)	1959-1999	2,802	+13.9%
USA	Ibbotson et al. <sup>b</sup>	1960-1999	14,376	+17.4% <sup>a</sup>

#### 2.5.2.4 Come si misura l'underpricing?

Il collocamento è l'operazione per cui le nuove azioni emesse vengono acquistate dal consorzio, che nella giornata immediatamente successiva le mette sul mercato e quindi a disposizione del pubblico. A questo punto, usualmente la domanda da parte degli investitori cresce e di conseguenza,

per la legge della domanda e dell'offerta, il prezzo aumenta. In questo modo, si determina la valutazione del mercato dell'impresa. L'underpricing è la differenza percentuale del prezzo a cui le azioni circolano sul mercato ed il prezzo di collocamento:

$$\text{Underpricing (\%)} = \left( \frac{\text{prezzo di mercato} - \text{prezzo di collocamento}}{\text{prezzo di collocamento}} \right) \times 100$$

Tale delta di prezzo costituisce la perdita di incasso che subisce l'emittente, che quindi non potrà impiegare per finanziare degli investimenti, ma rappresenta il guadagno degli speculatori finanziari. Come detto tale fenomeno si verifica di frequente perché influenzato da un clima di frenesia del mercato che determina un aumento repentino del prezzo delle azioni rispetto al valore di collocamento. Altrettanto spesso però accade che superata tale spinta psicologia all'acquisto da parte degli investitori, l'interesse e di conseguenza il prezzo dei titoli scende. Tuttavia, venendo l'underpricing misurato in una finestra temporale molto breve, usualmente si considera il prezzo di chiusura della prima giornata di trading, la successiva riduzione del valore del titolo non rientra nel calcolo. Ecco perché chi ci guadagna da questo meccanismo sono gli speculatori che acquistano e vendono titoli in una breve finestra temporale.

#### **2.5.2.5 Costi di agenzia dell'equity**

Vediamo in particolare quali sono i costi di agenzia del capitale. Sono state individuate tre tipologie di costo che subisce l'imprenditore e che riducono il valore dell'impresa nel momento della vendita:

- 1. Monitoring;**
- 2. Bonding;**
- 3. Perdita residua.**

Il monitoring ed il bonding sono delle azioni che vengono messe in atto dall'insider per limitare il fenomeno dell'underpricing. Questo infatti, con lo scopo di guadagnare la fiducia degli investitori, sia in sede di vendita sia di aumento di capitale, sostiene e paga le spese per dimostrare la sua trasparenza, e la correttezza delle informazioni. Per mitigare il problema dell'azione nascosta, l'imprenditore finanzia ed accetta il monitoring, ossia di sottoporsi a degli audit interni che analizzano i progetti e le sue decisioni, con lo scopo di dimostrare agli outsider che i loro interessi

vengano preservati. Il bonding è un concetto più complicato, ed è una dimostrazione che viene data agli investitori da parte dell'imprenditore del legame stretto con l'impresa. Esistono modi diversi per mostrare tale attaccamento: un esempio è quando l'imprenditore sottoscrive gli aumenti di capitale manifestando di credere nel business aziendale investendo in prima persona le sue risorse. Tale azione non è banale, infatti un aumento di capitale sia essa un'IPO o una SEO ha lo scopo di portare capitali freschi, ma anche perché la non diversificazione delle sue risorse, rappresentano un costo per l'imprenditore. Questa è l'operazione che ha il maggior impatto sul prezzo dei titoli, in quanto l'outside equity è portato a richiedere un minore sconto vedendo che l'imprenditore continua ad investire il proprio capitale. Al contrario invece, quando l'imprenditore vende la sua quota proprietaria, gli investitori prevedendo un suo disimpegno richiedono un maggiore sconto. Un secondo forte segnale nei confronti degli investitori deriva da come l'imprenditore decide di disegnare la propria paga in quanto nell'ottica del nuovo azionariato rappresenta la figura del manager. L'adozione di una paga pay-performance<sup>53</sup> è un segnale positivo per gli investitori che generalmente ripagano questa azione con una riduzione dell'underpricing richiesto. E' necessario sottolineare che tali comportamenti devono essere messi in atto prima di lanciare un'IPO o un aumento di capitale e che hanno chiaramente un costo, che anzi è duplice. Infatti, l'insider non solo deve sostenere le spese per compiere queste operazioni, ma deve anche rinunciare a parte dei benefici non monetari. Pertanto, questi due meccanismi rappresentano un fattore di correzione del mix di benefici (monetari e non monetari) scelto dall'imprenditore. Il terzo costo di agenzia è la perdita residua. Infatti, nonostante questi meccanismi mitigatori che intraprende l'insider, l'asimmetria informativa e la sfiducia non vengono del tutto eliminate, e pertanto l'underpricing si presenta

---

<sup>53</sup> E' un sistema di paga in cui il compenso è variabile e funzione dei rendimenti ottenuti dal punto di vista operativo dall'impresa. Con questo disegno di paga, quando i risultati operativi dell'impresa sono positivi la paga del manager aumenta, in caso opposto decresce.

comunque anche se in una forma più debole. Nonostante tali costi, la ragione per cui l'imprenditore decide comunque di effettuare la vendita, è che la sua utilità da un punto di vista personale è massimizzata rispetto a quando ex-ante quando è proprietario al 100%. Questo accade perché la perdita dovuta all'underpricing è più che compensata dall'incremento dei benefici monetari connessi alla quotazione (Jensen & Meckling, 1976).

#### **2.5.2.6 Il ruolo del Debito**

Essendo l'equity la forma più costosa di finanziamento, è interessante approfondire il motivo per il quale in alcuni casi si decide di non utilizzare la sua alternativa principale, ovvero il debito, che teoricamente potrebbe rappresentare una soluzione ai costi di agenzia del capitale. Il problema principale è la difficoltà di trovare delle banche che siano disposte a finanziare progetti ad alto rischio, specie qualora non vengano fornite delle adeguate garanzie bancarie. Nel caso in cui il prestito venga concesso, il debitore ossia l'imprenditore, diviene neutrale al rischio poiché questo viene scaricato interamente sulla banca o sugli obbligazionisti che invece rappresentano i creditori. Questo perché, se il progetto dovesse rivelarsi un successo, l'imprenditore otterrebbe notevoli ritorni ed il creditore gli interessi sul capitale prestato, mentre in caso di fallimento, il primo non perderebbe nulla, mentre il secondo non solo dovrebbe rinunciare agli interessi, ma non vedrebbe nemmeno restituito il capitale prestato. Pertanto, supponendo che l'impresa riesca ad ottenere il prestito, avrà un forte incentivo ad investire in progetti con una elevata prospettiva reddituale. E' ben noto in finanza, che ad alta profittabilità corrisponde un elevato livello di rischio. I finanziatori ovviamente ben conoscendo queste dinamiche, concedono un prestito ma solo ad alti tassi di interesse. Dal punto di vista del rapporto tra outside ed inside equity, Jensen e Meckling dimostrano l'importanza del debito che deriva dal mantenere inalterato il livello di sforzo profuso dall'insider, che al contrario è incentivato a fare

shirking<sup>54</sup> nel caso di finanziamento tramite equity. Pertanto, il debito corregge delle distorsioni che si realizzano appoggiandosi all'outside equity. Di conseguenza bisogna determinare la struttura ottima di un'impresa considerando che essa sia formata da tre entità:

- 1. Inside equity ;**
- 2. Outside equity;**
- 3. Debito.**

#### **2.5.2.7 Costi di agenzia e benefici del debito**

Prima di descrivere le soluzioni ottimali di struttura proprietaria e del capitale proposte dai due studiosi, bisogna descrivere quali sono i costi di agenzia ed i benefici del debito. Il costo principale deriva da alcune clausole che vengono inserite nei contratti che limitano l'imprenditore nelle decisioni di investimento e nella scelta dei progetti, in quanto un istituto di credito è unicamente interessato al rimborso del capitale prestato. Inoltre, ci sono dei rallentamenti burocratici legati alla presentazione e successiva analisi di tutta la documentazione dei diversi progetti. In ultimo ci sono i costi collegati alla teoria di Modigliani e Miller e quindi al dissesto finanziario. Questo succede perché l'imprenditore ed in generale tutti gli azionisti ottenuto il prestito, hanno degli incentivi che li portano ad utilizzare il capitale in maniera diversa rispetto al volere di banche e obbligazionisti. In particolare, è possibile individuare diverse tipologie di comportamenti che gli azionisti possono adottare per ottenere un vantaggio a danno dei creditori. Il primo è l'incentivo ad intraprendere progetti ad alto rischio. L'aumento della leva finanziaria coerentemente con la teoria di Modigliani e Miller, determina un aumento del rischio di

---

<sup>54</sup> Shirking significa eludere lo sforzo. Usualmente l'incentivo allo shirking si ha nei casi di asimmetria informativa, in cui il controllore, in questo caso gli outsider possono osservare soltanto il risultato, ma non verificare le azioni svolte dall'insider. Questo crea la condizione per fare free-riding. Il free-riding si genera nelle situazioni in cui i benefici dell'azione di un individuo sono divisi dalla collettività, ma il costo dell'azione è interamente a carico dell'individuo. (Alchian & Demsetz, 1972).

fallimento. Se quindi una società si trova già in un periodo di difficoltà finanziaria, si riducono le probabilità per obbligazionisti e banche di vedersi rimborsato il debito. Se la condizione è molto critica, quest'ultimi possono richiedere al tribunale un'istanza di fallimento, per recuperare anche solo in parte il loro capitale con la liquidazione degli asset dell'impresa. Gli azionisti, sia insider che outsider, non vogliono che si arrivi a tale situazione e si genera quindi un conflitto di interesse tra le parti. Gli azionisti infatti, avendo un'utilità di riserva pari a 0, sono disposti a compiere qualsiasi azione pur di risollevare le sorti di un'impresa, e lo fanno intraprendendo dei progetti con un NPV molto alto, ma con probabilità di successo molto basse. I creditori ovviamente, consapevoli di questa dinamica, richiedono la liquidazione immediata degli asset per evitare una loro ulteriore svalutazione e quindi per non perdere del tutto il loro capitale. Questi comportamenti sono normati dalla legge fallimentare. Spesso infatti, nell'opinione comune non viene considerato che oltre l'azionariato di minoranza e quindi gli outsider bisogna soprattutto tutelare i creditori, i quali a differenza dei primi che quando comprano un'azione si prendono carico anche del rischio di impresa, hanno diritto al rimborso (Hillier, et al., 2018). Il secondo comportamento è sempre legato al tema del fallimento. Il rischio di bancarotta può determinare delle distorsioni relativamente alle politiche di investimento, talvolta portando le imprese a non investire in progetti anche se con  $NPV > 0$ . Se la bancarotta è molto probabile, gli azionisti potrebbero decidere di non sottoscrivere un aumento di capitale per finanziare un buon progetto ritenendo che dei benefici connessi ne godranno esclusivamente i creditori. Infatti, se l'aumento di valore portato dal progetto, non sarà sufficiente ad evitare il fallimento, gli azionisti perderebbero il capitale investito, ed i creditori potrebbero vedersi restituito il capitale dai profitti generati dal progetto e/o dalla liquidazione dei suoi asset (Hillier, et al., 2018). La terza strategia che gli azionisti potrebbero adottare a danno dei creditori, è un vero e proprio comportamento predatorio (*milking the property*<sup>27</sup>) che consiste ad esempio in erogazioni straordinarie di dividendi, remunerare gli azionisti dalla vendita degli asset dell'impresa prima che i creditori richiedano l'istanza di fallimento e quindi impedendo a quest'ultimi di vedersi

restituito il capitale (Hillier, et al., 2018). Invece, i benefici del debito oltre ai tax shield, sono legati ad un allentamento del conflitto tra inside ed outside equity ed anzi come appena esposto talvolta ad un allineamento dei loro obiettivi. Infatti, le banche per mezzo delle loro elevate competenze rispetto ad un investitore medio, hanno una buona capacità di monitoring che determina una riduzione dell'asimmetria informativa. Inoltre, a seguito della minaccia di fallimento, il debito costituisce un incentivo per l'imprenditore a massimizzare il suo sforzo nei progetti, nonché a prendere delle decisioni che siano per il bene comune e non strettamente per il suo bene privato. Secondo Jensen e Meckling, la struttura proprietaria ottima, dipende dai costi di agenzia dell'equity e del debito oltre che dalla natura stessa dell'impresa e del settore di competenza. In particolare, la struttura proprietaria ottimale è quella che minimizza i costi di agenzia considerando insieme sia lato equity sia debito. Si devono quindi considerare tutto lo spettro dei mal comportamenti che possono verificarsi in tutte le circostanze. Un fattore rilevante nella determinazione della struttura proprietaria è la discrezionalità dell'insider e quindi dall'altra parte la capacità dell'outsider di verificare la bontà del suo comportamento nell'interesse del bene pubblico. Infatti, se il business è "semplice" anche l'azionista senza spiccate competenze è in grado di comprendere se l'insider opera nell'interesse di tutti e può avere un'opinione al riguardo. Nella situazione opposta invece, diventa difficile per l'outside equity trovare delle motivazioni per contrapporsi all'operato dell'imprenditore. Un'ulteriore fattore rilevante riguarda le opportunità di investimento dell'impresa, in quanto settori che offrono meno opportunità richiedono una maggiore attenzione e studio e quindi uno sforzo più elevato del manager. Pertanto, le conclusioni a cui giungono Jensen e Meckling è che bisogna mantenere elevata la quota di inside equity e ricorrere al debito quando il margine di discrezionalità del manager è molto alto, ovvero quando l'imprenditore ha la possibilità di manovrare i fondi della società a suo piacimento al fine di acquisire o fare investimenti che determinino un suo vantaggio personale e non finalizzati ad accrescere il valore dell'impresa. La medesima soluzione è da perseguire qualora lo sforzo e la figura stessa dell'imprenditore, siano determinanti per il successo del progetto. Infatti,

una riduzione della quota di inside equity, costituirebbe un incentivo all'imprenditore a fare shirking determinando o la scelta di investire in progetti meno profittevoli, o la diminuzione delle probabilità di successo una volta intrapresi. Inoltre, è auspicabile tale scelta, quando il settore di mercato di competenza offre poche opportunità di investimento. E' facile intuire in questo caso, che l'entrata di nuovi capitali molto probabilmente non verrebbe impiegata per finanziare la crescita. Piuttosto, l'incasso verrebbe utilizzato per altri scopi quali ad esempio la modifica della struttura di capitale con manovre come il rimborso del debito, il cambio di proporzione tra inside ed outside equity, oppure una onerosa liquidazione di un socio. Infatti, nella decisione di un investitore, uno dei principali fattori considerati è la ragione per cui un'impresa decide di lanciare un'IPO, ed in particolare se lo scopo della raccolta di tali capitali serve per finanziare la crescita o meno. Un altro motivo che spinge per una soluzione con elevato inside equity ed il ricorso al debito, è quando l'impresa gode di elevati *free cash flow*<sup>55</sup> ovvero di elevata liquidità. Una elevata liquidità, non è mai vista di buon grado come si potrebbe erroneamente e superficialmente pensare. Infatti, ciò implica che non ci sono progetti con elevato NPV<sup>56</sup> che meritano di essere finanziati, e quindi c'è il rischio che il capitale venga impiegato dall'insider per estrarre benefici privati attraverso investimenti poco utili o dannosi per l'impresa. Tale implicazione è avvalorata da uno studio secondo cui le imprese con grosse riserve liquide investono mediamente in acquisizioni meno proficue (Lang, et al., 1989). Infatti, un insider ha maggiori probabilità di non essere notato in un suo mal comportamento finalizzato ad estrarre benefici non monetari, ad esempio gonfiando la voce rimborso spese, se l'impresa ha una cassa molto alta. A questo problema ci sono due soluzioni possibili. La prima consiste nel dividere il capitale in cassa tra i soci. Tale

---

<sup>55</sup> Flusso di cassa disponibile: rappresenta l'eccesso di cassa di una impresa che si ritrova dopo aver finanziato tutti i progetti con NPV>0 del proprio portafogli (Jensen, 1986)

<sup>56</sup> *Net Present Value*: rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa che vengono generati da un investimento, in un determinato intervallo di tempo



soluzione è tuttavia molto debole in quanto non c'è nessuna legge che impone l'erogazione dei dividendi, e quindi qualsiasi promessa di aumentare la distribuzione degli utili risulta poco credibile. La seconda invece sono i contratti di debito, perché gli interessi riducono il flusso di cassa disponibile e l'insider a seguito della minaccia di fallimento, adotta un comportamento più efficiente poiché costretto alla restituzione (Jensen, 1986) (Jensen & Meckling, 1976).

### 2.5.3 Pecking order

La pecking order theory<sup>57</sup> o in italiano teoria dell'ordine di scelta, è un modello *segnalatico* che si iscrive nei modelli di asimmetria informativa<sup>58</sup>. Tale asimmetria si ha tra il management, che si assume ragionevolmente abbia una conoscenza più approfondita dell'impresa e delle sue prospettive future, ed i potenziali investitori. Il risultato è un modello finanziario alternativo alla trade-off theory di Modigliani e Miller ed allo studio di Jensen e Meckling la cui finalità è quella di dimostrare la non separabilità tra le decisioni finanziarie e di investimento. Per comprendere l'idea di fondo di questa teoria, bisogna considerare il punto di vista del

---

<sup>57</sup> Questa teoria nasce nel contesto del mondo animale, in particolare quello del pollame e viene utilizzata per l'affinità in ambito economico. E' un modello di organizzazione sociale, che spiega come nel mondo animale esista un ordine gerarchico. Attraverso l'osservazione, un giovane norvegese ha per primo identificato la gerarchia sociale degli uccelli, in particolare dei polli i quali per dominare sui loro simili lottano beccandosi vicendevolmente.

<sup>58</sup> E' possibile suddividere le asimmetrie informative in due categorie:

- ◆ *informazione nascosta*: in cui un soggetto ha maggiori informazioni degli altri soggetti, e potenzialmente un grande vantaggio.
- ◆ *azione nascosta*: si ha quando un individuo può compiere una azione a suo vantaggio (e contemporaneamente a svantaggio di terzi) senza che nessuno possa smascherarlo.

Legato al tema dell'asimmetria informativa c'è il problema della verificabilità, ossia della difficoltà di verificare l'informazione da un punto di vista legale. Quindi ci si ritrova in una situazione in cui un soggetto può nascondere una sua azione o l'informazione, ma soprattutto è consapevole che nessuno potrà verificarlo e quindi non ne subirà alcuna conseguenza.

manager quando deve decidere in che modo finanziare la sua impresa, se attraverso l'equity o debito. Mentre nella teoria di Modigliani e Miller, viene scelta la struttura di capitale ottima in maniera più analitica, individuando il punto di miglior compromesso tra i benefici fiscali ed i costi collegati al debito, nella pecking order theory la decisione è più dinamica, ovvero è funzione del timing e quindi del momento storico dell'impresa. Se un manager si trova in una situazione in cui il prezzo di emissione dei titoli azionari è superiore rispetto a quanto ritiene sia il reale valore degli stessi, allora procederà con l'emissione; in caso contrario non procederà. Chiaramente questo ragionamento ha ragion d'essere alla luce dell'ipotesi iniziale secondo cui i manager hanno un totale controllo dell'informazione, ovvero conoscono il reale valore dell'impresa a differenza degli investitori. Negli Stati Uniti, prima dell'inasprimento delle pene, il fenomeno dell'*insider trading*<sup>59</sup> era molto diffuso, ed ancora oggi è pratica comune emettere titoli subito dopo un'impennata del loro prezzo. Questa è una testimonianza della realtà di quanto affermato, infatti l'emissione azionaria permette agli insider di ottenere un guadagno elevato ed immediato (Hillier, et al., 2018).

### 2.5.3.1 Il modello

E' quindi interessante valutare che cosa succede al prezzo delle azioni quando una impresa decide di lanciare un'IPO o una SEO. Da un punto di vista teorico ci sono due situazioni possibili:

1. Manager prende le sue decisioni nell'interesse di tutti gli azionisti, sia quelli vecchi sia quelli potenziali;
2. Manager prende le sue decisioni nel solo interesse dei vecchi azionisti.

Nel primo caso, essendo l'obiettivo del manager allineato con quello degli azionisti, non c'è un problema di agenzia come nella teoria di Jensen e Meckling che invece basa il suo studio sull'analisi delle dinamiche legate

---

<sup>59</sup> E' il reato compiuto da un soggetto che vende o si avvale di informazioni private di un'impresa per operazioni finanziarie

ai costi di agenzia dell'equity e del debito. E' fondamentale capire se vengono fatti gli interessi solo dei vecchi azionisti o anche di quelli prospettici. Infatti, se il manager emettesse i titoli nell'interesse di tutti, non ci sarebbe il problema dell'asimmetria informativa ed il prezzo di emissione sarebbe il *fair price*<sup>60</sup>. Se invece il manager agisse nel solo interesse dei vecchi azionisti, all'opposto ci sarebbe l'asimmetria informativa e di conseguenza il fenomeno dell'underpricing, il cui costo viene completamente sopportato dagli insider. Questo succede perché i nuovi azionisti non avendo fiducia nel manager, richiedono uno sconto sul prezzo delle azioni. Tale sottovalutazione o aspettativa di sottovalutazione ha delle conseguenze più o meno marcate sulle decisioni di investimento. Infatti, se tale sconto risulta essere troppo elevato, l'impresa potrebbe addirittura decidere di ritirare l'offerta stessa e quindi rinunciare al progetto. Myers nel suo studio ipotizza il caso di un'impresa che vuole effettuare un'emissione di capitale al solo fine di finanziare dei progetti di crescita. Prima di approfondire le implicazioni di quest'analisi, bisogna sottolineare che con il loro acquisto, gli investitori non comprano solo l'azienda nei suoi asset preesistenti, ma lo fanno nella sua interezza compreso il progetto che viene finanziato. Per comprendere come muta il valore dell'impresa post-IPO, bisogna confrontare gli effetti di quando si rinuncia a fare l'emissione e di quando invece si sceglie di effettuarla. Nella prima situazione, i vecchi azionisti conservano la totalità dell'impresa, mentre nel secondo caso subiscono una diluizione della loro quota di partecipazione. Il manager lavorando nel solo interesse dei vecchi azionisti non emetterà i titoli se ritiene che l'impresa sia sottovalutata dal mercato, e se cioè stima che il valore della quota proprietaria in mano ai vecchi azionisti nel caso di avvio del progetto è inferiore al valore totale dell'impresa senza il progetto e l'entrata dei nuovi soci. Quindi, la decisione di non emettere titoli comunica al mercato che il valore di realizzo degli asset correnti dovrebbe essere più alto e contemporaneamente che il valore del progetto non è sufficientemente

---

<sup>60</sup> E' il prezzo teorico che rappresenta il valore intrinseco di un titolo (Borsa Italiana Spa, s.d.)

elevato. Invece al contrario, si considererà l'emissione solo e soltanto se il valore monetario in mano ai vecchi azionisti si rivela superiore con l'emissione di capitale anche considerando la diluizione della loro quota proprietaria. Nota questa dinamica, in base alla decisione presa dal management, gli investitori riescono a desumere una stima sul reale valore dell'impresa e del progetto, e quindi scelgono a che prezzo sono disposti ad acquisire le azioni. Il limite di questo risultato è che viene ottenuto staticamente, ovvero confrontando due decisioni che nella realtà si escludono vicendevolmente. Questo significa che chiaramente non è possibile sapere cosa accadrebbe prendendo la decisione opposta. Invece, bisogna comprendere quali sono le condizioni che formano l'aspettativa del valore dell'impresa effettuando o non effettuando l'emissione. Di conseguenza diventa essenziale il modo in cui si comunica il proprio valore all'esterno. Sia che si tratti di IPO o di SEO, prima dell'emissione di capitale si hanno i già citati roadshow, in cui l'impresa incontra i collocatori per convincerli della bontà del progetto. Se però gli investitori istituzionali non sono convinti dallo stesso, sono portati a richiedere uno sconto maggiore e ciò potrebbe indurre a ritirare l'offerta (Myers, 1984) (Myers & Majluf, 1984).

### **2.5.3.2 La trappola finanziaria**

Le conclusioni a cui porta questo modello sono che la decisione di emettere capitale *segnala* al mercato una complessiva sottovalutazione dell'impresa allo stato corrente. Ciò genera un aumento del valore delle azioni preesistenti e quindi del valore in mano ai vecchi azionisti. Invece, l'emissione di capitale segnala che il progetto ha un valore elevato se confrontato con gli asset preesistenti e che l'impresa senza progetto ha un valore di mercato superiore a quello effettivo. Gli investitori noto questo concetto di conseguenza richiedono uno sconto sul prezzo delle azioni, ovvero l'underpricing. Questo porta il management a fare delle riflessioni sulla reale convenienza ad eseguire l'aumento di capitale, anche se indirizzato a finanziare dei progetti con NPV positivo e che quindi potenzialmente comporterebbero un aumento del valore dell'impresa. E' dimostrato infatti in caso di sottovalutazione, che le imprese non decidono mai di proporre un aumento di capitale. Invece, nel caso opposto,

l'incentivo a finanziarsi attraverso l'equity, si ha solo nel caso in cui la sopravvalutazione è molto elevata e non superiore allo sconto richiesto dal mercato. Questa situazione paradossale viene detta "trappola finanziaria", in quanto si ha il problema di non trovare finanziamenti per investire in progetti con NPV positivo. Infatti, tanto più capitale si richiede per l'emissione, anche se indirizzato a progetti di potenziale grande valore, tanto più gli investitori sono portati a sottostimare il valore dell'impresa corrente e quindi a richiedere un maggior underpricing. Per uscire da tale trappola, Jensen ha introdotto la pecking order theory. Questa offre delle regole di comportamento pratiche al management con lo scopo di minimizzare i costi correlati alle asimmetrie informative ed il fenomeno dell'underinvestment<sup>61</sup>. Il concetto principale, è che bisogna scegliere le risorse finanziarie da utilizzare in ordine crescente di costo<sup>62</sup>. In particolare, conviene in prima istanza utilizzare i cash flow generati e quindi i profitti non distribuiti in quanto la medesima sfiducia da parte degli investitori sul prezzo delle azioni si ha nella valutazione del prezzo di emissione del debito. In seconda battuta, conviene utilizzare il debito in ordine crescente di rischio (ad esempio prima le obbligazioni ordinarie e poi le obbligazioni convertibili), in quanto seppure le valutazioni sul debito e sull'equity da parte degli investitori vengano fatte secondo la medesima logica, questi sono consapevoli che il rischio di non rivedersi rimborsato il prestito sia di molto inferiore rispetto all'equity. Pertanto, solo dopo aver sfruttato tutte le opportunità di finanziamento tramite debito, il management dovrebbe rivolgersi direttamente al mercato azionario. La bontà di questo studio non deriva dalla soluzione in sé che

---

<sup>61</sup> Deriva dal fatto che l'impresa, a seguito dello sconto da offrire agli investitori, raccoglie un capitale inferiore a quello necessario per finanziare il progetto ed estrarne il massimo beneficio.

<sup>62</sup> Il costo correlato al cash flow è il costo-opportunità. Si genera infatti un trade-off tra la diversificazione degli investimenti e i dividendi da erogare. Il costo del debito è ovviamente costituito dal tasso di interesse richiesto da parte dai creditori. Infine il costo dell'equity è rappresentato dall'underpricing.

potrebbe risultare piuttosto ovvia, ma dall'aver presentato come e perché si generano questi costi. Il costo dipende dall'informazione, o meglio da quanto costa acquisire l'informazione da parte di terzi. La fonte più costosa è l'emissione di capitale e questo chiarisce il motivo per cui globalmente, le operazioni di SEO, ma soprattutto di IPO sono così rare (Myers, 1984).

### **2.5.3.3 Le implicazioni**

Si desume immediatamente l'impatto della pecking order theory sulla scelta della struttura di capitale ed il motivo per cui si pone in concorrenza con teoria del trade-off di Modigliani e Miller. Questa teoria è molto più dinamica, in quanto collega direttamente la scelta della struttura di capitale con le opportunità di investimento. Gli effetti sugli investimenti, derivano dall'esistenza di vincoli finanziari. Questi sono tuttavia più elevati per le imprese con maggiori problemi informativi. Non è casuale che le imprese che hanno maggiore difficoltà a comunicare il valore dei loro progetti al mercato, ad esempio per la complessità intrinseca degli stessi, sono quelle che hanno più difficoltà a reperire capitali. Ciò è confermato da un'analisi cross-settoriale da cui si evince che i settori high-tech, che si distinguono per lo svolgere molte attività di ricerca e con elevata incertezza, sono quelli ottengono meno finanziamenti. Di conseguenza non esiste, come si può evincere da Modigliani e Miller, un livello target di leva finanziaria da raggiungere, ma la ricerca dell'ottimo è molto più fluida e collegata al momento ed al contesto, oltre che alle opportunità di investimento. Infatti, seguendo la teoria della gerarchia finanziaria un'impresa ha un suo livello di leva in funzione dei progetti e quindi degli investimenti che vuole avviare. E' possibile quindi presupporre che un'impresa con poche opportunità di investimento, userà in prevalenza i cash flow e quindi manterrà basso il suo livello di indebitamento. Invece, quando un'impresa ha diverse opportunità di investimento, per poterle portate avanti dopo aver massimizzato il suo retention ratio, tenderà ad incrementare la sua leva finanziaria. Saturare le opportunità di finanziamento tramite debito, e quindi arrivati al livello massimo di indebitamento sostenibile, l'impresa per sovvenzionarsi procederà con una emissione di capitale. La conseguenza implicita è che le imprese con un ottimo rendimento dal

punto di vista operativo, sono tendenzialmente caratterizzate da un livello di indebitamento inferiore rispetto alla media, in quanto sono portate a finanziare i loro progetti in gran parte attraverso gli utili. Un'ulteriore implicazione è il cosiddetto *financial slack*. In seguito alla comprovata esistenza di costi per ottenere un finanziamento, è stabilito che il reinvestimento degli utili è la metodologia più economica, molte imprese sono portate nei periodi in cui ci sono poche opportunità di investimento, ad aumentare le riserve di liquidità limitando i dividendi erogati, in previsione di progetti futuri da finanziare, così da non essere costretti a ricorrere a fonti più costose. Tuttavia il risvolto negativo, è che tale accumulo come descritto nel paragrafo 2.5.2.6, può portare alla formazione di free cash flow, che potrebbero essere utilizzati per soddisfare i benefici privati degli insider (Myers & Majluf, 1984) (Myers, 1984) (Hillier, et al., 2018).

#### **2.5.4 Market timing**

La teoria del market-timing offre una visione leggermente diversa rispetto alla pecking order riguardo alla scelta della struttura del capitale. Nonostante in quest'ultima si sottolinea l'importanza del timing nella scelta sull'emissione di capitale, le conclusioni a cui si giunge è che conviene, se si ha l'opportunità, finanziarsi sempre tramite il debito piuttosto che con l'equity. Secondo invece la teoria del market-timing, i manager decidono di emettere capitale quando l'impresa è sopravvalutata e di non emettere nella situazione contraria. A supporto di questo ragionamento, i due studiosi Baker e Wurgler, riportano tre evidenze fondamentali:

1. Tipicamente si emette capitale quando il prezzo delle azioni è molto alto, e si effettua il riacquisto di azioni proprie quando il prezzo è basso;
2. Le emissioni di capitale tipicamente avvengono in periodi caratterizzati da un forte entusiasmo da parte degli imprenditori, quando cioè questi hanno delle aspettative ottimistiche sul rendimento operativo dell'impresa;

3. Gli stessi manager confermano in delle interviste di prendere le decisioni sull'emissione di capitale in base al prezzo corrente delle azioni.

L'importanza di questo studio deriva dall'aver dimostrato l'impatto di tali decisioni del lungo periodo. In particolare, usando il market-to-book ratio come indicatore del livello di sopra o sottovalutazione di un'impresa e come variabile indipendente della regressione, hanno verificato l'esistenza di una correlazione negativa con la variabile dipendente, cioè la leva finanziaria, sia a valore contabile sia di mercato. Pertanto, le società con un basso livello di indebitamento, sono imprese che nel passato poiché sopravvalutate dal mercato, hanno proceduto effettuando delle emissioni di capitale. Al contrario invece, le società caratterizzate da una leva finanziaria bassa, hanno preferito non accedere al finanziamento tramite equity perché storicamente sottovalutate dal mercato. La conseguenza è quindi che la struttura del capitale è funzione della valutazione di mercato dell'impresa, in quanto l'opinione degli investitori influenza direttamente le scelte di emissione del capitale. Questo quindi porta a delle conclusioni totalmente diverse rispetto ai modelli teorici più classici. Infatti, secondo la teoria del trade-off di Modigliani e Miller, il market-to-book ratio è solo un parametro da utilizzare nelle valutazioni su un investimento ed ha solo degli effetti di breve periodo in quanto per ogni impresa, esiste un livello target di leva finanziaria. Invece, seguendo la linea definita da Jensen, in prossimità di periodi con molte opportunità di investimento, il livello di indebitamento delle imprese dovrebbe tendenzialmente ridursi per evitare di dover emettere titoli azionari quando è necessario del capitale. Il motivo che porta la pecking order e la market timing a due conclusioni lontane deriva da una fondamentale differenza nell'assunzione di base sulla razionalità. In particolare, Baker e Wurgler sostengono che i manager ritenendo gli investitori irrazionali, quando si rendono conto che il mercato ha ingiustificabilmente delle aspettative ottimistiche sull'impresa, sfruttano l'opportunità per raccogliere il capitale a basso costo. Ed è per questa ragione che Baker e Wurgler spiegano la concretezza del market timing affermando che tale teoria è il risultato del tentativo da parte dei manager di "cronometrare il mercato" (Baker & Wurgler, 2002).



## 2.5.5 Teorie economiche alternative sull'underpricing

Per comprendere pienamente il fenomeno dell'underpricing bisogna indagare il meccanismo di formazione del prezzo di offerta dei titoli. Di questo non si occupa direttamente l'emittente ma piuttosto l'underwriter che ha il compito di far incontrare domanda ed offerta. Essendo l'underpricing un fenomeno che si presenta nel solo primo giorno di trading, sembra piuttosto difficile credere che rappresenti la logica conseguenza della difficoltà del mercato di valutare un'impresa, o che rappresenti una forma di premio al rischio per gli investitori. Infatti, se così fosse, significherebbe che le problematiche che hanno portato alla sua generazione, siano risolte in sole ventiquattrore. E' possibile categorizzare la letteratura concernente l'underpricing in quanto tipologie:

1. Teorie basate sull'asimmetria informativa in cui l'emittente ha una conoscenza maggiore degli investitori;
2. Teorie basate sull'asimmetria informativa in cui gli investitori hanno una conoscenza maggiore dell'emittente;
3. Teorie basate sulla simmetria dell'informazione;
4. Teorie sull'allocazione delle azioni.

### 2.5.5.1 L'emittente possiede l'informazione

Quando è la società emittente a possedere il controllo dell'informazione, all'investitore si presenta il rischio del market for lemons, cioè la probabilità che sul mercato rimangano solo dei "bidoni". Per questa ragione, si può interpretare l'underpricing come un mezzo usato dalle imprese per segnalare al mercato il loro livello di qualità e superare le barriere create dall'asimmetria informativa, attraverso la strategia di *leave money on the table*<sup>63</sup>. Da un punto di vista quantitativo si tratta di cifre molto elevate. Il caso più eclatante è stata l'IPO di VISA nel 2008 che ha

---

<sup>63</sup> E' una locuzione molto usata in letteratura traducibile in italiano in "lasciare il denaro sul tavolo". Essa costituisce un altro modo per indicare il fenomeno dell'underpricing. Infatti, con lo sconto offerto agli investitori, le imprese perdono direttamente parte del loro valore monetario e lo lasciano al mercato.

lasciato sul tavolo un cifra vicina ai 5 miliardi di dollari. Dall'altra parte non mancano le eccezioni, come l'IPO di Facebook del 2012 che ha riportato un overpricing del 13,1% nei primi cinque giorni (Dell'Acqua, et al., 2014). Seppure la sottovalutazione rappresenti uno svantaggio nel breve periodo, per un'azienda di alta qualità la quotazione in borsa garantisce l'accesso ad una serie di benefici. Le aziende di bassa qualità invece, poiché successivamente alla loro quotazione rivelano la verità al mercato, hanno maggiori difficoltà nell'ottenere gli stessi benefici ex-post, e quindi non sono disposti a sopportare la medesima sottovalutazione iniziale (Ritter & Welch, 2002).

### **2.5.5.2 L'investitore possiede l'informazione**

Quando è l'investitore a possedere l'informazione, l'emittente ha il problema di non conoscere la funzione di domanda. Supponendo che gli investitori siano tutti uguali, esisterà un prezzo di equilibrio al di sopra del quale nessuno comprerà ed al di sotto del quale tutti saranno disposti a pagare. Tale ipotesi è tuttavia troppo forte, sia perché ogni individuo è diverso dall'altro ma anche per l'oggettiva eterogeneità del bacino di investitori, dagli istituzionali al retail. Inoltre non si spiegherebbe, anche se avviene raramente, i casi di IPO in cui si verifica al contrario il fenomeno dell'overpricing. E' quindi più plausibile che gli investitori detengano l'informazione con gradi diversi, così da generare le basi per la cosiddetta *Winner Curse Theory*<sup>64</sup> sviluppata da Rock nel 1986. Gli investitori che hanno un'idea più chiara sul reale valore dei titoli, richiedono i soli titoli altamente sottovalutati a differenza dei meno informati che si vedranno allocati i titoli meno redditizi. Questo implica che il rendimento atteso per quest'ultima tipologia di investitori sarà nettamente più basso, in quanto nel loro portafogli hanno anche delle IPO sopravvalutate. In tale contesto però, gli investitori meno informati "non sono disposti a giocare", e quindi anticipando questo tipo di rischio rinunciano alla sottoscrizione di nuove IPO. Se così fosse, non ci sarebbe

---

<sup>64</sup> *Winner Curse Theory* – La maledizione del vincitore

una domanda sufficiente in grado di soddisfare l'offerta di titoli. Quindi, per garantire al mercato delle IPO un livello adeguato di liquidità, viene offerto come incentivo un deprezzamento, in modo che anche agli investitori meno informati ottengano una utilità positiva e continuino a comprare sul mercato azionario (Lowry, et al., 2017). Un'altra teoria, sviluppata da Benveniste and Spindt nel 1989, spiega l'underpricing come una conseguenza del bookbuilding. Con questo meccanismo come già esposto, l'underwriter disegna la curva di domanda per mezzo dei feedback raccolti sul mercato e definisce una fascia orientativa entro cui si collocherà il prezzo di offerta. Gli investitori, consapevoli di tale dinamica, per rivelare un'informazione privata, la loro reale willingness to pay, richiedono una remunerazione, che gli underwriter corrispondono con un'allocatione e sottovalutazione delle azioni adeguata. Il limite principale, deriva dalla considerazione per cui gli underwriter sono spesso banche di investimento di grandi dimensioni aventi contatti con migliaia di potenziali investitori. In questo senso quindi non si comprende la necessità di proporre uno sconto così elevato. Un'altra interpretazione potrebbe essere quella di vedere l'underpricing come strumento di marketing come ipotizzato da Habib e Ljungqvist nel 2001. Con l'underpricing infatti, gli investitori sono incentivati ad aumentare l'esposizione sul titolo con la prospettiva di moltiplicare i guadagni. Tuttavia, in questa prospettiva risulterebbe irragionevole da parte delle società mantenere un alto livello di sottovalutazione nei periodi in cui il mercato nutre una forte aspettativa sull'industry, come ad esempio si è avuto con l'ascesa delle imprese digitali a fine anni 90 che ha portato al successivo scoppio della bolla di Internet<sup>65</sup> (Ritter & Welch, 2002).

---

<sup>65</sup> Universalmente detta *Dot-com Bubble*, si tratta del fenomeno tra il 1997 ed il 2000, in cui si è avuto un aumento ingiustificato dei titoli azionari delle imprese digitali. Ciò ha incentivato diversi imprenditori a quotare in borsa delle società informatiche anche di bassissima qualità. Con tale quotazione, questi consapevoli del reale livello qualitativo della loro impresa, sono riusciti ad ottenere ingenti guadagni sfruttando l'euforica domanda del mercato, per poi uscire definitivamente dalla società. Quando il mercato nel 2000 ha capito questo meccanismo, si è

### **2.5.5.3 Simmetria informativa**

Una buona parte delle teorie economiche rivelano l'esistenza di una correlazione positiva tra la dimensione della sottovalutazione ed il grado di asimmetria informativa. Se tale affermazione fosse vera, in un mondo in cui il mercato fosse efficiente al 100%, e non ci fossero problemi legati all'asimmetria informativa, non dovrebbero esistere né casi di sottovalutazione né sopravvalutazione. In realtà, esistono delle teorie che illustrano la presenza dell'underpricing anche in caso di simmetria informativa. Tra queste, il modello più esemplificato, sviluppato da Tinic nel 1988, vede l'underpricing come un costo legato al *litigation risk*. Infatti, è indubbio che i titoli azionari che vengono quotati ad un prezzo più elevato, sono i più soggetti a subire delle azioni legali da parte degli investitori in caso di successivo insuccesso. Pertanto, l'underpricing costituirebbe un'azione preventiva atta a ridurre le future azioni legali mosse da parte degli investitori. Il punto più debole di questo modello è la mancanza di un riscontro nella realtà. Ad esempio infatti, non appare chiaro il motivo per cui una nazione come gli Stati Uniti, in cui le cause giudiziarie su questo ambito sono piuttosto frequenti, le imprese non offrono uno sconto superiore rispetto agli altri Paesi (Ritter & Welch, 2002). Inoltre, è possibile che l'underpricing venga ricercato dall'imprenditore per limitare il rischio di take over attraverso una diversificazione dell'azionariato. Infatti, al crescere dell'underpricing, aumenta il numero di investitori interessati al titolo, con il risultato post-IPO di un azionariato più frammentato e quindi con minori concentrazioni di potere (Celia, 2008).

### **2.5.5.4 Allocazione delle azioni**

Le teorie sull'allocazione delle azioni, riescono a trovare un nesso tra il fenomeno dell'underpricing ed il modo in cui le azioni vengono allocate

---

avuta una vendita massiccia di titoli di imprese legate al mondo Internet, che ha portato alla riduzione del valore dei titoli stessi, ed alla enorme perdita finanziaria di buona parte degli investitori.

tra le diverse tipologie di investitori. Nello specifico per questo filone concettuale, è l'underwriter a vestire i panni del protagonista. Infatti, seppure abbia un ruolo di intermediazione tra le parti in causa, ovvero l'emittente e gli investitori, come ogni soggetto razionale ha l'obiettivo di massimizzare la sua personale utilità. Questo comporta che l'underwriter svolge le sue azioni per perseguire i propri obiettivi anche se potenzialmente a scapito dell'emittente. In prima istanza, ha l'interesse che il prezzo di emissione sia basso a differenza della società emittente così da ridurre i costi di marketing. In aggiunta, bisogna considerare che l'emittente non ha accesso alle medesime informazioni dell'underwriter, e non ha alcuna possibilità di verificare il suo impegno nella fase di marketing. Si genera quindi un problema di agenzia, in cui a vestire i panni del principale in questo caso è l'emittente, che si vede costretto a collocare il titolo ad un prezzo inferiore a quello di *first best* che si otterrebbe senza intermediazione (Fabrizio & Samà, 2001). Inoltre, qualora all'underwriter venga secondo contratto concessa la discrezionalità nell'allocazione dei titoli, si intensificherà ancor di più il problema di agenzia, in quanto sarà maggiormente incline a favorire quelli investitori che sono anche i suoi migliori e più fedeli clienti, proponendo loro delle azioni sottovalutate, ovviamente a scapito dell'emittente. E' inoltre noto che gli investitori istituzionali rispetto ai retail, sono più competenti ed hanno un maggior grado di conoscenza, di conseguenza in seguito ai contatti avuti con gli underwriter nella fase di bookbuilding, ricevono la promessa di un'assegnazione privilegiata di titoli. Per avere una visione completa di questa teoria, si ritiene necessario affrontare il tema che riguarda i fattori che influenzano l'emittente nella selezione dell'underwriter. Di solito, il principale parametro è il prestigio e la fama. In questo modo quindi, l'underwriter non può permettersi di danneggiare in maniera eccessiva l'emittente con l'underpricing a vantaggio dei suoi clienti. Questo perché anche l'emittente stesso rappresenta un cliente per l'underwriter, che quindi a causa del suo comportamento potrebbero rischiare di perdere l'incarico per le future SEO. Tuttavia, l'entità di tale rischio per l'underwriter è piuttosto limitata. Infatti, secondo alcune indagini gli emittenti che hanno cambiato il loro sottoscrittore nelle emissioni di

capitale successive all'IPO, lo hanno fatto spinti da ragioni che esulano dalla sottovalutazione subita (Ritter & Welch, 2002).

#### **2.5.5.5 Conclusioni**

Dopo aver esposto una panoramica sui principali argomenti di dibattito sul tema dell'underpricing, emerge che ci sono diverse motivazioni che portano alla sua generazione, spesso anche tra loro contrastanti. Si ritiene pertanto probabile che in base al tipo di azienda ed al suo contesto istituzionale cambi il rapporto di forze tra le diverse dinamiche.

### **2.5.6 Vantaggi della quotazione in borsa**

Lo scopo di questo paragrafo, è quello di evidenziare il motivo per cui un'impresa dovrebbe decidere di rivolgersi al mercato azionario nonostante la complessità del suo iter procedurale ed i costi e le problematiche associate, offrendo degli spunti aggiuntivi rispetto a quanto esposto fino ad ora.

#### **2.5.6.1 Perché quotarsi in borsa?**

Il primo studio di letteratura che porta alla luce ed approfondisce le ragioni che si celano dietro la scelta di *go public* è di Pagano, Panetta e Zingales nel 1998. Attraverso l'accesso a dati sensibili di un campione di imprese italiane, questi hanno potuto analizzare le condizioni in cui versano le aziende private, e le società quotate in borsa pre e post-IPO. L'obiettivo era comprendere le ragioni per cui una società decide di avvalersi del mercato azionario, e come la situazione si modifica post-emissione. Da un punto di vista teorico, come descritto nel paragrafo 2.5.2, il ricorso alla quotazione in borsa rientra nelle normali logiche di crescita di un'impresa. Tale pensiero però, non sembra cogliere a pieno la realtà in cui ci sono grandi aziende non presenti in borsa ed inoltre non si potrebbero spiegare le sostanziali differenze che ci sono tra i Paesi anglosassoni market-based ed i Paesi europei bank-based. Infatti, in una nazione come l'Italia, ma anche in Germania ed in Francia, si ha in proporzione al PIL una bassissima percentuale di IPO ogni anno, sintomo che la quotazione in borsa rappresenta un'anomalia piuttosto che un ordinario step di crescita. Il primo e più importante fattore di influenza quando si decide se quotarsi

o meno in borsa è il market-to-book ratio. Infatti, si ottiene che la probabilità di lanciare un'IPO incrementa del 25% al crescere di una sola unità di standard deviation<sup>66</sup> di questa variabile. Questo significa che un'impresa tende a quotarsi quando essa stessa o addirittura l'intero settore è valutato molto positivamente dal mercato. Tuttavia, gli studiosi evidenziano che a livello italiano, a differenza di ciò che avviene negli Stati Uniti, i capitali non vengono utilizzati per finanziare dei progetti di crescita, ma piuttosto servono a portare guadagni sfruttando la sopravvalutazione degli investitori (in linea con la teoria del market-timing), oppure per risistemare i conti dopo aver sostenuto degli investimenti. Sulla rilevanza di questo fattore non concorda pienamente lo studio di Boehmer e Ljungqvist, che esaminando un campione di imprese tedesche, evidenzia che il rendimento operativo in realtà ha un impatto maggiore del livello di valutazione del mercato nella decisione di quotarsi sul mercato di borsa. (Boehmer & Ljungqvist, 2004). Il secondo elemento che influenza la scelta è la dimensione dell'impresa. In particolare, come facilmente intuibile, si ritrova per le società più grosse una probabilità molto più elevata di quotarsi in borsa. E' però singolare che mediamente le imprese italiane effettuano delle IPO di 8 grandezze superiori rispetto a quelle americane e sono mediamente più vecchie di sei volte (in termini di anni). Questa è ovviamente un'ulteriore prova della rilevanza dell'impatto del contesto in cui opera un'impresa sulle decisioni che questa prende. Essendo i costi diretti di quotazione tra mercato borsistico americano e italiano comparabili, Pagano, Panetta e Zingales, suggeriscono come motivo principale di tale differenza, la minore capacità delle istituzioni italiane di proteggere gli azionisti di minoranza. Per questa ragione, per non subire in forma eccessiva una sottovalutazione da parte del mercato, un'impresa italiana rispetto ad una americana, deve impiegare più tempo e risorse da investire in reputazione e trasparenza. Il terzo ed ultimo fattore individuato nel loro studio verrà approfondito nel

---

<sup>66</sup> E' l'indice più utilizzato per inferire nella dispersione di una variabile statistica. In finanza la deviazione standard è un indice della volatilità di un titolo e quindi del suo rischio.

paragrafo 2.5.6.2 ed è legato al tema della riduzione dei costi per accedere al credito bancario dopo la quotazione in borsa. (Pagano, et al., 1998). Un quarto fattore è la necessità di liquidità da parte dei vecchi azionisti. Un tipico esempio si ha nelle startup, in cui il Venture Capital utilizza l'IPO come strategia di exit, ottenendo un alto rendimento del suo capitale, quando invece la vendita della propria quota in una impresa privata ha dei costi di transazione piuttosto elevati. Inoltre, ci sono degli studi secondo cui l'imprenditore ha un guadagno maggiore dalle vendite di quote di proprietà nel mercato secondario, piuttosto che con una transazione privata. Questo perché a differenza di un piccolo investitore, i VC o i business angel sono disposti a pagare un prezzo inferiore dovendo subire il costo della mancata diversificazione finanziaria (Ritter & Welch, 2002). Una quinta motivazione per scegliere il go public si presenta quando ci sono dei vincoli legati alle alternative di finanziamento molto stringenti. Infatti, non è raro utilizzare le azioni di società quotate come alternativa al denaro liquido in sede di compra-vendita. Una sesta ragione è legata alla pubblicità ed all'interesse ricevuto da parte delle istituzioni. Infatti, sebbene l'adeguamento ad i requisiti richiesti da organismi come la Consob in Italia, o la SEC<sup>67</sup> in America abbiano un costo elevato, dall'altra parte comportano un aumento della credibilità dell'impresa non solo verso gli investitori, ma anche banche, clienti e fornitori. Ciò determina un aumento del potere contrattuale della società che determina una riduzione del Wacc<sup>68</sup> (Lowry, et al., 2017). Un'ulteriore motivazione potrebbe essere quella di essere un first-mover del settore e quindi di ottenere il

---

<sup>67</sup> SEC- *Securities and Exchange Commission*: è un'ente federale statunitense avente il compito di garantire il regolare andamento della borsa valori.

<sup>68</sup> *Weighted Average Cost of Capital*- indica il costo medio ponderato del capitale, che corrisponde alla media pesata dei costi delle diverse fonti di finanziamento. E' un indicatore molto utilizzato per valutare gli investimenti, in quanto l'NPV si calcola in base alla capacità dei flussi di cassa futuri generati da un progetto, di restituire il capitale ai finanziatori, e contemporaneamente di generare un profitto. Pertanto se il Wacc si riduce, aumentano le opportunità di investimento perché ci sono maggiori probabilità che un progetto abbia un NPV>0.



vantaggio della prima mossa. Come tipico esempio, di solito viene riportato il caso Netscape<sup>69</sup>, senza ricordare però che una sua diretta concorrente, Spyglass, che due mesi prima aveva acceduto al mercato borsistico, è crollato nel confronto con Netscape.

### **2.5.6.2 Il legame tra l'IPO underpricing e la riduzione dei costi del prestito**

Un manager razionale, prende le sue decisioni con l'obiettivo di ottenere risorse finanziarie al minor costo possibile. Dallo studio di Zhang e Su<sup>70</sup> si spiega la convenienza a quotarsi in borsa a seguito di una sostanziale riduzione dei costi del prestito post-IPO grazie all'esistenza di "tre canali". Il primo canale è una diretta conseguenza del cambiamento della struttura di capitale post-emissione. Infatti, l'aumento di equity, riduce il livello di indebitamento dell'impresa e quindi il rischio di insolvenza. L'effetto è la riduzione del tasso di interesse richiesto dagli istituti di credito. Il secondo canale è correlato al tema dell'asimmetria informativa. Infatti, il soggetto emittente è costretto ad adeguarsi a diversi requisiti normativi come descritto nel paragrafo. 1.4, in particolare in tema di trasparenza dell'informazione. Inoltre, la pubblicità associata alla quotazione, attirando l'attenzione degli analisti comporta la riduzione dei costi da sostenere dagli istituti di credito per prendere informazioni, e quindi la diminuzione del costo del debito. Il terzo ed ultimo canale è rappresentato dal marketing. L'annuncio al mercato di una imminente quotazione in borsa, rappresenta una forma di pubblicità nei confronti degli investitori ma anche dei clienti. Questo perché, la visibilità che si genera non investe solo la società, ma anche il prodotto o servizio venduto dall'impresa

---

<sup>69</sup> Uno dei primi e più importanti web browser informatici.

<sup>70</sup> Su un campione di:

- ◆ 1.010 aziende americane;
- ◆ 4.948 prestiti bancari concessi tra 3 anni pre-IPO e 3 anni post-IPO;
- ◆ Arco temporale: 1990-2013.

determinando un miglioramento delle performance da un punto di vista operativo. La conseguenza è un aumento della liquidità, che quindi consente all'impresa di accedere al credito bancario a tassi di interesse inferiori rispetto a prima dell'emissione. Lo studio non è stato rilevante solo per aver individuato tali canali, ma soprattutto per aver spiegato come la loro esistenza sia strettamente correlata al fenomeno dell'underpricing, ed in particolare alla sua dimensione. Una caratteristica fondamentale da evidenziare è che mentre il primo canale si presenta per ogni emissione di capitale<sup>71</sup>, il secondo ed il terzo si presentano solo in caso di IPO. Gli ultimi due meccanismi sono perciò strettamente collegati al cambiamento di status tra pubblico e privato. In relazione a questo tema è stato dimostrato come, contrariamente a quanto una logica puramente teorica potrebbe far pensare, l'importanza maggiore nella riduzione dei costi del prestito post-emissione sia in maggior parte dovuta a questi ultimi due canali. Di questo si ha un riscontro quantitativo, in quanto si ottiene che lo sconto sul tasso di interesse post-IPO (15,7%) è più del doppio di quanto succede in seguito ad una SEO (7,1%). Stabilita la rilevanza del go public, lo studio evidenzia l'impatto della dimensione dell'underpricing sull'andamento futuro del costo di finanziamento bancario. In particolare, si evidenzia che in caso di elevata sottovalutazione, si ottiene uno sconto post-IPO sul tasso richiesto dagli istituti di credito molto alto. Considerando che il valore medio di sconto ottenuto post-IPO sul tasso di interesse, il cui valore pre-IPO è di 276,79 bps<sup>72</sup>, è pari al 17,6%, Zhang e Su, suddividendo il campione in due sottogruppi sulla base del rendimento nel primo giorno di quotazione, hanno ottenuto che il sottogruppo che nel primo giorno di trading ha subito il maggiore underpricing, presenta una riduzione del tasso di interesse pari a 67,86 bps (23,7%) più che doppia rispetto allo sconto di 48,27 bps (12,6 %) ottenuto dal sottogruppo che lo subisce in forma minore. Tale risultato è comprovato da Arikian e Stulz che hanno verificato come ad un maggiore underpricing, corrispondono

---

<sup>71</sup> sia che si tratti di una prima emissione che di una successiva

<sup>72</sup> bps in forma estesa punti base. Un punto base corrisponde allo 0,01% di una quantità.

un numero superiore di acquisizioni post-IPO. Ciò è un chiaro indice di un minore costo sostenuto per gli investimenti. In aggiunta, Zhang e Su rilevano che il sotto campione di società che nell'IPO ha subito un maggior livello di underpricing, lasciando sul tavolo in termini quantitativi 21 miliardi di dollari in più rispetto al secondo gruppo, attraverso i vantaggi in termini di sconto sui tassi di interesse del debito, è riuscito a recuperare tale ammontare di capitale in "soli" 27 anni. Questa evidenza numerica, è un'ulteriore conferma della maggiore rilevanza degli ultimi due canali rispetto al primo e quindi del beneficio ottenuto con il *go public*. Infatti, un'underpricing di maggiore dimensione, significa aumentare la leva finanziaria, ma d'altro canto determina un rafforzamento dei canali legati al monitoraggio ed al marketing in quanto porta il caso all'attenzione di media ed analisti, e questo di conseguenza provoca la riduzione dell'asimmetria informativa. Sarebbe logico pensare che se esistesse una correlazione tra il tasso di interesse bancario e l'underpricing, allora c'è un legame anche con le variabili che influenzano la sua dimensione. Per questa ragione, i due studiosi hanno effettuato diverse regressioni per verificare l'esistenza di un legame con le seguenti variabili:

- Price revision<sup>73</sup>;
- Qualità dell'impresa;
- Età dell'impresa;
- Dimensione dell'impresa;
- Dimensione dell'emissione;
- Domanda di azioni da parte del mercato;
- Variabili esogene<sup>74</sup>.

La risposta è che non esiste un legame statisticamente significativo con il costo del debito. Nonostante, in prima istanza ciò sembri insensato, se non

---

<sup>73</sup> Variazione percentuale del prezzo di offerta rispetto alla fascia iniziale definita nel bookbuilding.

<sup>74</sup> Come variabile esogena è stato considerato il rendimento del NASDAQ, ovvero del mercato azionario su cui sono registrate la maggior parte delle imprese americane.

fosse così, si potrebbero dedurre delle soluzioni paradossali. Ad esempio, un'impresa qualitativamente inferiore dal punto di vista della trasparenza informativa, otterrebbe sorprendentemente un vantaggio rispetto ad un'impresa qualitativamente superiore dovendo pagare un maggiore costo di sottovalutazione (Zhang & Su, 2018). La conclusione è quindi che l'underpricing comporta un costo immediato da sostenere dall'impresa quando affronta la quotazione in borsa, ma determina dei benefici e guadagni sostanziali nel lungo periodo, in quanto il suo costo viene compensato dalla riduzione successiva del costo per accedere alla fonte di finanziamento bancaria. Il limite di tale ricerca inserita nel contesto di questa tesi, è che se anche possano ritenersi valide tali dinamiche, i dati da un punto di vista statistico devono essere presi con le pinze in quanto le imprese oggetto del campione appartengono alla realtà statunitense che è molto diversa rispetto a quella italiana. A livello italiano, come anticipato una soluzione analoga è stata trovata da Pagano, Panetta e Zingales, i quali però non hanno individuato l'esistenza dei tre canali, e non hanno quindi verificato la differenza statistica tra un'IPO ed una SEO. Questo li ha portati a ricavare una soluzione più parziale, ovvero che la riduzione ex-post del tasso di interesse è dovuta al cambiamento della leva finanziaria e degli equilibri di forza da un punto di vista contrattuale tra società e banche (Pagano, et al., 1998).

## CAPITOLO 3. Il mercato italiano

L'obiettivo di questo capitolo è quello di indagare le motivazioni che spingono un'impresa italiana a conduzione familiare a quotarsi o non quotarsi sul mercato di borsa, evidenziando le affinità e le diversità rispetto a quanto è stato esposto nel Capitolo 2 in cui il concetto è stato studiato considerando la letteratura a livello internazionale. Al fine di rendere la comprensione più efficace, si procederà di seguito analizzando il contesto presentando una panoramica sulla composizione, dimensione e caratteristiche delle imprese italiane. Infine, si proseguirà passando approfondendo il tema principale.

### 3.1 Classi dimensionali e definizione di PMI

Bisogna sottolineare che esistono diverse variabili e modi per categorizzare le imprese in classi dimensionali, e che i risultati sono sovente piuttosto differenti in base ai criteri utilizzati. Quindi, i metodi di classificazione delle imprese sono del tutto arbitrari e ne esistono diversi. Ad esempio, in base ai parametri fissati dal Ministero dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato con il D.M. n.527 nel 1997 si è definita media l'impresa con:

- meno di 95 dipendenti;
- fatturato annuo non superiore a 15 milioni di ECU<sup>75</sup>;
- in possesso del requisito di indipendenza;

mentre invece è definita piccola l'impresa con le seguenti caratteristiche:

- meno di 20 dipendenti;
- fatturato annuo non superiore a 2,7 milioni di ECU;
- in possesso del requisito di indipendenza.

---

<sup>75</sup> *European Currency Unit* – fu introdotta nel 1979. Questa era una moneta fittizia, ottenuta come paniere delle diverse valute europee vigenti, rappresentante la moneta unica europea. Fu in seguito sostituita nel 1999 dall'euro secondo un rapporto 1:1.

Il metodo di classificazione che verrà però utilizzato è quello stabilito nel G.U.C.E.<sup>76</sup> ed è quindi valido per quanto concerne tutti gli Stati appartenenti all'UE<sup>77</sup>. I criteri considerati sono tre:

- 1. ULA<sup>78</sup>;**
- 2. Fatturato annuo;**
- 3. Attivo di bilancio annuo.**

Sono state stabilite delle soglie quantitative per individuare la classe dimensionale di un'impresa, che è possibile visionare in Tabella 8. Ovviamente, la mancanza in Tabella 8 della tipologia grande impresa deriva dalla possibilità di dedurla come classe residuale. E' infatti sufficiente per rientrare nella categoria grandi imprese, il superamento anche solo di una delle soglie stabilite per le medie. Tuttavia, per essere definiti PMI<sup>79</sup> le suddette condizioni sono necessarie ma non sufficienti. Infatti, un'impresa anche se dovesse rientrare nei suddetti limiti, qualora dovesse avere accesso a fonti alternative di finanziamento potrebbe non essere definita una PMI. In particolare, esistono dei metodi ad-hoc per valutare se un'impresa è una PMI o meno (che non verranno di seguito approfonditi), in base oltre al rispetto delle soglie quantitative anche al fatto che la stessa sia una:

- Impresa autonoma<sup>80</sup>;
- Impresa associata<sup>81</sup>;

---

<sup>76</sup> Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea.

<sup>77</sup> Unione Europea.

<sup>78</sup> Unità lavorative per anno.

<sup>79</sup> Piccole e Medie Imprese.

<sup>80</sup> Si definisce tale un'impresa quando si presenta una delle seguenti condizioni:

- ◆ detiene al massimo il 25% della quota di proprietà in un'altra impresa;
- ◆ nessun'altra impresa detiene più del 25% di proprietà.

<sup>81</sup> Si definisce tale un'impresa quando si presenta una delle seguenti condizioni:

- ◆ detiene più del 25% della quota di proprietà di un'altra imprese;

- Impresa collegata<sup>82</sup>.

**Tabella 8: Soglie quantitative di classificazione delle imprese (Commissione Europea, 2020).**

<b>Categoria di impresa</b>	<b>Effettivi: unità lavorative l'anno (ULA)</b>	<b>Fatturato annuo (M €)</b>	<b>Attivo di bilancio annuo (M €)</b>
<b>Medie Imprese</b>	< 250	≤ 50	≤ 43
<b>Piccole imprese</b>	< 50	≤ 10	≤ 10
<b>Micro imprese</b>	< 10	≤ 2	≤ 2

### **3.2 Confronto Europa-Italia sulle caratteristiche delle PMI**

In base al report annuale sulle PMI europee del 2019 in Tabella 9, risulta che nei Paesi appartenenti all'UE, su un totale di 25.079.312 imprese, il 99,8% sono PMI. Esse costituiscono il 56,4% del valore totale monetario dell'aggregato di aziende, e determinano l'occupazione per circa i due terzi di tutto il settore privato. In particolare, sono un fenomeno rilevante le micro-imprese che numericamente rappresentano il 93% del totale ed occupano all'incirca una persona su tre. Andando ad analizzare più nel dettaglio, risulta come tale composizione sia analoga seppur con numeri e percentuali diverse in tutti gli Stati europei. E' possibile avere una visione

- 
- ◆ almeno un'altra impresa detiene oltre il 25% di proprietà;
  - ◆ Non è un'impresa collegata.

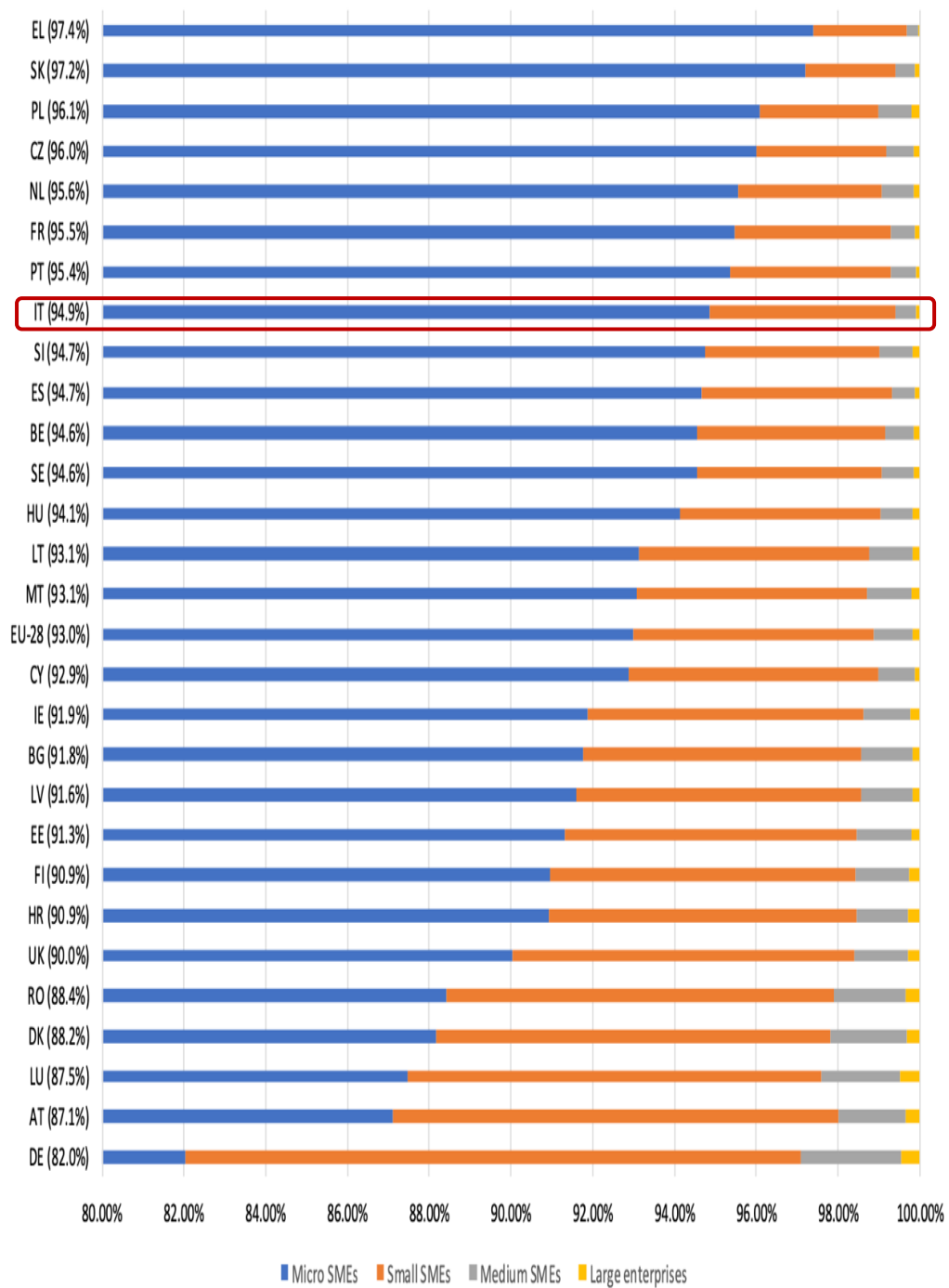
<sup>82</sup> Due o più imprese si definiscono collegate se fanno parte di un gruppo. In tale situazione un'impresa ha la maggioranza delle azioni con diritto di voto di un'altra e quindi ha la facoltà di nominare e revocare i componenti del Cda. Un tipico caso si ha quando un'impresa ne acquisisce un'altra e quindi ne assume la totalità del controllo.

**Tabella 9: Panoramica europea della tipologia di imprese in base alla caratteristica dimensione aziendale, e valore aggiunto ed occupazione per ogni categoria sulla base dei dati Eurostat (Commissione Europea, 2019)**

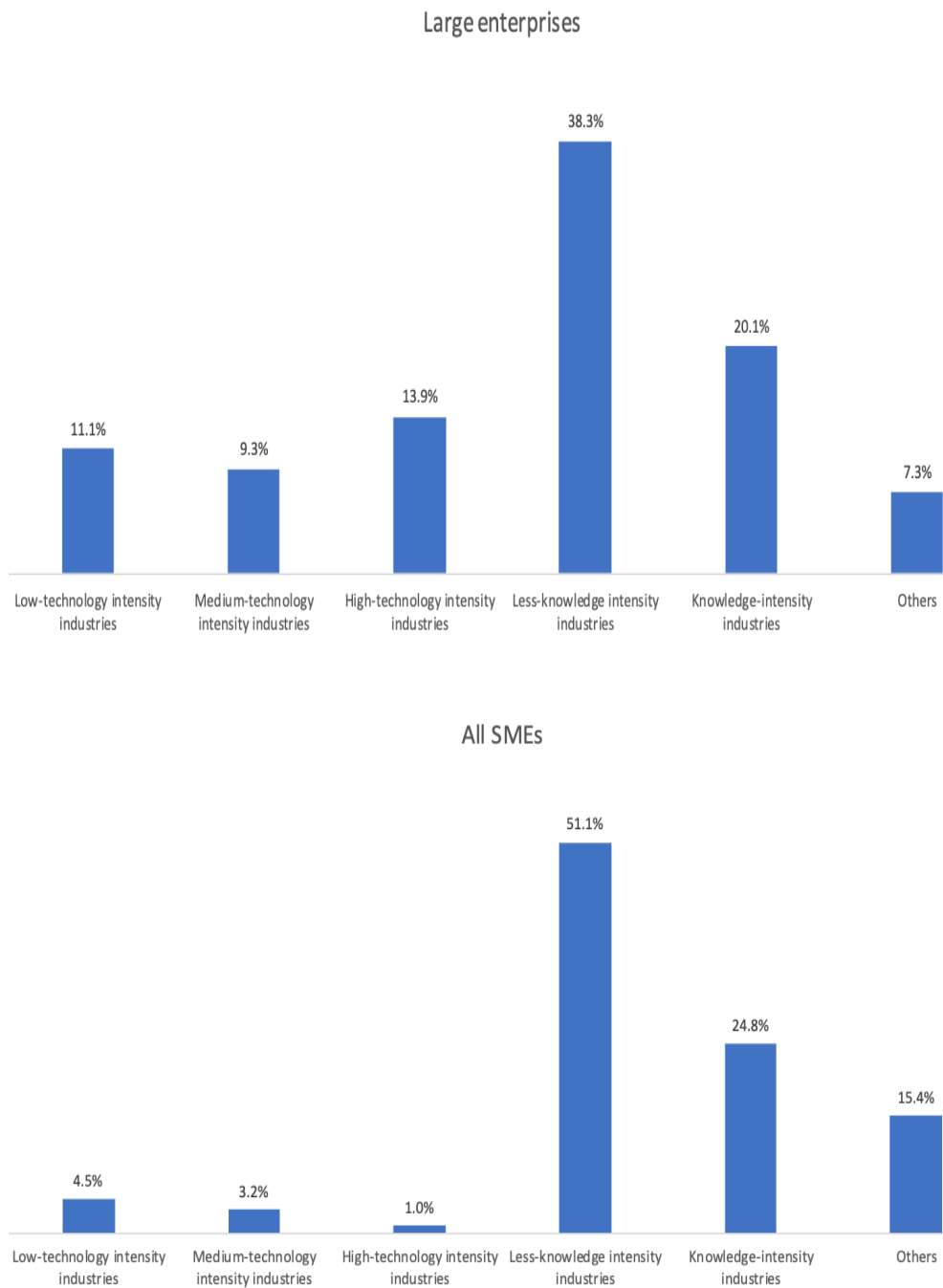
	Micro SMEs	Small SMEs	Medium-sized SMEs	All SMEs	Large enterprises	TOTAL - All enterprises
<i>Enterprises</i>						
Number	23,323,938	1,472,402	235,668	25,032,008	47,299	25,079,312
%	93.0%	5.9%	0.9%	99.8%	0.2%	100%
<i>Value added</i>						
Value in € (million)	1,610,134	1,358,496	1,388,416	4,357,046	3,367,321	7,723,625
%	20.8%	17.6%	18.0%	56.4%	43.6%	100.0%
<i>Employment</i>						
Number	43,527,668	29,541,260	24,670,024	97,738,952	49,045,644	146,784,592
%	29.7%	20.1%	16.8%	66.6%	33.4%	100.0%

quantitativa in Figura 8, da cui si rileva come in Italia il peso delle micro e piccole imprese sul totale, risulti essere leggermente al di sopra rispetto alla media europea. Analizzando in base all'industria di appartenenza in Figura 9, si evince che le PMI sono impegnate in settori caratterizzati da un livello di conoscenza e di tecnologia meno avanzata rispetto alle grandi imprese. Addirittura, per le PMI si registra un picco del 51,1% per i settori caratterizzati da low-knowledge intensity (Commissione Europea, 2020) (Commissione Europea, 2019).





**Figura 8: Composizione delle imprese per gli Stati appartenenti all'UE nel 2018 secondo i dati Eurostat (Commissione Europea, 2019).**



**Figura 9: Distribuzione per le grandi imprese e le PMI non finanziarie nel 2018 in base al livello di intensità di conoscenza e tecnologica settoriale (Commissione Europea, 2019).**

### 3.2.1 Confronto tra le PMI italiane ed europee

L'obiettivo di questo paragrafo è quello di approfondire le differenze che ci sono tra le PMI italiane e quelle degli altri Stati appartenenti all'UE. Osservando la Tabella 10, in prima istanza, si nota che in Italia il 99,9% delle imprese sono PMI. Tale dato risulta essere piuttosto allineato rispetto al 99,8% di media che si registra a livello europeo. La medesima considerazione si ripete scendendo ad un maggior livello di dettaglio, ovvero osservando le quote rispettive di micro, piccole e medie imprese. I numeri invece sono piuttosto divergenti analizzando le variabili occupazione e valore aggiunto. In questo caso, si vede come il peso delle PMI in Italia sia superiore di circa 12 p.p.<sup>83</sup>, sia per quanto concerne l'occupazione che il valore aggiunto apportato. Esaminando il medesimo concetto per le diverse classi dimensionali, si evince come in realtà questa differenza sia in gran parte dovuta alle micro-imprese. Come controprova, soffermandosi sui pesi relativi di piccole e medie imprese, si ricava che i numeri sono piuttosto allineati per le piccole, ed anzi addirittura per le medie il peso per la variabile occupazione a livello UE è del 4% superiore rispetto ai dati italiani. Un altro confronto interessante riguarda le

**Tabella 10: Confronto tra Italia e Paesi appartenenti all'UE, sui pesi relativi da un punto di vista numerico, di occupazione, valore aggiunto per classi dimensionali di imprese (Commissione Europea, 2019).**

Class size	Number of enterprises			Number of persons employed			Value added		
	Italy		EU-28	Italy		EU-28	Italy		EU-28
	Number	Share	Share	Number	Share	Share	Billion €	Share	Share
Micro	3,599,695	94.9%	93.0%	6,719,319	44.9%	29.7%	208.1	28.4%	20.8%
Small	172,324	4.5%	5.9%	3,088,490	20.7%	20.1%	151.8	20.7%	17.6%
Medium-sized	19,226	0.5%	0.9%	1,873,898	12.5%	16.8%	131.0	17.9%	18.0%
<b>SMEs</b>	<b>3,791,245</b>	<b>99.9%</b>	<b>99.8%</b>	<b>11,681,707</b>	<b>78.1%</b>	<b>66.6%</b>	<b>490.9</b>	<b>66.9%</b>	<b>56.4%</b>
Large	3,380	0.1%	0.2%	3,270,222	21.9%	33.4%	242.5	33.1%	43.6%
Total	<b>3,794,625</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>14,951,929</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>733.3</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

<sup>83</sup> p.p.- Punto percentuale.

performance. Per monitorare accuratamente questo aspetto, la Commissione Europea, dal 2008, stila il rapporto annuale SBA<sup>84</sup> in cui fa un resoconto delle regole e delle norme che vengono messe in atto dai singoli Stati per favorire lo sviluppo delle PMI. Sono stati individuati 10 principi utilizzati come criteri di valutazione della bontà delle politiche domestiche dei diversi Stati:

1. Think Small<sup>85</sup>;
2. Entrepreneurship<sup>86</sup>;
3. Second chance<sup>87</sup>;
4. Responsive administration<sup>88</sup>;
5. State aid and public procurement<sup>89</sup>;
6. Finance<sup>90</sup>;
7. Single Market<sup>91</sup>;
8. Skills and innovation<sup>92</sup>;

---

<sup>84</sup> Small Business Act.

<sup>85</sup> Pensare anzitutto in piccolo: valuta la capacità degli Stati di supportare le PMI nelle decisioni istituzionali.

<sup>86</sup> Imprenditorialità: serve per valutare lo spirito imprenditoriale di un Paese. Spesso si utilizza come indice del numero di attività imprenditoriali nel loro stato embrionale.

<sup>87</sup> Seconda possibilità: questo principio valuta le opportunità che ha un imprenditore “fallito” di rientrare nel mondo imprenditoriale.

<sup>88</sup> Amministrazione recettiva: valuta la capacità della politica di soddisfare le necessità delle PMI, in particolare quanto concerne gli oneri per l’avvio dell’attività.

<sup>89</sup> Appalti pubblici e aiuti di Stato: si valuta la capacità di uno Stato di facilitare l’accesso agli appalti pubblici ed agli aiuti di Stato alle PMI. In particolare come indice si osserva lo share di appalti che vengono conquistati le PMI in ogni Stato.

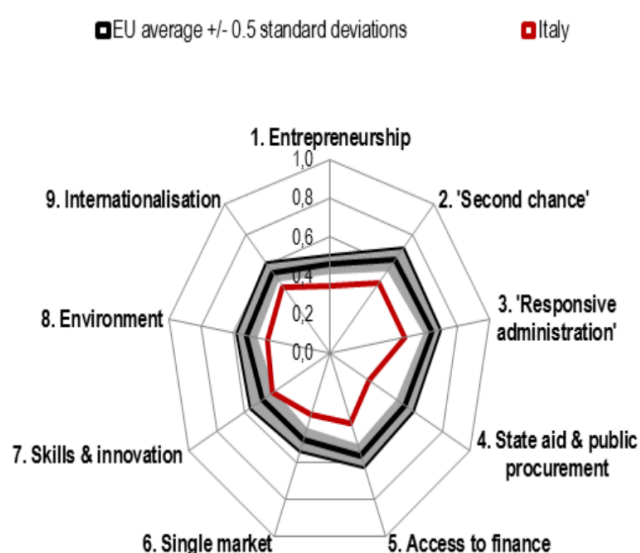
<sup>90</sup> Finanza: questo principio valuta il livello di facilità che hanno le PMI nell’accesso alle diverse fonti di finanziamento.

<sup>91</sup> Mercato unico: si valuta la facilità delle imprese di usufruire dei vantaggi collegati al mercato unico.

<sup>92</sup> Competenze e Innovazione: si valuta il livello di competenza ed innovazione delle PMI di uno Stato.

- 9. Environment<sup>93</sup>;
- 10. Internationalization<sup>94</sup>.

Secondo il rapporto SBA del 2019 risulta che su 9 principi analizzati<sup>95</sup>, l'Italia è sotto la media europea per 8. Nello specifico, l'unico principio che presenta un livello di performance adeguato agli standard europei (in realtà la valutazione è sotto la media ma all'interno della zona di tolleranza) è la qualità delle competenze, delle risorse umane e l'innovazione, grazie agli incentivi che sono stati forniti nell'ultimo decennio in tema di digitalizzazione dei processi ed Industria 4.0. Una rappresentazione grafica del confronto tra il livello di performance tra Italia e UE si può avere in Figura 10. Per avere invece una visione più dinamica, si può invece osservare la Figura 11 da cui si evince come dal

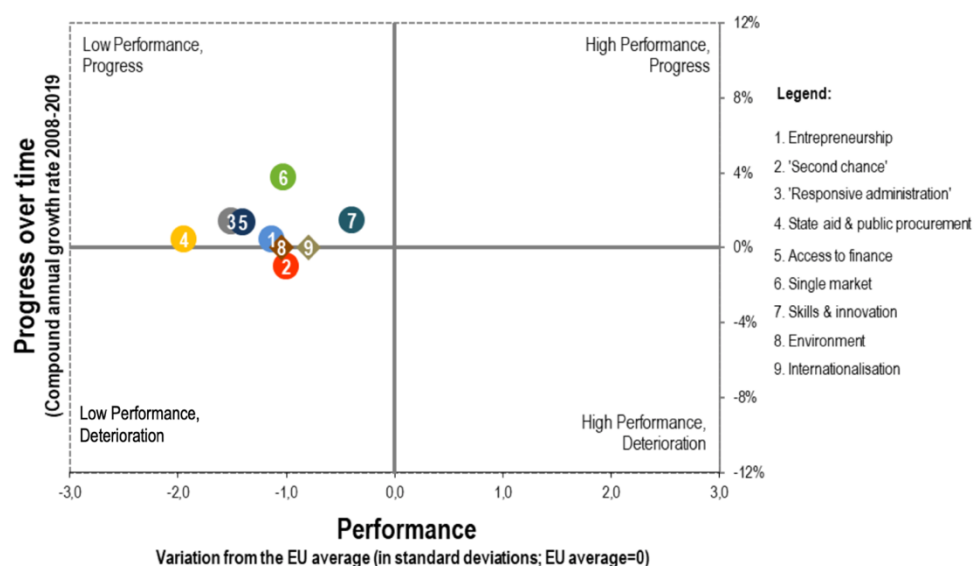


**Figura 10: Livello di soddisfazione dei principi SBA, confronto Italia-Europa (Commissione Europea, 2019).**

<sup>93</sup> Ambiente: valuta il livello di sostenibilità e rispetto ambientale delle PMI di uno Stato.

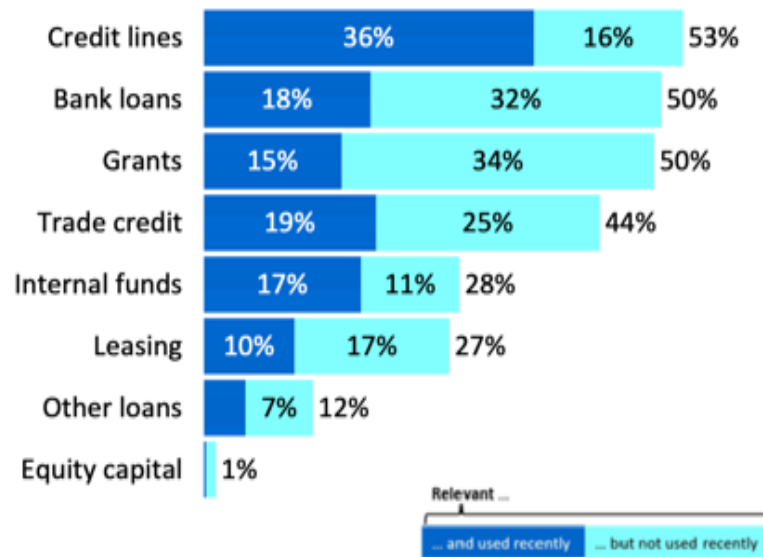
<sup>94</sup> Internazionalizzazione: si valuta il livello di crescita delle PMI nei mercati extra-UE di uno Stato.

<sup>95</sup> In quanto il principio Think Small non viene calcolato da un punto di vista quantitativo.



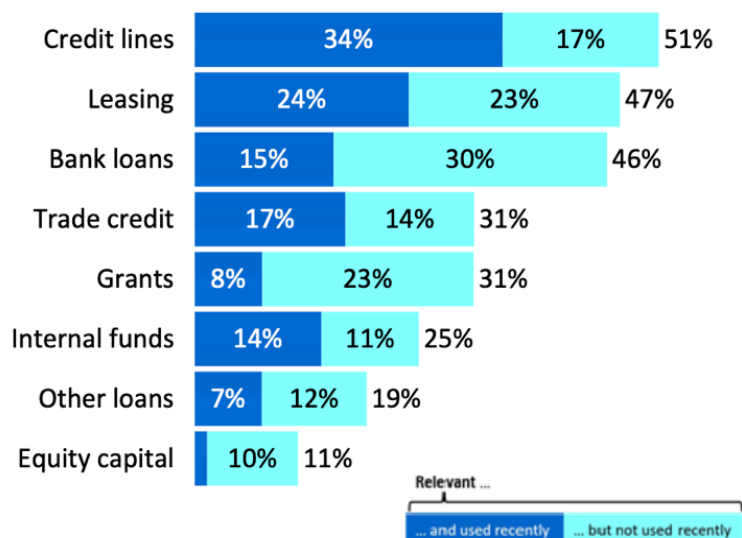
**Figura 11: Progress over time-Performance dei principi SBA per l'Italia, in cui si le coordinate di riferimento sono i valori medi rilevati a livello europeo (Commissione Europea, 2019).**

2008 al 2018, le performance risultano essere scarse ed in maniera generalizzata per tutti e nove principi. Tuttavia, eccetto per il principio “second chance” che presenta un tasso di crescita con segno negativo, gli altri indicatori hanno un outlook promettente presentando dei tassi di crescita positivi, anche se inferiori al 4% ed in alcuni casi prossimi allo 0 (Commissione Europea, 2019). Concentrando l’attenzione sulle differenze riguardanti le fonti di finanziamento a cui le PMI italiane ed in generale europee fanno affidamento è possibile fare le seguenti considerazioni. L’accesso alle fonti rappresenta un problema per il 9% delle PMI italiane, circa il 2% in più rispetto alla media europea. Analizzando invece come le PMI italiane valutano le singole fonti ed in che modo si finanziano, si ricavano delle sostanziali differenze rispetto alle pratiche comuni europee. In prima istanza, osservando Figura 12 e Figura 13 si può desumere che le linee di credito sono la fonte più utilizzata sia in Italia sia nell’UE, mentre l’equity rappresenta l’ultima in entrambi i casi. E’ però proprio sul capitale di rischio che si ha la differenza più marcata. Infatti, mentre in Italia tale fonte è rilevante per l’1% ed utilizzata ancora più raramente, in Europa conta mediamente per l’11%. Un’altra diversità è sulle sovvenzioni che sono considerate in Italia di 19 p.p. in più rispetto alla media europea.

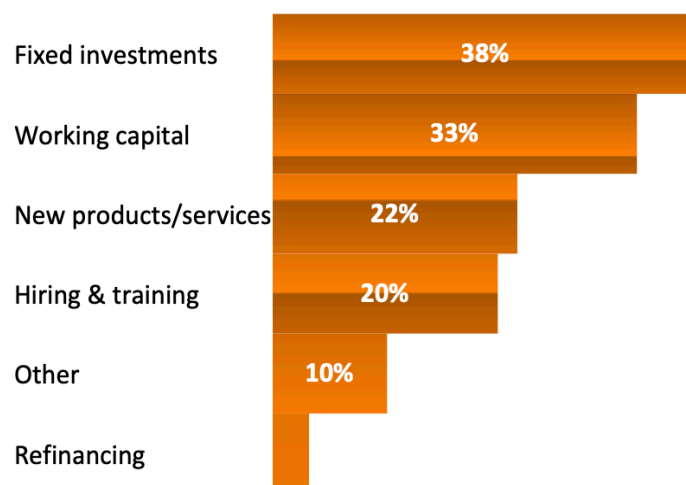


**Figura 12: Rilevanza delle fonti di finanziamento per le PMI italiane (Commissione Europea, 2019).**

Infine, si nota che viene conferita una maggiore importanza al leasing a livello europeo (47%) rispetto a quanto succede in Italia (27%), e lo stesso avviene per i prestiti bancari in cui si registra una percentuale di 4 p.p. inferiore per le PMI italiane. In Figura 14 e Figura 15 invece si può osservare in che modo i capitali vengono utilizzati a livello italiano ed

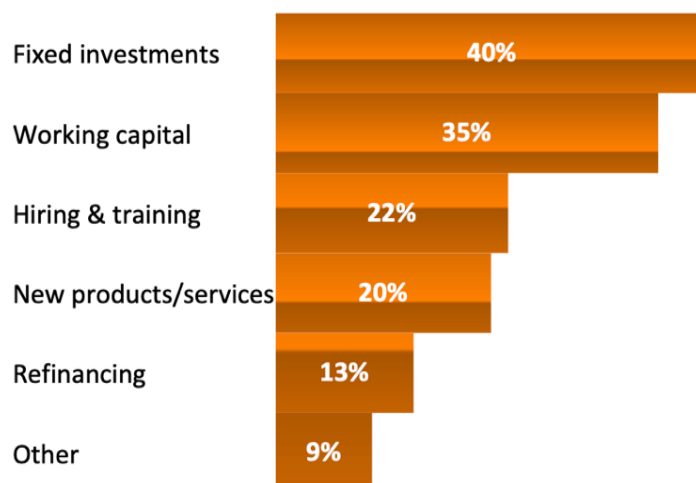


**Figura 13: Rilevanza delle fonti di finanziamento per le PMI europee (Commissione Europea, 2019).**



**Figura 14: Utilizzi del capitale per le PMI italiane (Commissione Europea, 2019).**

europeo. E' possibile notare che il modo di agire delle imprese italiane con quelle europee risulti essere molto simile. L'unica difformità è che mediamente in Europa si usano il 13% dei capitali per rifinanziare il debito, mentre in Italia tale percentuale presenta un valore trascurabile (Commissione Europea, 2019). L'ultimo tema che si vuole affrontare riguarda invece la quotazione in borsa. In base al rapporto "Sostenere l'accesso delle imprese al mercato: L'impegno della Consob" redatto dalla Consob stessa nel 2019, si evidenzia che le imprese italiane con



**Figura 15: Utilizzi del capitale per le PMI europee (Commissione Europea, 2019).**

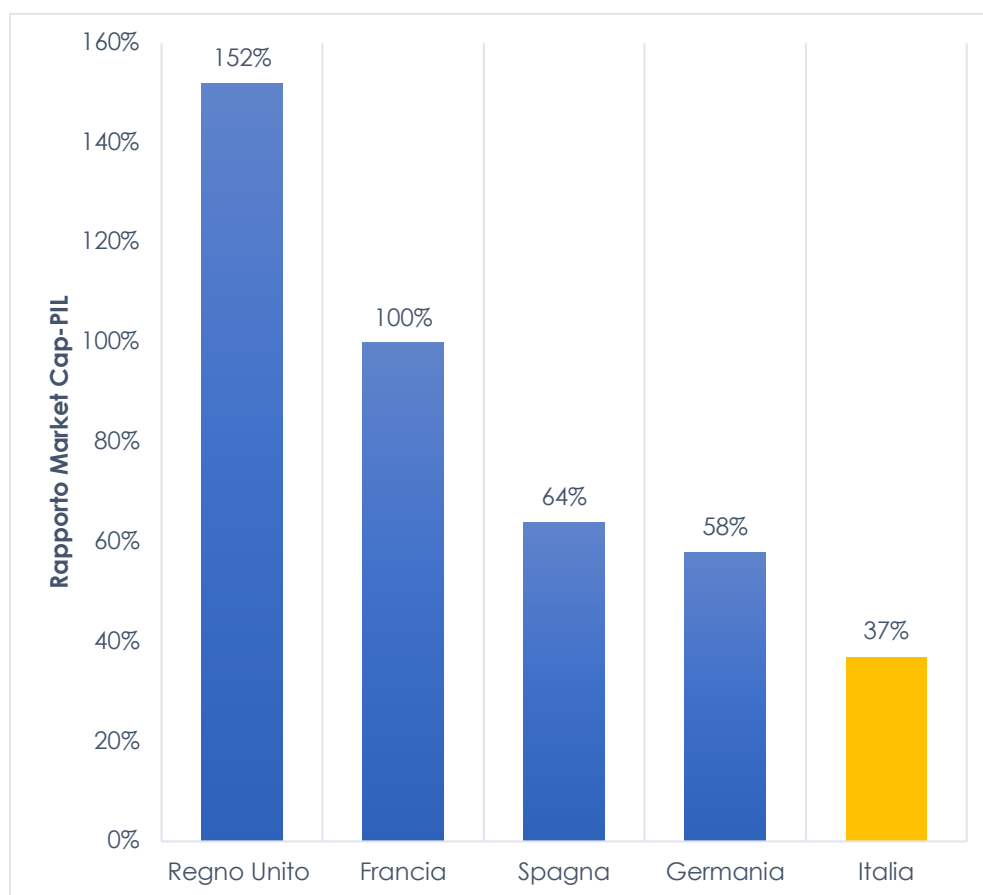


capitalizzazione inferiore a 500 milioni euro, in base ai dati del 2018, sono più della metà delle società quotate sul MTA, ma costituiscono meno del 4% della capitalizzazione totale. La differenza risulta chiara se si osserva la Tabella 11 da cui si deduce che sugli altri mercati di borsa europei, sono quotate molte più società. In particolare, focalizzando l'attenzione sulle società aventi una capitalizzazione di mercato superiore a 50 miliardi di euro, si nota come il peso di tale categoria di impresa sul market cap complessivo di borsa è pari ad oltre il 30% sui mercati esteri rispetto al solo 10% che si registra in Italia. Tale differenza, si avvalora ancor di più considerando che in realtà su Borsa Italiana Spa c'è una sola società con tale livello di capitalizzazione e che quindi costituisce questo 10%. Nello stesso tempo, le imprese italiane con bassa capitalizzazione di mercato, registrano valori percentuali del market cap di borsa del tutto simili rispetto alla media europea, a prova del fatto che le piccole società quotate italiane hanno mediamente una capitalizzazione inferiore rispetto alle analoghe europee (Consob, 2019). A conferma del minor grado di sviluppo del mercato di borsa italiano, si può considerare il dato visibile in Figura 16 secondo cui tra i Paesi più sviluppati dell'UE, l'Italia è quella che presenta il minore rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL. Infatti,

**Tabella 11: Peso percentuale di market cap per le diverse classi dimensionali di capitalizzazione di borsa per Borsa Italiana, Deutsche Boerse, Parigi EuroNext e London Stock Exchange (Consob, 2019).**

Capitalizzazione (miliardi di euro <sup>1</sup> )	Borsa Italiana			Deutsche Boerse (Xetra)			Parigi EuroNext			London Stock Exchange		
	N° quotate nella classe	Market Cap della classe	% Market Cap totale	N° quotate nella classe	Market Cap della classe	% Market Cap totale	N° quotate nella classe	Market Cap della classe	% Market Cap totale	N° quotate nella classe	Market Cap della classe	% Market Cap totale
<= 0,05	46	1.0	0.2%	106	2.4	0.2%	94	1.9	0.1%	658	10.9	0.4%
0,05-0,5	95	18.1	3.6%	183	34.1	2.4%	179	34.2	1.8%	655	127.4	4.9%
0,5 - 5	68	130.1	25.4%	109	185.4	12.8%	109	184.0	9.4%	361	541.9	20.8%
5 - 50	22	312.2	60.9%	53	774.7	53.7%	61	1.041.0	53.4%	76	1,057.8	40.6%
> 50	1	51.3	10.0%	6	446.3	30.9%	8	688.3	35.3%	9	866.5	33.3%
<b>totale</b>		<b>512.8</b>	<b>100%</b>		<b>1,443.0</b>	<b>100%</b>		<b>1,949.0</b>	<b>100%</b>		<b>2,604.6</b>	<b>100.0%</b>

seppure non stupisce che il Regno Unito presenti il rapporto di gran lunga più elevato pari al 152%, essendo un Paese market-based, si evidenzia una comunque significativa differenza con un Paese istituzionalmente simile come la Francia in cui questo rapporto si attesta a circa il 100% contro il 37% dell'Italia.



**Figura 16: Rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL di Regno Unito, Francia, Spagna, Germania e Italia ad ottobre 2018 (Fonte: Consob).**

### **3.3 Caratteristiche delle imprese italiane**

In base al rapporto di censimento del 2020 effettuato dall'Istat riassunto in Tabella 12 si osserva che nel 2018 risultano circa 1.033.737 imprese in Italia, di cui il 79,5% sono imprese tra 3-9 addetti. Dal 2011 al 2018, si rileva un fenomeno di riduzione del numero di imprese totali ma nello stesso tempo si registra un incremento dell'1,3% dell'occupazione, dovuta

**Tabella 12: Imprese ed addetti per classi dimensionali e settori di appartenenza per gli anni 2001, 2011 e 2018 in Italia (Istat, 2020).**

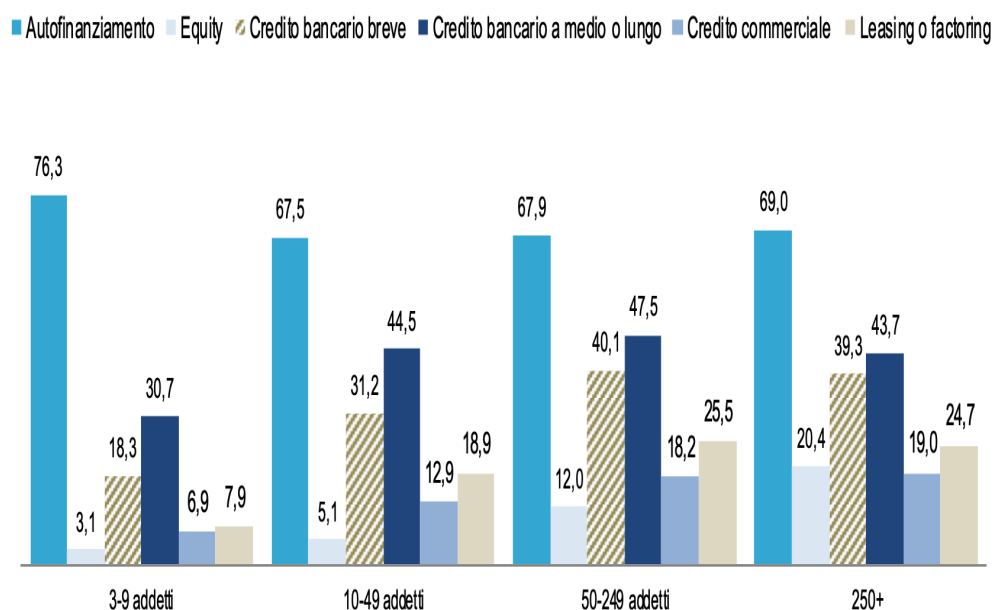
Classi di addetti/ Macrosettori	2018						2011						2001					
	Imprese		Addetti		Imprese		Addetti		Imprese		Addetti		Imprese		Addetti			
	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%		
3-9	821.341	79,5	3.740.110	29,5	837.209	79,9	3.820.052	30,5	762.536	78,8	3.445.396	29,1						
10-19	136.908	13,2	1.796.404	14,2	133.955	12,8	1.757.584	14,0	128.644	13,3	1.705.238	14,4						
20-49	50.826	4,9	1.513.579	11,9	52.196	5,0	1.552.199	12,4	52.574	5,4	1.547.560	13,1						
50-99	13.801	1,3	942.005	7,4	13.586	1,3	928.425	7,4	13.562	1,4	927.758	7,8						
100-249	7.300	0,7	1.099.134	8,7	7.180	0,7	1.079.739	8,6	6.865	0,7	1.030.294	8,7						
250-499	2.050	0,2	700.947	5,5	2.002	0,2	686.149	5,5	1.923	0,2	659.331	5,6						
500 e oltre	1.511	0,1	2.888.310	22,8	1.465	0,1	2.698.566	21,5	1.338	0,1	2.509.163	21,2						
Industria																		
in senso stretto	195.653	18,9	3.702.244	29,2	216.564	20,7	3.913.398	31,3	258.673	26,7	4.705.785	39,8						
Costruzioni	110.911	10,7	861.375	6,8	144.023	13,7	1.109.369	8,9	140.331	14,5	1.084.695	9,2						
Servizi	727.173	70,3	8.116.869	64,0	687.006	65,6	7.499.947	59,9	568.438	58,8	6.034.200	51,0						
<b>Totale</b>	<b>1.033.737</b>	<b>100,0</b>	<b>12.680.488</b>	<b>100,0</b>	<b>1.047.593</b>	<b>100,0</b>	<b>12.522.714</b>	<b>100,0</b>	<b>967.442</b>	<b>100,0</b>	<b>11.824.680</b>	<b>100,0</b>						

all'aumento del peso di imprese con più di 500 dipendenti. Dal punto di vista dell'ambito settoriale, si può notare come dal 2001, passando dal 2011 e fino al 2018 il peso del settore terziario aumenti, in particolare modo quello dei servizi è passato dal 58,8% al 70%. Dall'altra parte lo share di imprese inerenti il settore dell'industria è passato dal 39,8% del 2001, al 31,3% del 2011, fino al 18,9% del 2018. Una delle peculiarità delle

imprese italiane è che il controllo e le decisioni aziendali sono spesso centralizzate su una persona fisica o su una famiglia come si può desumere in Tabella 13. Risulta che il 75,2% del totale delle imprese italiane è gestita in ambito familiare. In particolare, come ampiamente prevedibile si osserva che al diminuire della classe dimensionale, aumentano le probabilità che ci sia un controllo familiare. Nonostante ciò, tale situazione rappresenta un fenomeno rilevante, per oltre il 30% dei casi anche per le imprese con più di 250 lavoratori. Oltre al controllo, anche la gestione spesso si concentra sulla figura dell'imprenditore, e solo per le classi dimensionali oltre i 10 addetti la presenza di un manager specializzato si presenta in numeri significativi, raggiungendo il picco del 21,2% nelle imprese con oltre 250 addetti. Per quanto concerne invece le fonti di finanziamento, dal 2011 al 2018 si mostra una generalizzata riduzione dell'esposizione bancaria, ed un aumento del 14% al ricorso all'autofinanziamento. Si desume pertanto come in questi anni sia stato perseguito un progressivo processo di *deleveraging*. In Figura 17 è presente un confronto tra i profili di adozione delle fonti di finanziamento delle diverse classi dimensionali. Si osserva che l'autofinanziamento rappresenta sempre la fonte più utilizzata per ciascuna classe, e come presumibile è in proporzione più rilevante per le imprese con meno di 9 dipendenti. Inoltre, si evidenzia che il ricorso all'equity aumenta il suo peso percentuale all'aumentare della classe dimensionali in seguito alla maggiore probabilità di ricorrere alla quotazione in borsa, o a strumenti

**Tabella 13: Controllo familiare, gestione manageriale e passaggio generazionale per classe dimensionale delle imprese italiane (Istat, 2020).**

Classi di addetti	Totale imprese	Imprese controllate da una persona fisica o da una famiglia			
		Numero	%	Gestione manageriale (% imprese)	Passaggio generazionale tra il 2013 e il 2018 (% imprese)
3-9	821.341	642.069	78,2	-	8,0
10-49	187.734	123.239	65,6	2,6	12,1
50-249	21.101	10.772	51,0	9,2	14,7
250 e oltre	3.561	1.318	37,0	21,2	14,6
<b>Totale</b>	<b>1.033.737</b>	<b>777.398</b>	<b>75,2</b>	<b>3,3</b>	<b>8,8</b>



**Figura 17: Fonti di finanziamento utilizzate per classi dimensionali di imprese italiane (Istat, 2020).**

innovativi come il venture capital. Si nota nonch  che al crescere delle dimensioni di un’impresa, aumenta il ricorso al credito a breve scadenza come riserva di liquidit  ed al credito commerciale. Tale tipologia di condotta   frutto del maggior potere contrattuale verso l’ambiente esterno che hanno le grandi imprese rispetto alle pi  piccole (Istat, 2020).

### **3.4 Caratteristiche delle PMI italiane**

In questo paragrafo, si concentrer  l’attenzione sulle PMI italiane per valutare le loro principali peculiarit  e le performance avute negli ultimi anni. Secondo il “Rapporto regionale PMI 2020” realizzato da Confindustria in sinergia con Cerved dalla Tabella 14 si rileva che le PMI italiane nel 2018 sono diventate 161.364 di cui il 59,9% sono localizzate nel nord Italia e solo il 19,7% nel sud Italia, ad ulteriore testimonianza del

**Tabella 14: Numero di PMI italiane per anno e per area geografica (Cerved, 2020).**

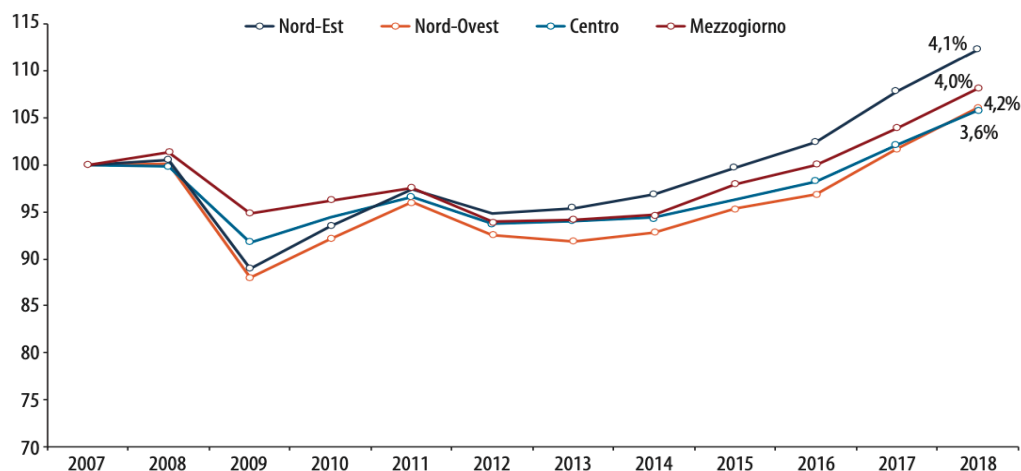
	2007	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Var.% 18/17	Var.% 18/07
<b>Italia</b>	<b>149.932</b>	<b>143.542</b>	<b>137.046</b>	<b>136.114</b>	<b>140.362</b>	<b>148.531</b>	<b>156.754</b>	<b>161.364</b>	<b>2,9%</b>	<b>7,6%</b>
<b>Nord-Est</b>	<b>38.736</b>	<b>37.602</b>	<b>35.961</b>	<b>35.659</b>	<b>36.421</b>	<b>37.894</b>	<b>39.924</b>	<b>41.219</b>	<b>3,2%</b>	<b>6,4%</b>
Emilia-Romagna	15.473	14.694	14.067	13.827	14.087	14.665	15.545	15.856	2,0%	2,5%
Friuli-Venezia Giulia	3.466	3.225	3.039	3.036	3.050	3.179	3.302	3.351	1,5%	-3,3%
Trentino-Alto Adige	3.011	3.306	3.154	3.280	3.322	3.349	3.525	3.655	3,7%	21,4%
Veneto	16.786	16.377	15.701	15.516	15.962	16.700	17.552	18.357	4,6%	9,4%
<b>Nord-Ovest</b>	<b>50.407</b>	<b>48.966</b>	<b>47.218</b>	<b>47.655</b>	<b>49.128</b>	<b>50.574</b>	<b>53.455</b>	<b>55.387</b>	<b>3,6%</b>	<b>9,9%</b>
Liguria	3.156	3.134	2.845	2.775	2.856	2.942	3.077	3.056	-0,7%	-3,1%
Lombardia	36.309	35.260	34.200	34.874	36.042	36.922	39.255	40.730	3,8%	12,2%
Piemonte	10.651	10.234	9.866	9.710	9.933	10.411	10.812	11.293	4,5%	6,0%
Valle d'Aosta	292	338	307	296	297	299	311	307	-1,4%	5,0%
<b>Centro</b>	<b>32.037</b>	<b>29.788</b>	<b>28.485</b>	<b>28.117</b>	<b>28.909</b>	<b>30.869</b>	<b>32.344</b>	<b>32.953</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,9%</b>
Lazio	13.924	13.191	12.735	12.384	12.789	13.696	14.502	14.142	-2,5%	1,6%
Marche	4.726	3.919	3.681	3.887	3.935	4.300	4.459	4.715	5,7%	-0,2%
Toscana	11.384	10.763	10.201	10.050	10.351	10.886	11.308	11.904	5,3%	4,6%
Umbria	2.004	1.914	1.867	1.796	1.834	1.988	2.075	2.192	5,7%	9,4%
<b>Mezzogiorno</b>	<b>28.751</b>	<b>27.186</b>	<b>25.382</b>	<b>24.683</b>	<b>25.904</b>	<b>29.194</b>	<b>31.031</b>	<b>31.805</b>	<b>2,5%</b>	<b>10,6%</b>
Abruzzo	2.672	2.520	2.350	2.288	2.316	2.526	2.703	2.867	6,1%	7,3%
Basilicata	690	721	659	654	742	829	860	882	2,5%	27,8%
Calabria	1.769	1.659	1.482	1.490	1.578	1.693	1.835	1.925	4,9%	8,8%
Campania	9.263	8.596	8.242	8.041	8.394	9.919	10.620	10.627	0,1%	14,7%
Molise	435	395	382	363	391	444	478	518	8,3%	19,1%
Puglia	5.759	5.695	5.235	5.069	5.289	5.937	6.312	6.500	3,0%	12,9%
Sardegna	2.482	2.314	2.139	2.054	2.154	2.322	2.441	2.590	6,1%	4,4%
Sicilia	5.681	5.286	4.892	4.724	5.040	5.524	5.783	5.897	2,0%	3,8%

divario tra queste due aree. Di queste imprese come si può vedere in Tabella 15, in base alla classificazione stabilite dalla G.U.C.E., in tutte le aree italiane oltre l'80% sono piccole imprese, ed il residuo sono invece di medie dimensioni. Inoltre, le PMI garantiscono il posto di lavoro a più di 4 milioni di persone, oltre il 50% dei quali in piccole imprese e

**Tabella 15: Peso delle piccole e medie imprese sul totale delle PMI italiane, per area geografica (Cerved, 2020).**

<b>Nord-Est</b>	<b>32.782</b>	<b>7.142</b>	<b>39.924</b>	<b>82,1%</b>	<b>17,9%</b>
Emilia-Romagna	12.732	2.813	15.545	81,9%	18,1%
Friuli-Venezia Giulia	2.761	541	3.302	83,6%	16,4%
Trentino-Alto Adige	2.883	642	3.525	81,8%	18,2%
Veneto	14.406	3.145	17.552	82,1%	17,9%
<b>Nord-Ovest</b>	<b>43.274</b>	<b>10.181</b>	<b>53.455</b>	<b>81,0%</b>	<b>19,0%</b>
Liguria	2.610	467	3.077	84,8%	15,2%
Lombardia	31.596	7.659	39.255	80,5%	19,5%
Piemonte	8.806	2.006	10.812	81,4%	18,6%
Valle d'Aosta	263	48	311	84,6%	15,4%
<b>Centro</b>	<b>27.496</b>	<b>4.848</b>	<b>32.344</b>	<b>85,0%</b>	<b>15,0%</b>
Lazio	12.260	2.242	14.502	84,5%	15,5%
Marche	3.804	655	4.459	85,3%	14,7%
Toscana	9.679	1.629	11.308	85,6%	14,4%
Umbria	1.754	321	2.075	84,5%	15,5%
<b>Mezzogiorno</b>	<b>26.747</b>	<b>4.284</b>	<b>31.031</b>	<b>86,2%</b>	<b>13,8%</b>
Abruzzo	2.317	386	2.703	85,7%	14,3%
Basilicata	724	136	860	84,2%	15,8%
Calabria	1.572	262	1.835	85,7%	14,3%
Campania	9.164	1.456	10.620	86,3%	13,7%
Molise	422	56	478	88,3%	11,7%
Puglia	5.436	876	6.312	86,1%	13,9%
Sardegna	2.106	335	2.441	86,3%	13,7%
Sicilia	5.007	776	5.783	86,6%	13,4%

localizzate nel nord Italia. Per quanto concerne le performance in Figura 18, si osserva che i tassi di crescita del fatturato registrati negli ultimi anni sono di segno positivo e quantitativamente rilevanti. Tuttavia, si osserva che la variazione del fatturato in termini reali dai valori pre-crisi e quindi dal 2007 fino al 2018 è di -0,8 punti, segnale che la crescita italiana a livello generalizzato è andata piuttosto a rilento. Inoltre, è interessante notare che allo stesso modo i risultati non sono confortanti comparando i



**Figura 18: Variazione percentuale del fatturato nelle diverse aree geografiche (Cerved, 2020).**

dati riguardanti l'EBITDA<sup>96</sup> attuali rispetto a quelli pre-crisi. In Tabella 16, si registra complessivamente una riduzione del 19,7% che raggiunge il picco negativo del -37,6% nel centro Italia e del -32,2% nel mezzogiorno. Per quanto riguarda la redditività si può vedere l'andamento del ROA<sup>97</sup> e del ROI<sup>98</sup> in Figura 19 e Figura 20. Il primo per le PMI risulta essere pari circa al 5%, in lieve calo nel 2018 rispetto al 2017, e di quasi un punto percentuale superiore rispetto al rendimento delle grandi imprese. Per quanto concerne invece il ROI, nel triennio dal 2016/2018, si registra un leggero e costante calo dovuto in gran parte alla riduzione dei margini, nonostante ci sia stato un costante decremento del costo del debito che nel 2018 si è attestato al 3,5% rispetto al 6,5% di partenza del

<sup>96</sup> Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization-utili prima degli interessi, delle imposte, del deprezzamento e degli ammortamenti, spesso nella finanza italiana viene chiamato Margine Operativo Lordo.

<sup>97</sup> Rapporto tra reddito operativo o EBITDA e totale dell'attivo patrimoniale. Questo indica la capacità di un'impresa di generare ricavi in base alle sue risorse.

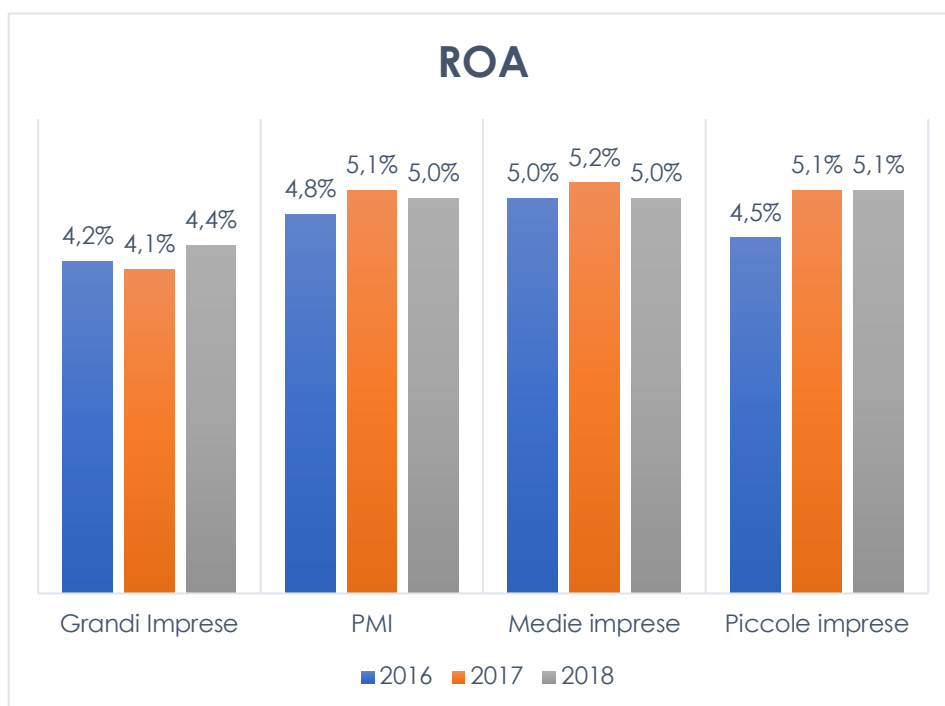
<sup>98</sup> Rapporto tra reddito operativo netto o EBIT e capitale operativo netto. Questo valuta le performance del capitale utilizzato per gli investimenti.



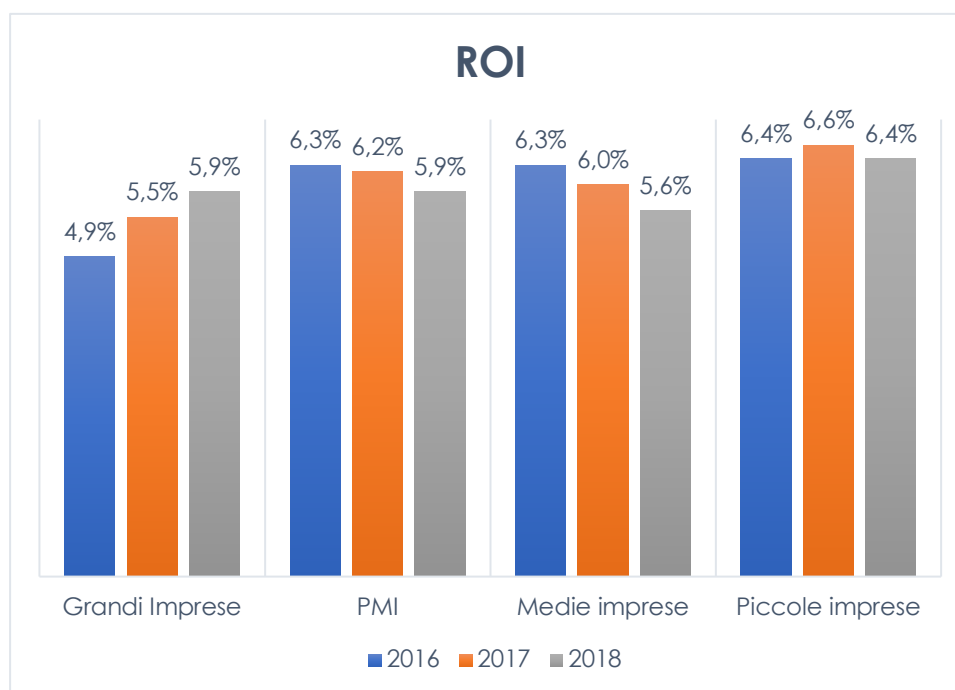
**Tabella 16: Variazione percentuale dell'EBITDA nelle diverse aree geografiche italiane (Cerved, 2020).**

	08/07	12/11	13/12	14/13	15/14	16/15	17/16	18/17	18/07
<b>Italia</b>	<b>-11,8%</b>	<b>-12,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,2%</b>	<b>1,2%</b>	<b>-19,7%</b>
<b>Nord-Est</b>	<b>-11,7%</b>	<b>-11,1%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,9%</b>	<b>4,2%</b>	<b>1,1%</b>	<b>-12,7%</b>
Emilia-Romagna	-10,8%	-11,1%	3,1%	4,7%	5,6%	5,5%	5,4%	-0,9%	-15,0%
Friuli-Venezia Giulia	-8,7%	-15,9%	11,0%	0,9%	9,3%	7,8%	2,3%	3,6%	-16,9%
Trentino-Alto Adige	-6,7%	-9,3%	2,3%	7,0%	4,5%	5,5%	6,4%	3,7%	5,5%
Veneto	-13,9%	-10,7%	3,5%	7,4%	4,7%	5,9%	3,0%	1,7%	-13,4%
<b>Nord-Ovest</b>	<b>-12,4%</b>	<b>-13,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,9%</b>	<b>1,1%</b>	<b>-23,5%</b>
Liguria	-5,9%	-11,1%	-4,7%	-0,7%	4,5%	-2,7%	-3,3%	-0,9%	-39,9%
Lombardia	-13,3%	-14,0%	2,4%	4,3%	3,2%	3,2%	4,6%	1,6%	-25,4%
Piemonte	-10,7%	-13,4%	6,7%	5,9%	4,7%	3,4%	2,6%	-0,7%	-15,2%
Valle d'Aosta	-19,7%	-12,9%	-8,9%	1,3%	2,3%	6,9%	7,7%	5,1%	-23,5%
<b>Centro</b>	<b>-15,4%</b>	<b>-15,5%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>-37,6%</b>
Lazio	-15,3%	-13,6%	-2,5%	2,3%	0,9%	-0,5%	2,0%	2,4%	-40,0%
Marche	-13,0%	-21,1%	0,7%	6,1%	4,9%	1,6%	0,6%	-0,1%	-44,3%
Toscana	-16,7%	-15,1%	2,2%	4,8%	2,8%	2,0%	2,2%	1,8%	-31,5%
Umbria	-13,7%	-17,0%	-4,0%	5,5%	2,4%	4,3%	2,8%	1,5%	-43,3%
<b>Mezzogiorno</b>	<b>-10,7%</b>	<b>-14,0%</b>	<b>0,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,2%</b>	<b>-32,2%</b>
Abruzzo	-9,1%	-19,9%	3,8%	7,1%	0,8%	-2,1%	0,0%	-4,6%	-45,1%
Basilicata	-7,4%	-6,2%	-6,3%	7,2%	-9,7%	3,8%	-1,5%	8,4%	-22,4%
Calabria	-8,0%	-9,1%	-2,0%	10,0%	6,9%	-0,7%	0,4%	-8,9%	-31,1%
Campania	-8,9%	-11,2%	3,4%	2,8%	6,4%	0,2%	2,7%	2,3%	-17,8%
Molise	-15,8%	-13,8%	-4,6%	-3,7%	19,8%	-2,4%	-2,9%	5,1%	-46,2%
Puglia	-8,9%	-13,5%	-1,2%	1,2%	9,0%	2,3%	-2,0%	3,5%	-32,2%
Sardegna	-14,8%	-17,8%	-4,7%	3,3%	9,1%	-0,5%	9,5%	-1,9%	-36,3%
Sicilia	-15,3%	-17,5%	0,5%	2,5%	2,6%	-1,2%	-2,4%	2,9%	-45,7%

2007 come visibile in Figura 21. Infine si conferma come espresso nel paragrafo 3.3, un fenomeno di progressiva riduzione della leva finanziaria che come visibile in Tabella 17 è passata dal 115,5% al 63,2%. A livello geografico si evidenzia che il maggior grado di indebitamento si presenta nel mezzogiorno con un picco del 75,7%.



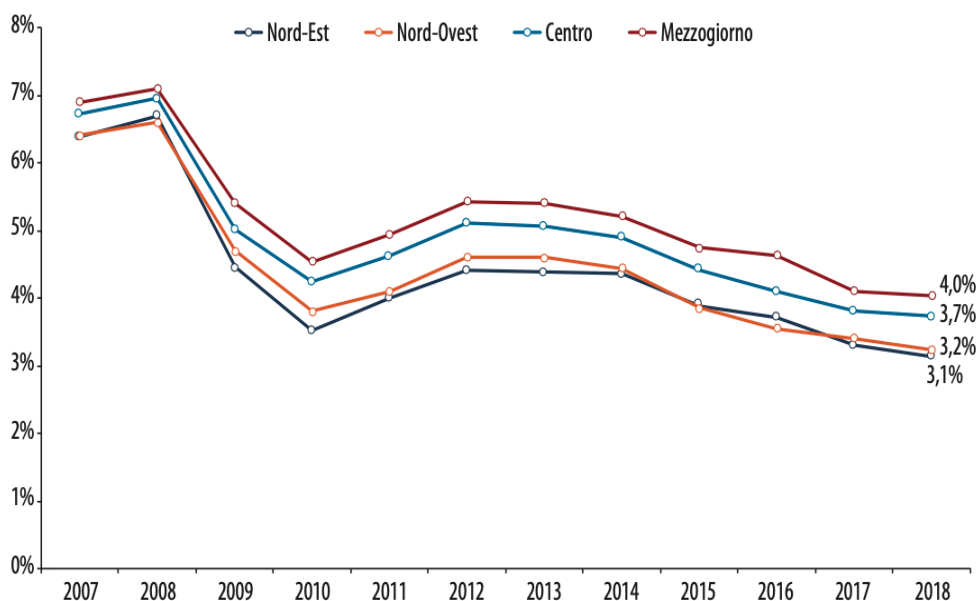
**Figura 19: ROA per le le piccole, medie e grandi italiane imprese nel triennio 2016/2018. (Cerved, 2019).**



**Figura 20: ROI per le piccole, medie e grandi imprese italiane nel triennio 2016/2018 (Cerved, 2019).**

**Tabella 17: Andamento della leva finanziaria nelle diverse aree geografiche italiane (Cerved, 2020).**

	2007	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Italia</b>	<b>115,5%</b>	<b>95,4%</b>	<b>90,4%</b>	<b>84,1%</b>	<b>78,3%</b>	<b>72,6%</b>	<b>66,4%</b>	<b>63,2%</b>
<b>Nord-Est</b>	<b>121,3%</b>	<b>89,4%</b>	<b>84,9%</b>	<b>79,5%</b>	<b>73,9%</b>	<b>67,0%</b>	<b>61,4%</b>	<b>58,2%</b>
Emilia-Romagna	116,0%	94,9%	92,1%	85,6%	79,0%	71,3%	66,9%	64,0%
Friuli-Venezia Giulia	123,5%	91,0%	80,4%	79,5%	70,1%	69,6%	62,3%	61,1%
Trentino-Alto Adige	111,4%	80,7%	79,7%	75,5%	75,9%	71,2%	69,4%	64,9%
Veneto	128,8%	86,3%	80,8%	75,2%	69,5%	61,7%	54,7%	51,2%
<b>Nord-Ovest</b>	<b>115,3%</b>	<b>93,8%</b>	<b>85,9%</b>	<b>76,7%</b>	<b>71,9%</b>	<b>68,3%</b>	<b>62,4%</b>	<b>58,7%</b>
Liguria	139,7%	111,6%	104,3%	97,8%	94,6%	99,6%	76,8%	71,6%
Lombardia	114,4%	87,6%	83,6%	75,8%	71,1%	67,2%	61,8%	57,9%
Piemonte	113,3%	91,0%	85,5%	75,4%	71,1%	66,8%	62,3%	60,0%
Valle d'Aosta	119,1%	85,9%	68,5%	76,2%	43,5%	46,8%	47,7%	43,8%
<b>Centro</b>	<b>143,3%</b>	<b>112,3%</b>	<b>104,7%</b>	<b>99,0%</b>	<b>88,8%</b>	<b>84,9%</b>	<b>75,6%</b>	<b>73,5%</b>
Lazio	143,0%	132,5%	119,6%	116,1%	96,7%	99,1%	85,7%	83,9%
Marche	148,7%	109,6%	97,4%	88,1%	85,7%	75,9%	61,6%	59,6%
Toscana	138,0%	96,2%	90,9%	88,4%	82,1%	74,3%	71,1%	68,9%
Umbria	163,3%	103,2%	114,8%	91,7%	90,4%	89,5%	79,1%	76,9%
<b>Mezzogiorno</b>	<b>126,7%</b>	<b>110,0%</b>	<b>104,0%</b>	<b>97,1%</b>	<b>94,1%</b>	<b>82,7%</b>	<b>78,5%</b>	<b>75,7%</b>
Abruzzo	121,5%	105,6%	99,8%	92,5%	91,9%	76,0%	80,6%	80,0%
Basilicata	123,7%	105,5%	106,3%	94,4%	79,9%	68,4%	69,6%	65,1%
Calabria	147,1%	133,2%	145,3%	116,0%	117,9%	104,5%	91,3%	78,9%
Campania	124,4%	102,3%	92,8%	89,6%	88,6%	79,1%	75,7%	73,3%
Molise	135,3%	85,0%	66,8%	61,8%	52,3%	70,4%	51,7%	48,2%
Puglia	138,6%	129,9%	117,9%	115,1%	104,1%	103,6%	95,1%	93,2%
Sardegna	140,3%	100,8%	92,7%	89,8%	88,5%	71,3%	69,8%	69,2%
Sicilia	112,1%	108,7%	110,4%	98,3%	96,8%	75,8%	71,1%	68,4%

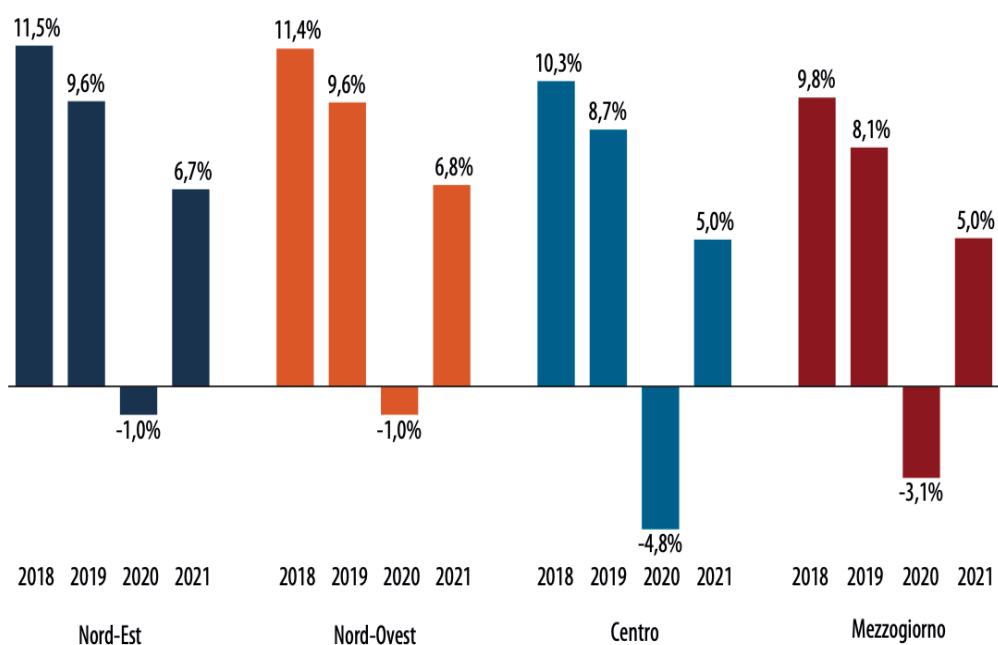


**Figura 21: Andamento del costo del debito dal 2007 al 2018 per le diverse aree italiane (Cerved, 2020).**

### 3.4.1 L’impatto del Covid-19 sulle PMI italiane

In base al “Rapporto Regionale PMI 2020” realizzato da Confindustria in collaborazione con Cerved, risulta a bilancio che la spinta di crescita post crisi si era esaurita anche prima dell’arrivo della pandemia globale legata al SARS-CoV-2. La certezza è che invece di ritornare ai livelli di performance pre-2008, si ritornerà in un periodo di recessione ben più grave. Secondo questo rapporto la variazione percentuale di fatturato prevista per il 2020 in seguito alle conseguenze del primo lockdown avvenuto nei mesi da marzo a maggio 2020, dovrebbe attestarsi attorno al -13%, con un rimbalzo nel 2021 pari ad un +11%, che determinerebbe comunque una perdita complessiva di 230 miliardi di euro per le PMI italiane. Anche se realizzato in base ai dati disponibili del 2020, è stata anche effettuata una valutazione di uno scenario pessimistico (che si è effettivamente concretizzato) di una seconda ondata pandemica con le conseguenti misure restrittive messe in atto dal governo, che comporterebbero una riduzione del fatturato vicina al 20%, ed una perdita complessiva nel biennio 2020/2021 di oltre 300 miliardi di euro. Gli impatti saranno notevolmente asimmetrici, con i settori maggiormente colpiti che sono quello cinematografico -65% e del trasporto -51%, con

ovviamente alcune rare eccezioni come l'e-commerce. Dal punto di vista della distribuzione territoriale, in tutte le aree la contrazione sarà superiore al 10%, con un piccolo vantaggio per le zone del sud-Italia che subiranno in proporzione delle perdite inferiori rispetto al nord-Italia. Chiaramente la contrazione del fatturato avrà dei forti impatti anche sull'EBITDA, ed ovviamente sulla redditività, in particolare con un ROE che si prevede nello scenario base (ad oggi quindi troppo ottimistico), come si può notare in Figura 22, riportare un valore mediamente negativo pari all'-1,9%, con un picco del -4,8% nel centro Italia, ed un rimbalzo previsto nel 2021 che comunque non permetterebbe di ritornare ai valori pre-pandemia. Questo scenario è sicuramente disastroso se si considera che le istituzioni non hanno la possibilità di gestire a pieno l'andamento della pandemia, e se si confronta tale scenario con i dati previsionali contenuti nel "Rapporto Cerved PMI 2019" visibili in Tabella 18, che comunque annunciavano per le PMI italiane nel biennio 2020/2021 una crescita del fatturato del 3% l'anno, dell'EBITDA tra l'1,5% e l'1% all'anno, e dei valori degli indici di redditività ROA e ROE rispettivamente intorno al 5% ed al 10%.



**Figura 22: Previsione del ROE per il biennio 2020/2021 nell scenario base della sola ed unica ondata pandemica.**

**Tabella 18: Dati previsionali per il biennio 2020/2021 prima della comparsa della pandemia legata al Covid-19 (Cerved, 2019).**

INDICATORE	2018	2019	2020	2021
Tasso di crescita del fatturato nominale	4,1%	2,6%	2,9%	3,0%
Tasso di crescita del valore aggiunto	4,1%	2,5%	2,8%	2,8%
Tasso di variazione del MOL	1,2%	0,5%	0,9%	1,5%
Debiti finanziari / Capitale netto	63,2%	62,5%	61,9%	61,6%
Oneri finanziari / MOL	13,0%	11,9%	11,7%	11,5%
ROA	5,0%	4,7%	4,5%	4,6%
ROE ante imposte e gestione straordinaria	11,0%	10,5%	10,2%	10,4%
Debiti finanziari / MOL	3,1	3,3	3,2	3,1

### 3.5 Il ruolo delle famiglie

Innanzitutto bisogna stabilire i parametri con cui definire un'impresa a conduzione familiare. In particolare, tipicamente si considerano tre fattori:

1. La quota di capitale effettiva di una persona fisica, considerando non solo le quote dirette, ma anche quelle detenute per mezzo di altre imprese aventi una partecipazione e quindi grazie a delle strutture piramidali;
2. La distinzione tra le diverse categorie di azioni, in particolare tra quelle aventi o non aventi diritto di voto;
3. L'esistenza di legami familiari tra i diversi soci<sup>99</sup>.

---

<sup>99</sup> I criteri per individuare l'esistenza di tali legami sono tre:

1. Medesimo cognome;
2. Comproprietà immobiliari;
3. Medesima residenza.

Considerati tali vincoli si ottiene che 101 mila PMI, all'incirca due su tre a livello nazionale sono a conduzione familiare<sup>100</sup>. Dal punto di vista dimensionale, a conferma di quanto espresso nel paragrafo 3.4, risulta che circa il 70% delle PMI più piccole sono controllate da famiglie, mentre per le più grandi la loro presenza si riduce al comunque significativo valore del 35,6%. Sono pressoché presenti in tutti i settori, anche se la loro concentrazione è di circa 15% p.p. superiore nel settore delle costruzioni e dell'industria rispetto al terziario. Queste industry, mostrano una maggiore inclinazione all'internalizzazione, ma nello stesso tempo l'età media delle imprese operanti è significativamente più alta rispetto agli altri settori, passando di mano di generazione in generazione. Di conseguenza non stupisce la bassa propensione delle imprese familiari ad operare in settori high-tech. In base alla relazione "L'impresa familiare: il finanziamento tra banca, private equity e quotazione in borsa" realizzata nel 2011 dal Politecnico di Milano, il fenomeno italiano del controllo familiare si lega con il tema della non contendibilità delle imprese. Infatti, il problema è che gli investitori, in particolare quelli istituzionali, non sono attratti da società non contendibili come quelle italiane. Tale situazione si conferma anche dopo l'IPO in cui si rileva che le famiglie mantengono una quota di controllo molto elevata. Proprio dal punto di vista della propensione alla quotazione, si evidenzia come le aziende a conduzione familiare siano piuttosto avverse. Infatti, delle 101 mila PMI che rientrano nella categoria delle imprese a conduzione familiare, come si può osservare in Tabella 19, nel 2016 risultano solo 344 quotate sul MTA, e 119 sull'AIM, mentre considerando anche le grandi imprese diventano rispettivamente 558 e 130 (Cerved, 2018) (Politecnico di Milano, 2011).

---

<sup>100</sup> Quando nel complesso dei suoi componenti una famiglia detiene oltre il 50% delle azioni con diritto di voto.

**Tabella 19: Panoramica sulle imprese italiane a conduzione familiari: numero di imprese, soci, peso delle donne, età media, e quantità di quotate sul mercato MTA e AIM (Cerved, 2018).**

	IMPRESE	SOCI	SOCI/IMPRESA	% DONNE	ETÀ MEDIA
PMI					
Non familiari	46.769	167.939	3,59	28,7%	56,3
Familiari	100.790	301.589	2,99	34,0%	55,3
Di cui: la famiglia controlla 100% del capitale	60.138	140.162	2,33	32,8%	54,5
<b>Totale imprese (Non quotate, non nel portafoglio di fondi)</b>	<b>147.559</b>	<b>469.528</b>			
Quotate	344				
Quotate AIM	119				
Nel portafoglio fondi	508				
PMI e grandi imprese					
Non familiari	49.907	177.610	3,56	29,0%	56,4
Familiari	102.737	310.829	3,03	34,0%	55,2
Di cui: la famiglia controlla 100% del capitale	60.807	142.216	2,34	32,7%	54,6
<b>Totale imprese (Non quotate, non nel portafoglio di fondi)</b>	<b>152.644</b>	<b>488.439</b>	<b>3,20</b>		
Quotate	558				
Quotate AIM	130				
Nel portafoglio fondi	665				

### 3.6 Le motivazioni che inducono allo stay private

Lo scopo di questo paragrafo è indagare le motivazioni che inducono le imprese italiane a non quotarsi in borsa nonostante la serie di benefici descritti nel paragrafo 2.5.6. Infatti, nonostante una serie di riforme ed incentivi che sono stati forniti a partire degli anni 2000, che hanno avuto il via dalla Legge Draghi con l'introduzione del Tuf nel 1998, si nota come



nell’arco di questi due decenni in Italia il numero di imprese quotate sia rimasto pressoché inalterato. Tale dato risalta se confrontato con la crescita di 1.903 unità che si è avuta ad esempio in Spagna tra il 2000 ed il 2015, e la quantità di società quotate sui mercati di borsa degli altri Stati come visibile in Tabella 20. La letteratura è piuttosto povera riguardo al tema in questione, in quanto l’attenzione è sempre stata riposta sulle cause che spingono al go public anziché approfondire anche le ragioni che inducono allo stay private.

**Tabella 20: Numero di imprese sul mercato di borsa domestico per diversi Stati tra il 2000 ed il 2015 (Consob, 2019).**

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

### 3.6.1 Vantaggi dello stay private

In base al discussion paper “Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane” del 2017 della Consob, la prima ragione individuata è la potenziale *minaccia della perdita del controllo societario* in seguito all’IPO. Questo concetto è ancora di più rilevante se si considerano le caratteristiche proprie delle imprese italiane. Come esposto nel paragrafo 3.5, il fenomeno della conduzione familiare è una tipica peculiarità nel nostro Paese.

L'importanza di questo tema è che tale caratteristica ha un peso rilevante anche considerando l'élite del mercato azionario. Infatti, in base ad un report del 2019 redatto dalla Consob, come visibile in Tabella 21 su Borsa Italiana nel 2018 le aziende a conduzione familiare costituivano il 65,8%, detenevano il 33% del market cap totale e la quota media dell'azionista di maggioranza si è attestata al 48,3%, in crescita di 0,6 p.p. rispetto al 47,7% del 2017, sempre più vicina alla quota di maggioranza assoluta (Consob, 2019). In base allo studio di Boehmer e Ljungqvist del 2004 su un campione di 330 aziende tedesche, si rileva che le imprese a conduzione familiare hanno una probabilità inferiore del 26% di go public rispetto alle società ad azionariato diffuso. Secondo la loro ipotesi, la quotazione sul mercato di borsa rappresenta una minaccia al controllo dell'impresa di famiglia. Inoltre, Boehmer e Ljungqvist osservano che le modifiche agli assetti di gestione per rispettare i requisiti di borsa, non consentendo di godere pienamente dei benefici privati collegati al controllo, sono meno digeribili per le imprese familiari rispetto alle non familiari (Boehmer & Ljungqvist, 2004). Queste evidenze però non sono confermate in Italia rispetto ad altri Paesi in base agli studi di Laura Abrardi e Laura Rondi, che analizzando un campione di società quotate su Borsa Italiana tra il 2000 ed il 2017, osservano che non è possibile dimostrare statisticamente un peggior rendimento delle imprese a conduzione familiare rispetto alle

**Tabella 21: Numerosità, peso numerico, e peso in termini di market cap, della presenza di famiglie, autorità pubbliche, istituzioni finanziarie nelle imprese quotate su Borsa Italiana (Consob, 2019).**

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

non familiari (Abrardi & Rondi, 2020). Questo significa che la realtà empirica non supporta l'idea per cui tali società estraggano in maniera più consistente tali benefici, dovendo a rigor di logica questo fenomeno impattare direttamente sulle performance. Le imprese italiane sovente come noto, invece di ricercare capitali sul mercato azionario fanno un ampio ricorso al prestito bancario. Tuttavia, raggiunto un certo livello di leverage, l'unica alternativa per continuare a finanziare gli investimenti è ricorrere all'equity. Tipicamente le imprese italiane utilizzano l'autofinanziamento e solo in rari casi, quando questo non è adeguato ricorrono al mercato dei titoli. Ne consegue che le società non quotate sono costrette da maggiori vincoli di natura finanziaria di cui la prova è la presenza di una forte correlazione positiva tra flussi di cassa ed investimenti rispetto alle società quotate. Ci sono ovviamente delle alternative alla borsa, come ad esempio il venture capital trattato nel paragrafo 2.1.3. Questo però non è un metodo di finanziamento particolarmente amato da parte degli imprenditori perché i venture capital impongono delle condizioni molto stringenti nella gestione della società. Per questa ragione, gli unici ad usufruirne sono le startup, ma non solo perché i venture capital sono interessati ad imprese potenzialmente con una redditività molto elevata come descritto nel paragrafo 2.1.3 ma anche perché gli stessi fondatori delle startup, preferiscono attraverso gli early stage soffrire della loro "invadenza" piuttosto che dover rispettare i requisiti di trasparenza imposti dalla borsa, che impedirebbero di gestire in maniera ottimale il rischio. Questo è un motivo che spiega lo stay private delle piccole imprese, le quali vedono l'IPO come una opzione non ottimale per il finanziamento di investimenti che necessitano di un valore limitato di capitale rispetto al private equity ed al venture capital. Un'ulteriore opzione inizialmente indirizzata alle sole startup, al fine di stimolare l'innovazione, è l'equity crowdfunding<sup>101</sup>. Questo strumento è stato introdotto in epoca recente essendo anche il mercato degli investitori

---

<sup>101</sup> Sono delle sottoscrizioni popolari di un gruppo di individui che credono in una idea innovativa.

di rischio nel panorama italiano poco sviluppato. Prima dell'equity crowdfunding, soltanto le Spa<sup>102</sup> potevano offrire le azioni al pubblico, mentre invece per le Srl<sup>103</sup> il capitale sociale poteva essere solo suddiviso in quote e c'era il divieto assoluto di rappresentarlo in azioni. La differenza è che le azioni sono delle entità dotate di valore autonomo e rappresentano l'unità minima in cui si è deciso di suddividere il capitale sociale, mentre le quote sono legate alle persone, e perciò i diritti sono direttamente proporzionati al conferimento del socio. Quindi, per una Srl il numero di quote corrisponde esattamente al numero di soci, invece nelle Spa il numero di azioni è indipendente dal numero di soci. L'equity crowdfunding consente la vendita di quote di Srl tramite un portale digitalizzato e per questa ragione sono state riprodotte nelle startup le categorie di quote in forma analoga alle categorie di azioni: esistono quote con senza diritto di voto o con diritto solo su alcuni argomenti, o quote che contano meno di un voto o più di un voto come nel caso del voto multiplo per le Spa. Questo è stato pensato per incentivare l'apertura delle società nei confronti di terzi, ed è stata regolato dalla Consob, che come detto si occupa anche di regolare il mercato di borsa. Proprio l'Italia nel 2013 è stato il primo Paese a regolare l'equity crowdfunding ed ha effettuato diverse riforme per incentivarne l'uso, l'ultima in ordine temporale la Legge di Bilancio 2017 (art. 1, comma 70) la quale concede la possibilità di rifarsi a tale strumento a tutte le PMI italiane e non solo alle startup. In aggiunta, alla presenza di alternative, comunque non si può ritenere la minaccia della perdita del controllo come un motivo veramente valido di rinuncia alla quotazione in borsa per le imprese a conduzione familiare. E' sufficiente considerare che tra i requisiti formali richiesti per poter lanciare un'IPO come descritto nel paragrafo 1.4, il flottante minimo anche qualora si scegliesse il segmento più vincolante ovvero lo STAR è del 35%. Tale livello essendo nettamente inferiore al 50% comunque permetterebbe alla famiglia di mantenere ben saldo il controllo della società. Questa

---

<sup>102</sup> Società per Azioni.

<sup>103</sup> Società a Responsabilità Limitata.

riflessione può ritenersi ancor di più valida considerando che il legislatore ha imposto un flottante del solo 10% nell'AIM Italia proprio per ridurre questo timore per le piccole imprese italiane. Inoltre, a livello teorico, l'imprenditore ha sempre l'incentivo a separare proprietà e controllo così da poter ottenere maggiori benefici non monetari. Il secondo vantaggio dello stay private è correlato al cosiddetto *earning management*<sup>104</sup> che consente agli amministratori di distorcere i dati per favorire alcuni stakeholder a dispetto di altri. Ovviamente, tanto più si ricorre a tale pratica, tanto minore è la qualità dei dati contabili e quindi l'utilità dell'informativa societaria per i diversi attori del mercato. Un esempio tipico è quando le imprese con un elevato rapporto di indebitamento, per evitare di far scattare determinate clausole debitorie, presentano una situazione reddituale migliore di quella reale. In particolare, esistono due categorie di *earning management*:

1. *Real earning management*: consiste nella sovrastima o sottostima del reddito di esercizio in base al modo in cui si decide di strutturare da un punto di vista contabile le operazioni;
2. *Disclosure earning management*: consiste nel manipolare il reddito di esercizio sulla base della discrezionalità del management, inserendo a bilancio utili futuri, oppure differendo ricavi ad esercizi futuri.

L'*earning management* è uno strumento utilizzato dai manager per mostrare all'*outside equity* solo i dati di performance a cui sono interessati, ovvero i dati riguardanti gli utili. Questo li porta a dichiarare attraverso queste tecniche, un utile > 0 e se possibile in linea con un livello che gli analisti ritengono soddisfacente. Una dimostrazione dell'utilizzo di tale pratica, è che la distribuzione del reddito di esercizio delle varie imprese si concentra sullo zero, in quanto i manager preferiscono evitare

---

<sup>104</sup> L'*earning management* è la pratica manageriale di manipolazione dei dati contabili soggetti a discrezionalità. L'utilizzo massiccio di questa pratica può talvolta ricadere nell'ambito penale della frode.

di portare in assemblea un bilancio anche con utile negativo. Diverse teorie ritengono che nelle imprese private c'è un maggiore margine di azione ed una maggiore pratica dell'earning management. Le imprese pubbliche infatti hanno maggiori obblighi in termini di informativa societaria, che viene a sua volta molto più utilizzata dagli azionisti delle società quotate rispetto alle non quotate. Dall'altra parte però gli azionisti delle imprese non quotate, soffrono in forma minore dell'asimmetria informativa, e quindi adottano un controllo più efficiente nei confronti del manager. Empiricamente i dati sono piuttosto discordanti se si considera che su un campione di imprese degli Stati Uniti in uno studio di Givoly del 2010, risulta che la qualità dell'informazione è migliore per le imprese private rispetto alle quotate. Sullo stesso tema, la Consob ha condotto un'analisi su un campione di 102 PMI tra il 2002 ed il 2011. La particolarità di questo studio deriva dall'essere stato il primo ad effettuare un confronto sull'utilizzo degli earning management tra imprese quotate e non quotate a livello italiano. Per ottenere dei dati più accurati, sono state scelte 51 società pubbliche, ciascuna delle quali è stata accoppiata ad una società non quotata del medesimo settore industriale<sup>105</sup> e paragonabile dal punto di vista dimensionale<sup>106</sup>. Sono stati usati diversi metodi per valutare statisticamente delle differenze di comportamento tra imprese private e pubbliche. In particolare, l'analisi si concentra sui cosiddetti *accruals*<sup>107</sup>. Gli *accruals* sono un metodo per valutare la qualità dell'utile che viene registrato sul bilancio di esercizio. Nello specifico, tanto più il loro valore è prossimo allo zero, tanto più si può ritenere alta la qualità dei dati contabili. Da un punto di vista pratico essi si originano dalle differenze tra le voci contenute nel Conto Economico e nel Cash Flow Statement, e che quindi si riflettono nella differenza tra utili e cassa. I risultati confermano un maggior utilizzo delle imprese italiane non quotate rispetto alle quotate, di pratiche atte a manipolare i dati inseriti di bilancio. Tuttavia, si registra

---

<sup>105</sup> Scegliendo società con lo stesso codice ATECO.

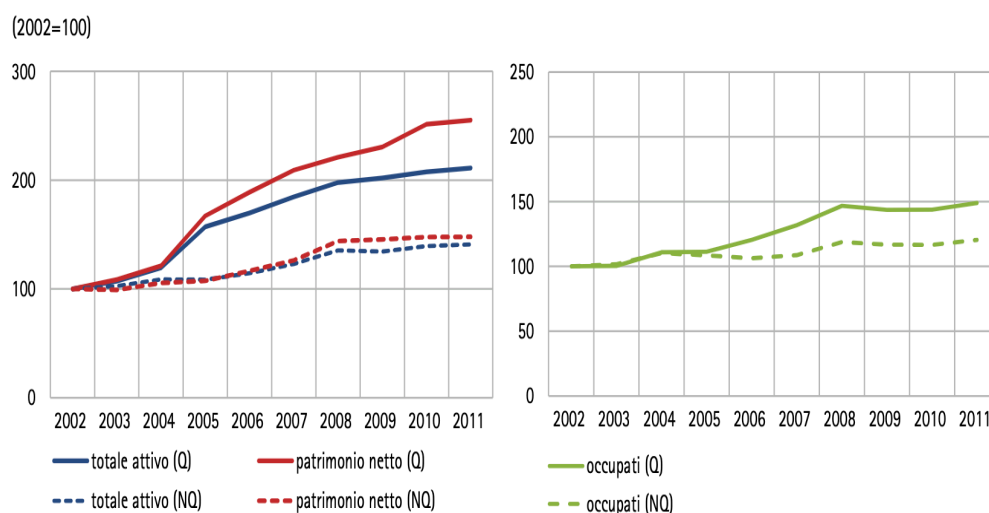
<sup>106</sup> Fatturato, dipendenti, patrimonio netto.

<sup>107</sup>  $Accruals = Utili - Free Cash Flow$ .

che l'earning management, non consente come si potrebbe pensare alle imprese private di godere di una minore pressione fiscale (Consob, 2017).

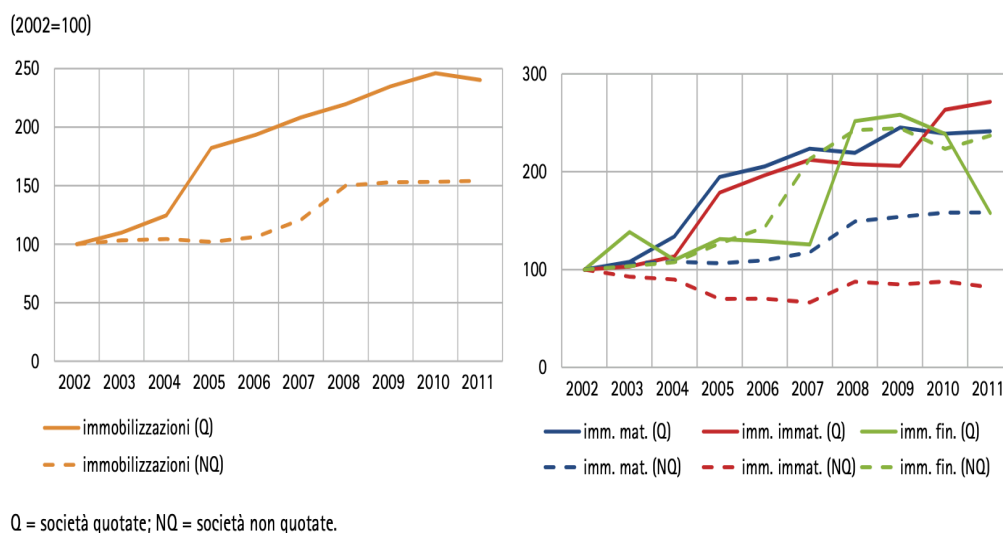
### 3.6.2 Svantaggi dello stay private

Sempre nel discussion paper della Consob “Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane” del 2017 vengono evidenziati i principali costi che subiscono le imprese private rinunciando alla quotazione in borsa. L'analisi è stata effettuata comparando sempre le 51 imprese quotate con le 51 non quotate con cui sono state accoppiate. Complessivamente si misura per le imprese private una minore redditività, ma anche dei tassi di crescita inferiori rispetto alle imprese quotate. Analizzando il campione nell'arco temporale tra il 2002 ed 2011, si osserva in Figura 23 che le imprese quotate vedono aumentare il loro attivo del 110% rispetto al “solo” 41% delle private. Allo stesso modo considerando un altro parametro dimensionale, ovvero l'occupazione si evidenzia una crescita del 50% per le imprese quotate contro il 20% delle private. Molto interessante è anche ciò che si evince dalla Figura 24 che invece analizza una specifica voce dello Stato



**Figura 23: Andamento dell'attivo patrimoniale e dell'occupazione, per un campione di 51 PMI quotate e 51 PMI non quotate italiane dal 2002 al 2011 (CONSOB, 2017).**

Patrimoniale che è strettamente legata al tema degli investimenti: le immobilizzazioni. Considerando il totale delle immobilizzazioni il divario è molto grande, passando dal +150% per le quotate in confronto al +50% delle non quotate. Come si può osservare nella medesima figura, tale differenza è in particolare trascinata dalle immobilizzazioni immateriali, per cui si registra un forte incremento nelle società quotate rispetto alla leggera decrescita che si riporta per le private. L'importanza di questa nota è che le immobilizzazioni immateriali sono strettamente correlate con le prospettive reddituali nel medio-lungo periodo, in quanto in questa voce vengono ricapitalizzati i costi per attività che potenzialmente frutteranno in futuro<sup>108</sup>. Un altro dato rilevante che si può dedurre dalla Figura 24 è la



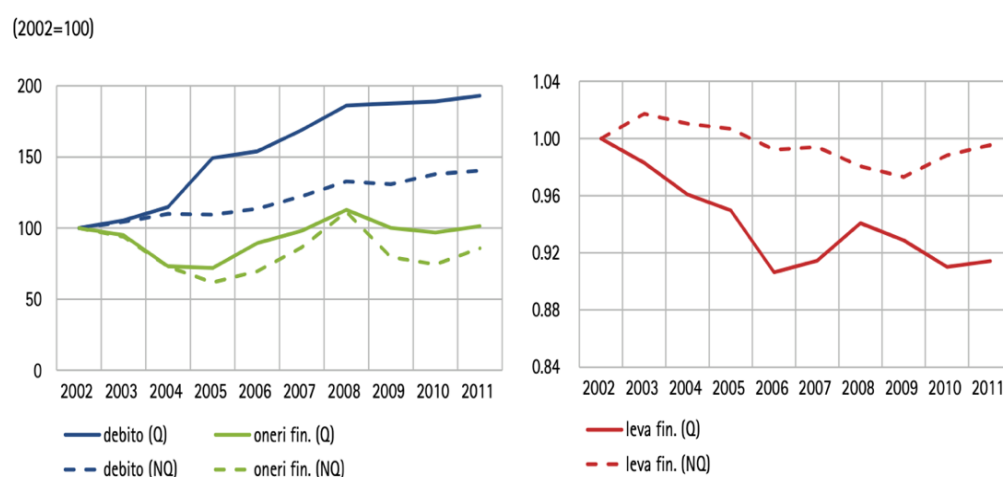
**Figura 24: Andamento delle immobilizzazioni per un campione di 51 PMI quotate e 51 PMI non quotate italiane dal 2002 al 2011 (Consob, 2017).**

<sup>108</sup> Voci di immobilizzazioni immateriali inserite nel bilancio di esercizio:

- 1) costi di impianto e di ampliamento
- 2) costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità
- 3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno
- 4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili
- 5) avviamento
- 6) immobilizzazioni in corso e acconti
- 7) altre.

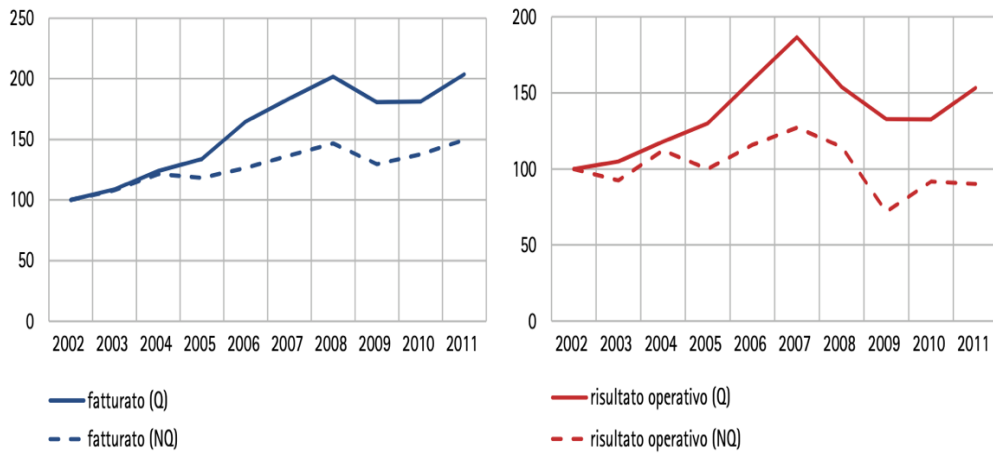


migliore capacità delle imprese quotate di reagire ai fenomeni esogeni, in questo caso rappresentati dalla crisi finanziaria del 2008. Come si può notare, complessivamente le società quotate hanno registrato una crescita delle immobilizzazioni anche post-crisi a differenza delle private che hanno mantenuto un valore pressoché costante. L'analisi dell'andamento del debito conferma i risultati degli studi di Pagano, Panetta e Zingales del 1998, per cui le imprese quotate hanno una maggior facilità di accesso al credito sfruttando la loro migliore reputazione. Come visibile in Figura 25 il debito in termini assoluti cresce molto più velocemente nelle imprese quotate, ma dall'altra parte mostrano una considerevole riduzione del rapporto di indebitamento rispetto al valore più o meno costante delle non quotate. Ciò è chiaramente dovuto alla crescita degli altri parametri, in questo caso nello specifico dell'attivo patrimoniale che in questo studio rappresenta anche il denominatore utilizzato per il calcolo della leva finanziaria. Sulla base di questi risultati non meraviglia che le performance in termini di fatturato e redditività siano superiori per le PMI quotate. Infatti, come visibile in Figura 26 si deduce che il tasso di crescita del fatturato e dell'utile è circa il doppio rispetto alle imprese private. Per quanto concerne la redditività invece, in Figura 27, si registra una differenza media circa pari al 3 p.p., e si conferma una maggiore reattività



**Figura 25: Andamento del debito e della leva finanziaria per un campione di 51 imprese quotate e 51 imprese non quotate italiane (CONSOB, 2017).**

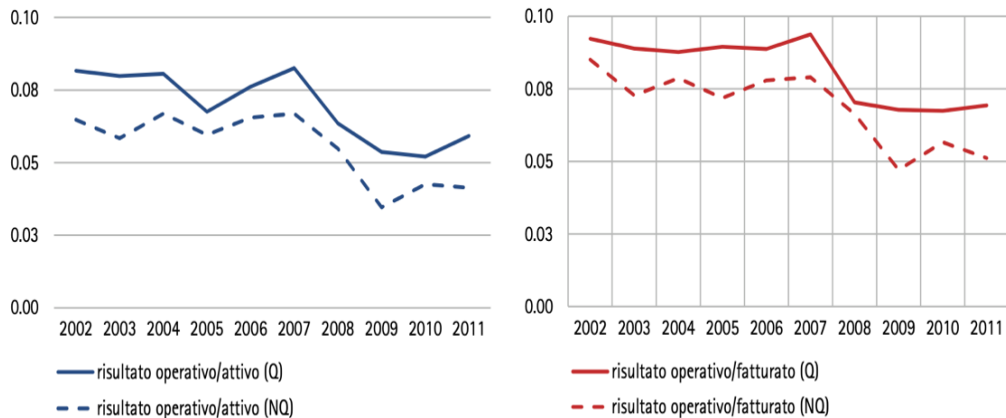
(2002=100)



Q = società quotate; NQ = società non quotate.

**Figura 26: Andamento del fatturato e del risultato operativo per un campione di 51 imprese quotate e 51 imprese non quotate italiane (CONSOB, 2017).**

agli shock esterni, in quanto mentre le imprese pubbliche mostrano una ripresa nel 2011, le imprese private sembrano ancora in una fase di decrescita.



Q = società quotate; NQ = società non quotate.

**Figura 27: Andamento della redditività per un campione di 51 imprese quotate e 51 imprese non quotate italiane (CONSOB, 2017).**

### **3.6.2.1 Conseguenze dello stay private**

La scelta di quotarsi sul mercato di borsa ha delle conseguenze sul passivo di bilancio, e quindi sulla composizione delle risorse che vengono usate per finanziarsi. In base a quanto espresso nel Capitolo 2, le fonti di finanziamento non sono tra loro intercambiabili, ed in base alle caratteristiche proprie di un'impresa, alla qualità dell'informativa societaria, cambiano i costi di accesso. La bontà dello studio della Consob è quello di aver dimostrato attraverso un'analisi econometrica, comparando direttamente imprese quotate e non quotate su Borsa Italiana, la presenza di maggiori vincoli per il finanziamento degli investimenti per le imprese private. Il risultato è che nelle imprese private c'è una distorsione nella politica di investimento rispetto a quella teorica. Nello specifico, si rileva che mentre nelle società quotate il parametro principale nella scelta di investimento è l'NPV, nelle private essendo maggiormente dipendenti dall'autofinanziamento, sono molto più rilevanti le disponibilità liquide. Pertanto, si ottiene che per le imprese non quotate esiste una maggiore correlazione tra i cash flow e gli investimenti rispetto alle imprese quotate. Scomponendo le imprese non quotate in due sotto campioni, si evidenzia un'ulteriore particolarità su questo tema, ovvero che tale correlazione è molto più forte per le imprese più piccole. Ciò chiaramente evidenzia l'importanza dell'effetto dimensionale per la facilità di accesso alle risorse finanziarie. Tuttavia, la stessa situazione non si presenta ripetendo il medesimo procedimento per le imprese quotate per due motivi principali. Il primo è che mediamente le imprese quotate sono più grandi delle non quotate, ed il secondo è che le società pubbliche anche le più piccole godono di una buona reputazione nei confronti del mercato e delle banche (Consob, 2017).

### **3.6.3 Conclusioni**

Le conclusioni che è possibile dedurre da questa analisi è che non sembra esistere una spiegazione razionale dalla riluttanza delle imprese italiane al go public. Infatti, non sembrano esistere razionalmente dei benefici sufficienti a controbilanciare i costi dello stay private. Il suggerimento che viene offerto dalla Consob, è che gli imprenditori nonostante gli sforzi del legislatore e le riforme che sono state effettuate a partire dal 2000, hanno

una percezione sovrastimata dei costi e della complessità normativa legata ad un'IPO, ed alla gestione di una società quotata (Consob, 2017).

### **3.7 Il mercato azionario italiano**

Al 30/10/2020 come visibile in Tabella 22, la capitalizzazione del mercato di borsa italiano è tornato al di sotto dei 500.000 milioni di euro dopo che nel 2019 era salito oltre la soglia dei 600.000 milioni. La motivazione principale è la riduzione del 23,3% del FTSE Italia MIB<sup>109</sup> che misura l'andamento generale dei prezzi di mercato. Si conferma quindi, considerando la contingenza legata agli impatti dell'epidemia del Covid-19 sull'economia, il mancato sviluppo del mercato di borsa ed anzi si prevede che il rapporto market Cap su PIL del 2020 sarà pari al 29,8% rispetto al 36,1% del 2019. In totale, sul mercato italiano sono quotate 455 società rispettivamente 325 su MTA e 130 sul AIM Italia, in calo in totale di 7 unità rispetto al 2019 (rispettivamente 5 meno sul MTA e 2 in meno sull'AIM Italia). In base al bollettino statistico della Consob del 16 giugno 2020, si evidenzia analizzando i dati contabili consolidati, che sul mercato MTA nel 2019 si è avuta una significativa riduzione dell'utile al netto delle imposte pari al -24,8% a causa di un incremento considerevole dei costi. Dall'altra parte invece, le società quotate sull'AIM Italia registrano diversi numeri positivi:

- +29,6% del capitale netto;
- +17% dei ricavi totali;
- Oltre l'85% delle imprese ha un EBITDA>0;
- +18,8% dell'EBIT;
- +10,8% dei cash flow;
- +4,3% dell'utile netto nonostante un aumento importante delle imposte (49,3%) (Consob, 2020).

---

<sup>109</sup> E' l'indice azionario di Borsa Italiana Spa che misura l'andamento delle negoziazioni delle 40 società con la maggiore capitalizzazione di borsa.

**Tabella 22: Gli indici principali di Borsa Italiana Spa (Borsa Italiana Spa, s.d.).**

YEAR	LISTED COMPANIES					CAPITALISATION		TURNOVER VELOCITY	TURNOVER		FTSE ITALIA MIB STORICO end of the year
	MTA <sup>(2)</sup>	Mercato Expandi	Mac	AIM Italia	Total	ML euro	% GDP <sup>(3)</sup>		Total (ML euro)	Daily avr. (ML euro)	
1975	154	-	-	-	154	3 835	5.2%	15.1%	578	2	949
1976	156	-	-	-	156	3 612	3.9%	15.1%	564	2	863
1977	156	-	-	-	156	2 774	2.5%	12.2%	389	2	665
1978	148	23	-	-	171	6 085	4.6%	19.0%	844	3	868
1979	145	28	-	-	173	8 269	5.1%	21.1%	1 513	6	1 097
1980	141	28	-	-	169	18 228	9.0%	29.4%	3 898	15	2 436
1981	141	36	-	-	177	23 562	9.7%	31.1%	6 497	26	2 935
1982	148	36	-	-	184	18 619	6.5%	9.6%	2 018	8	2 521
1983	150	35	-	-	185	22 592	6.7%	15.0%	3 083	12	2 852
1984	155	37	-	-	192	28 965	7.6%	14.5%	3 728	15	3 417
1985	161	35	-	-	196	54 786	12.7%	32.6%	13 671	54	6 783
1986	202	32	-	-	234	103 408	21.7%	43.7%	34 585	138	11 122
1987	225	35	-	-	260	77 950	15.0%	24.1%	21 858	86	7 560
1988	228	35	-	-	262	96 659	16.7%	24.6%	21 485	85	9 169
1989	235	35	-	-	270	118 064	18.6%	26.1%	28 001	112	10 684
1990	229	37	-	-	266	94 333	13.4%	25.2%	26 805	108	8 007
1991	231	41	-	-	272	99 081	12.9%	16.9%	16 363	66	7 830
1992	229	37	-	-	266	95 861	11.8%	18.6%	18 160	71	6 916
1993	222	37	-	-	259	128 470	15.4%	48.3%	54 173	212	9 500
1994	223	37	-	-	260	155 811	17.7%	69.6%	98 861	392	9 813
1995	221	33	-	-	254	171 668	18.0%	44.5%	72 895	292	9 138
1996	217	31	-	-	248	202 732	20.1%	43.4%	81 228	322	10 332
1997	213	26	-	-	239	314 720	29.8%	67.6%	174 991	697	16 341
1998	223	20	-	-	243	485 187	44.2%	106.3%	425 163	1 680	22 992
1999	253	17	-	-	270	726 566	64.2%	83.8%	507 425	1 998	28 169
2000	282	15	-	-	297	818 384	68.2%	112.5%	869 135	3 422	29 681
2001	282	12	-	-	294	592 319	47.2%	93.3%	658 042	2 611	22 232
2002	282	13	-	-	295	460 089	35.3%	120.4%	633 659	2 515	16 954
2003	268	11	-	-	279	490 515	36.5%	142.9%	679 017	2 695	19 483
2004	265	13	-	-	278	585 139	41.9%	136.2%	732 592	2 851	22 886
2005	264	18	-	-	282	688 021	48.1%	150.0%	954 796	3 730	26 056
2006	285	26	-	-	311	800 789	53.9%	153.9%	1 145 650	4 510	31 005
2007	306	35	3	-	344	751 630	48.4%	202.9%	1 574 595	6 248	28 525
2008	293	39	4	-	336	383 296	24.3%	181.4%	1 029 131	4 068	14 623
2009	321	..	6	5	332	474 767	30.2%	156.9%	673 142	2 650	17 652
2010	313	..	8	11	332	446 835	27.9%	162.4%	748 193	2 923	16 121
2011	304	..	10	14	328	349 156	21.3%	178.3%	709 672	2 772	12 259
2012	296	..	9	18	323	384 020	23.8%	138.1%	506 105	2 000	13 512
2013	290	..	0	36	326	465 458	30.2%	128.0%	543 493	2 157	16 048
2014	285	..	0	57	342	482 438	31.3%	152.7%	723 754	2 872	15 988
2015	282	..	0	74	356	573 602	36.9%	152.6%	805 556	3 171	18 690
2016	310	..	0	77	387	525 050	33.3%	113.7%	624 327	2 439	17 265
2017	326	..	0	95	421	640 028	36.8%	108.0%	629 071	2 477	20 035
2018	339	..	0	113	452	542 362	30.7%	106.0%	626 495	2 486	16 815
2019	330	..	0	132	462	644 429	36.1%	92.2%	547 362	2 172	21 452
2020	325	..	0	130	455	488 853	29.8%	105.9%	503 655	2 354	16 461

(30.10.2020)

(1) Up to 1993, data are for companies listed on Milan Stock Exchange.

(2) Includes MTA and the companies admitted to Global Equity Market.

(3) GDP estimated for 2020

### **3.7.1 La crescita dell'AIM Italia**

In un'ottica di analisi del mercato borsistico italiano è necessario sottolineare lo sviluppo del mercato AIM Italia, dedicato alle PMI. Oltre ai numeri positivi esposti nel paragrafo 3.7, bisogna sottolineare che la riduzione del numero di società quotate nel 2020 rappresenta l'unica anomalia dalla sua istituzione. Infatti, nei cinque anni antecedenti il 2020 il numero di listed company è cresciuto esponenzialmente (+76%), ed addirittura dal 2013, 16 società del MTA hanno deciso di trasferirsi sull'AIM Italia. Un altro fattore positivo per il legislatore, oltre all'espansione del mercato, è l'effetto sull'occupazione, ed in particolare l'aumento del 50% di questa variabile dopo la quotazione. Il problema principale è legato al tema della trasparenza in seguito alle minori rigidità che vengono imposte alle imprese di questo segmento rispetto al MTA. Infatti, proprio nel 2019, la società Bi-on la più grande in termini di capitalizzazione di tutto il mercato fino a quel anno (1,3 miliardi di euro), è stata accusata di truffa dopo le indagini svolte del fondo americano Quintessential. Per questa ragione, sono stati posti alcuni correttivi come l'obbligo della presenza di almeno un amministratore indipendente nel Consiglio di Amministrazione. Pertanto, nonostante la fiducia riposta nel segmento AIM Italia per attrarre sempre più imprese al mercato di borsa, specie quelle di minori dimensioni, è necessario che il legislatore riponga la giusta attenzione per la tutela del risparmio (Incorvati, 2020).

## **3.8 Corporate Governance**

Corporate Governance è un termine comunemente usato all'interno delle imprese. Spesso si trova nelle autodichiarazioni in cui le imprese affermano di seguire le best practice per dimostrare la propria virtuosità agli azionisti. Il concetto di Corporate Governance è molto ampio, ed include tutta una serie di regole formali, che non verranno esaminate in questa tesi in cui invece si considereranno solo gli aspetti che incidono sugli incentivi delle diverse figure coinvolte. La Corporate Governance osserva i principi di base di ripartizione delle vendite tra i diversi apportatori di capitale. Le definizioni più note sono state formulate rispettivamente da Shleifer & Vishny e da Zingales. La prima vede la Corporate Governance come uno strumento per garantire ai diversi

finanziatori il giusto ritorno dal loro investimento, mentre la seconda di Zingales, si basa sulla teoria dei diritti di proprietà. L'attenzione del legislatore verso questo tema deriva dalla sua importanza su molteplici aspetti. Come già affrontato nel corso della tesi, per una serie di dinamiche, si generano dei conflitti tra manager e finanziatori, inside ed outside equity, debito ed equity, la cui risoluzione è complicata dall'esistenza delle asimmetrie informative. Il motivo dietro la grande attenzione sulle dinamiche di Corporate Governance, è che essa deve assicurare a tutti gli stakeholder coinvolti di raggiungere i propri obiettivi. Infatti, se gli investitori dovessero sentirsi espropriati dalla quasi rendita generata, non sarebbero più disposti a finanziare il mercato azionario. L'obiettivo principale della Corporate Governance è quindi di instaurare una serie di vincoli in modo da impedire o disincentivare i comportamenti predatori dei diversi attori del mercato. Per raggiungere tale scopo, si serve di una serie di strumenti che è possibile suddividere in due categorie:

1. Meccanismi esterni;
2. Meccanismi interni.

### **3.8.1 Meccanismi esterni**

I meccanismi esterni di Corporate Governance sono dei vincoli esogeni, che possono essere comunque manipolati da un punto di vista politico attraverso delle riforme. E' possibile riassumere tali meccanismi in cinque tipologie:

- Scalate ostili;
- Guerre di deleghe;
- Competizione sul mercato dei beni;
- Competizione sul mercato dei manager;
- Contesto legislativo e istituzionale (codici di autodisciplina).

I primi due strumenti sono direttamente correlati al tema della contendibilità e del controllo. L'ipotesi di base è che il valore di un'impresa si massimizza quando l'allocazione dei diritti residuali del controllo è efficiente. L'allocazione è inefficiente quando gli insider, sfruttando la loro posizione di controllo, hanno l'opportunità di massimizzare la loro utilità privata a discapito del bene pubblico, ovvero

del valore dell'impresa. Il modo migliore per mitigare il problema di estrazione dei benefici privati, è che il controllo sia il più possibile contendibile, in quanto la minaccia di un take over è un meccanismo per disciplinare il comportamento dei manager. Il problema è complicato dalla presenza del free-riding, in quanto mentre i benefici connessi alla contendibilità sono pubblici, il costo è privato. Il primo strumento di contendibilità è la scalata ostile. E' un metodo che comporta un'enorme spreco di risorse in quanto consiste nell'acquisto di tanti titoli in modo da raggiungere la maggioranza in consiglio. Un procedimento alternativo, e soprattutto più economico, sono le guerre di deleghe. Qualora una cordata di investitori ritenga un'impresa mal guidata da un punto di vista gestionale, anziché ad esempio raccogliere capitali con una LBO, può stilare un programma e sulla base di questo, richiedere ai vari azionisti la delega di voto. L'importanza del legislatore in questo caso è la sua apertura all'utilizzo di questi strumenti. Non è inusuale infatti la presenza di ordinamenti in cui è impedita la delega del voto, e che quindi inibiscono l'uso di questo meccanismo come mezzo di contendibilità. Il terzo meccanismo, è legato al fatto che la competizione sul mercato, riduce i margini, e quindi incentiva ad un utilizzo più efficiente della cassa limitando il campo di azione degli insider interessati all'estrazione di benefici non monetari. Pertanto, il compito di un buon legislatore è favorire la competizione nei mercati dei diversi settori, e limitare le opportunità e situazioni di monopolio. La competizione sul mercato dei manager è invece un meccanismo legato ad una logica molto più semplice. Infatti, in molte situazioni è possibile che il problema sia la mancanza di alternative al manager corrente, in quanto non sempre esiste un ampio mercato da cui si può attingere del capitale umano di sostituzione. Il quarto meccanismo sono i codici di autodisciplina, i quali sono dei documenti che contengono una serie di norme non obbligatorie che un'impresa si impegna a rispettare. Nonostante non sia obbligatoria la sottoscrizione di questi codici, le imprese spesso si ritengono in dovere di farlo per trasparenza e visibilità verso il mercato.



### 3.8.2 Meccanismi interni

I meccanismi interni sono degli strumenti endogeni e sono quindi potenzialmente manovrabili ed utilizzabili dalla singola impresa. La particolarità è che nonostante siano potenzialmente modificabili in qualsiasi momento, tali meccanismi comunque godono di vita propria. Questo significa che le decisioni delle imprese riguardanti la Corporate Governance hanno sovente degli effetti di lungo periodo, e non sempre sono reversibili. Quando ad esempio si raggiunge un certo rapporto di indebitamento, è necessario un lungo lasso di tempo prima di poter nuovamente modificare in maniera sostanziale la struttura del capitale. Un'altra grande differenza rispetto ai meccanismi esterni, è che quelli interni sono più eterogenei, nel senso che le società di un medesimo Paese sono soggette ai medesimi meccanismi esterni, ma possono utilizzare quelli interni in maniera totalmente indipendente. Il valore dei meccanismi interni deriva da quest'ultima considerazione. Infatti, è tramite questi che è possibile comprendere la reale struttura degli incentivi delle imprese. Anche in questo caso, l'importanza del legislatore è che con le sue norme può fornire i giusti stimoli affinché vengano prese le decisioni migliori per il benessere del sistema economico. Si possono suddividere i meccanismi interni in cinque punti fondamentali:

1. Il Consiglio di Amministrazione;
2. Gli schemi di retribuzione dei manager;
3. Gli investitori istituzionali;
4. La struttura di diritti voti;
5. La struttura del capitale ed il ruolo del debito.

L'importanza del CdA è che teoricamente dovrebbe rappresentare gli interessi di tutti gli azionisti, avendo il potere di nomina e revoca del mandato di amministratore delegato. In realtà, usualmente all'assemblea dei soci partecipano solo gli azionisti con una quota di proprietà rilevante, e quindi il CdA lavora per soddisfare esclusivamente i loro interessi. Per quanto riguarda la sua composizione esistono due tipi di amministratori:

- Esecutivi;
- Non esecutivi.

La differenza è che i primi godono di un maggior grado di informazione, ed hanno dei poteri di tipo amministrativo che i secondi non hanno. Una particolare categoria di amministratori non esecutivi, sono gli indipendenti. Per essere nominati amministratori indipendenti è necessario rispettare una serie di requisiti, che è possibile sintetizzare nella non esistenza di vincoli parentali o patrimoniali con la società, i soci e gli altri amministratori. L'importanza degli indipendenti è che non avendo alcun tipo di legame, possono esercitare un monitoraggio disinteressato e quindi nell'interesse di tutti gli azionisti (anche i più piccoli e che non partecipano in assemblea) atto ad evitare che gli insider adottino dei comportamenti opportunistici a danno degli altri stakeholder. Nella pratica, tali requisiti spesso vengono elusi, e ciò determina la presenza di falsi amministratori indipendenti nei diversi CdA. Questo presumibile è uno dei motivi per cui empiricamente non sono state trovate delle correlazioni positive tra il peso degli indipendenti in consiglio e le performance operative dell'impresa. Tuttavia, sono stati constatati dei riscontri positivi sul prezzo delle azioni, in quanto sono una figura molto apprezzata dal mercato. Un altro aspetto molto importante in termini di Corporate Governance, è l'esistenza della dualità del CEO e del Presidente del CdA<sup>110</sup>. Infatti, considerando le responsabilità del consiglio di amministrazione, risulta evidente che una situazione di questo tipo genererebbe una pericolosa concentrazione di potere in una unica persona. Per questa ragione è stata sentita la necessità di istituire una terza figura, il cosiddetto "Lead independent director" con lo scopo di mitigare questa concentrazione di potere. Il secondo meccanismo interno è legato alla tipologia di paga del manager. E' cruciale affinché i manager massimizzino le loro performance, l'utilizzo di contratti incentivanti che garantiscano dei guadagni solo quando l'impresa raggiunge un livello di prestazione adeguato. Per questo motivo, idealmente la paga dovrebbe essere disegnata in modo da garantire un fisso pari al livello di utilità di riserva del manager, a cui si sommano dei bonus legati alle performance. Chiaramente, per evitare che le scelte del

---

<sup>110</sup> Quando l'amministratore delegato è anche Presidente del CdA.

manager siano troppo legate ad un orizzonte temporale di breve durata, e quindi a discapito dei progetti e degli investimenti di lungo periodo, è conveniente aggiungere all'offerta dei bonus che non siano solo legati al fatturato o all'utile corrente generato. Un tipico esempio di bonus di lunga prospettiva sono le stock option<sup>111</sup>, anche se sovente i manager riescono ad aggirare tali tipologie di clausole contrattuali attraverso comportamenti scorretti ai limiti della legalità. Spesso avviene il cosiddetto “camouflage”, cioè i contratti dei manager contengono delle scappatoie che consentono a quest'ultimi di aumentare il valore della paga quando le performance dell'impresa sono buone, e nello stesso tempo di non subire una decurtazione quando le prestazioni operative sono al di sotto degli obiettivi prestabiliti. Questo succede perché il disegno della paga viene stabilito dal CdA in collaborazione con un comitato di remunerazione, due organi che spesso sono a loro volta influenzati dall'opinione del CEO stesso. Empiricamente si rileva l'esistenza di una correlazione tra pay del manager e performance dell'impresa, e tale situazione viene apprezzata ed anche premiata dall'azionariato. Tuttavia, il legame tra queste due variabili è molto inferiore ad un valore standard auspicabile. Il terzo meccanismo di Corporate Governance è connesso alla composizione dell'azionariato di minoranza. In particolare, grande attenzione viene riposta sul ruolo degli investitori istituzionali. Queste entità possono adottare due comportamenti divergenti:

- Un atteggiamento passivo e quindi agendo come un investitore standard che compra e vende pacchetti azionari in base all'andamento operativo e dei prezzi di mercato della società;
- Un atteggiamento pro-attivo all'interno dell'assemblea dei soci.

---

<sup>111</sup> Possibilità di riscattare un certo numero di azioni ad una certa data futura stabilita preliminarmente da contratto al prezzo corrente.

Gli investitori istituzionali <sup>112</sup> sono banche, assicurazioni fondi di investimento, o comunque soggetti con un elevato livello di competenza. Questo permette loro di patire meno delle asimmetrie informative e di non soffrire di una forma di timore reverenziale nei confronti degli insider. Pertanto, gli investitori istituzionali quando adottano un ruolo attivo, hanno una capacità superiore di monitoring sull'operato dell'impresa rispetto agli altri azionisti, e quindi con il loro intervento determinano una forte riduzione dei costi di agenzia. A conferma, ci sono diversi studi che riscontrano la positività del loro impatto sulle performance operative dell'impresa. Il quarto meccanismo è la struttura dei diritti di voto. Come già espresso nel corso della tesi<sup>29</sup>, le imprese hanno la possibilità di emettere diverse tipologie di azioni. Concentrandosi sul caso più semplice di confronto tra una struttura *one share-one vote*<sup>113</sup> ed una struttura *dual class share*<sup>114</sup>, Hart nel lavoro "Imprese, Contratti e Struttura Finanziaria" del 1998 suggerisce che la soluzione ottimale sia la prima in quanto determina un allineamento dei diritti di proprietà e di controllo. Infatti, se una grossa società o un potente gruppo venisse controllato da un'azionista con una bassa quota di proprietà, gli insider avrebbero un maggiore incentivo ad estrarre dei benefici privati. Inoltre, considerando che per effettuare una scalata in un'impresa one share-one vote bisogna sostenere dei costi significativamente più elevati, si intuisce il maggior interesse ad adottare un comportamento più virtuoso da parte dell'insider. E' quindi necessario incentivare tali circostanze, e così è stato fatto ad esempio negli anni 80' dagli Stati Uniti che resero la struttura one share-one vote obbligatoria per le società quotate in borsa. Tuttavia, lo stesso Hart è sostenitore della discrezionalità delle imprese nella scelta della struttura di

---

<sup>112</sup> In base alla definizione della Consob sono soggetti specializzati con una partecipazione inferiore al 10%.

<sup>113</sup> In cui tutte le azioni hanno il medesimo valore in termini di voto in assemblea.

<sup>114</sup> Nella società sono presenti due categorie di azioni:

1. Aventi diritto al dividendo ed al voto;
2. Aventi diritto esclusivamente al dividendo.

voto, in quanto la one share-one vote mostra i suoi limiti quando i benefici privati sono molto elevati. E' doveroso comunque sottolineare che ci sono alcune eccezioni, come il caso della Svezia in cui la struttura dual class share è sovente utilizzata, e non per opportunismo e quindi col fine di estrapolare maggiori benefici non monetari. L'ultimo meccanismo interno di Corporate Governance è il debito ampiamente trattato nel corso della tesi che rappresenta un fattore che orienta il manager ad adottare un comportamento più virtuoso, in seguito alla minaccia legata all'obbligo di restituzione del capitale.

### **3.8.3 Le principali riforme a partire dagli anni '90 sulla Corporate Governance in Italia**

L'Italia è un Paese bank-based caratterizzato dalla grande presenza di PMI, con un forte accentrimento di potere verso una famiglia o una singola persona, che sovente ricorre agli istituti di credito piuttosto che al mercato sia esso azionario o obbligazionario per i finanziamenti. Con l'entrata in vigore dell'Unione Monetaria Europea nel 2000, il fattore dimensionale ha determinato degli svantaggi in termini di costo per le nostre PMI. Per questa ragione, l'Italia specie negli ultimi 25 anni ha cercato di sostenere lo sviluppo del mercato di borsa, e sebbene non sia ancora riuscita a raggiungere la sua mission, ha comunque portato ad una modernizzazione del sistema. Il turning point è stata la riforma Draghi con l'introduzione del Tuf nel 1998. Sebbene in Italia si presentasse in dimensioni maggiori, l'arretratezza del mercato ed il forte affidamento al sistema bancario era un fenomeno comune in Europa. Questo squilibrio, come espresso nel paragrafo 2.4, non è una scelta dei singoli Paesi, ma è piuttosto legato alla storia ed alla tradizione degli stessi. Non stupisce che la politica italiana a partire dal dopoguerra, ha sempre cercato di introdurre delle riforme per limitare il peso degli istituti di credito. Il Tuf seppure conceda dei margini di discrezionalità alle singole nazioni, fu introdotto come strumento di armonizzazione dei mercati finanziari europei in modo da incrementare la loro competitività a livello internazionale. In Italia, in particolare negli anni '90, in cui alla nota ondata di privatizzazioni di imprese del settore pubblico seguita da un enorme aumento della liquidità, si sentì la forte necessità di un mercato efficiente in cui collocare i titoli.

In ragione di quanto affermato infatti, già la Consob prima del Tuf aveva effettuato diverse riforme per incentivare l'uso del mercato e tutelare degli investitori tra cui:

- Nel 1992 l'obbligo di pubblicare l'identità degli azionisti in possesso di una quota di partecipazione superiore o uguale al 2%;
- Nel 1994 le PMI furono incentivate a ricorrere al mercato attraverso degli sgravi fiscali;
- Nel 1997 all'apice dell'espansione, culminata con l'esplosione della bolla finanziaria, delle imprese di Internet, furono rilassati alcuni requisiti necessari per quotarsi.

Ritornando sul tema del Tuf, è possibile riassumere le sue innovazioni nei seguenti punti:

1. Informativa societaria;
2. Tutela delle minoranze;
3. Disciplina dell'OPA;
4. Partecipazioni Incrociate;
5. Patti di Sindacato;

L'informativa societaria serve agli investitori per capire la struttura proprietaria della società. In particolare, la Consob ha emanato dei regolamenti che obbligano le imprese quotate a comunicare la struttura proprietaria ed ad informare repentinamente un cambiamento della stessa. Infatti, tutti gli azionisti con una partecipazione superiore al 3% (5% nelle PMI) sono identificabili sul sito della Consob, la quale tiene anche memoria delle modifiche avvenute nello storico dell'impresa. Noto di menzione, è che anche una terza società può detenere un pacchetto azionario rilevante. In questo caso la Consob specifica che devono essere inseriti i "proprietari ultimi", e quindi gli individui a valle alla catena di controllo. In questo modo è più semplice per un investitore che valuta l'investimento in una data società, identificare le possibili alleanze in Consiglio ad esempio individuando la presenza di più soggetti del medesimo nucleo familiare. Grande attenzione è stata posta sulla tutela

delle minoranze<sup>115</sup>. Seppure, considerando le sole ordinarie, ogni singola azione garantisca i medesimi diritti, gli azionisti con un pacchetto di minoranza sovente soprattutto per motivi legati ai costi ed alla loro poca possibilità di incidere sulle decisioni, tendono a disertare le riunioni assembleari. Per risolvere questo problema sono stati pensati degli strumenti per incentivare la partecipazione dell'azionista di minoranza. In particolare, sono state abbassate le soglie minime per una serie di situazioni:

- Convocazione dell'assemblea dei soci;
- Denuncia al collegio sindacale o al tribunale;
- Impugnazione delle delibere assembleari;
- Esercizio di azione di responsabilità contro gli amministratori<sup>116</sup>

Altre innovazioni anche se non obbligatorie (e spesso non utilizzate), sono la possibilità di prevedere il voto per corrispondenza ed una semplificazione per le procedure di raccolta di deleghe. Anche l'OPA<sup>117</sup> è uno strumento di tutela per gli azionisti di minoranza. E' stato stabilito nelle società quotate, che quando un soggetto ottiene il controllo acquisendo un pacchetto di maggioranza da un altro soggetto, deve presentare un'offerta alle medesime condizioni di prezzo a tutti gli azionisti. In questo modo un azionista di minoranza, se dovesse ritenere che un determinato cambio di controllo possa arrecare un danno al suo patrimonio, può tirarsi fuori accettando l'offerta. Il limite di tale strumento è che pur rappresentando una forma di tutela per la minoranza, comportando costo per effettuare una scalata più onerosa, rende il

---

<sup>115</sup> La minoranza è costituita da tutti quei soggetti che non sono determinanti nelle delibere assembleari. E' necessario sottolineare che la minoranza potrebbe essere anche l'80% del capitale sociale. Infatti, sovente il capitale è talmente tanto diluito, che risulta impossibile coordinarsi per i soci anche se potenzialmente detentori della maggioranza assoluta.

<sup>116</sup> La società può agire contro gli amministratori se dovesse ritenere che con il loro comportamento abbiano violato i loro doveri causando una riduzione del patrimonio.

<sup>117</sup> Offerta Pubblica di Acquisto.

controllo delle società meno contendibile. Questo come già trattato induce gli insider ad adottare un comportamento meno efficiente. Da un punto di vista pratico, è stata individuata il 30% come livello soglia superato il quale diventa obbligatorio il lancio dell'OPA a tutti i soci detentori di azioni ordinarie<sup>118</sup>. La violazione di tale obbligo comporta delle sanzioni tra cui:

- Sospensione del voto per la partecipazione eccedente il 30%;
- Obbligo di rivendita entro un anno della partecipazione eccedente il 30%;
- Risarcimento verso l'azionariato di minoranza.

Per evitare un aggiramento della regola viene inoltre posto l'obbligo al lancio dell'OPA a tutti quei soggetti che di concerto<sup>119</sup> raggiungono o superano la quota del 30% del capitale sociale come stabilito nell'articolo 101 bis del Tuf. Per avere una congruità di prezzo, viene individuato il suo valore come minimo pari al massimo importo pagato per l'acquisizione di quella determinata categoria di azioni nell'ultimo anno dal soggetto che ha lanciato l'OPA. Uno strumento che è stato regolamentato sono state le partecipazioni incrociate<sup>120</sup>. Queste infatti rappresentando un metodo di separazione tra proprietà e controllo, potenzialmente possono arrecare un danno agli azionisti di minoranza. Infatti, non sono inusuali le situazioni in cui dei piccoli azionisti (titolari comunque di quote rilevanti) con degli incroci di minoranza si ritrovino in diversi consigli e quindi potenzialmente nella condizione di controllare più società qualora dovessero decidere di formare un'alleanza. Per evitare il generarsi di queste situazioni è stata imposto il vincolo del 3% alle partecipazioni incrociate. Il secondo metodo di separazione tra proprietà e controllo sono

---

<sup>118</sup> Dal 2005 l'obbligo di offerta è stata allargato anche ai titoli con diritto di voto limitato.

<sup>119</sup> In base alla definizione contenuta nel Tuf: "Sulla base di un accordo espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace"

<sup>120</sup> Si ha nella situazione in cui una società A ha delle partecipazioni nella società B, e viceversa la società B ha delle partecipazioni nella società A.



i patti parasociali. Questi sono degli accordi che vengono intrapresi da alcuni soci per la salvaguardia dei loro personali interessi, e quindi non figurano tra i documenti societari. In questo modo, degli azionisti di minoranza (comunque con una quota rilevante) possono attraverso questi patti esercitare il controllo sulla società. I patti parasociali, sono stipulati tra persone e valgono tra le parti, ed a differenza dello statuto non vincolano i non firmatari ed i soci futuri. La violazione degli accordi presi nei patti parasociali non hanno nessuna influenza a livello societario, ma possono portare ad una sanzione privata, di solito pecuniaria, del socio per il risarcimento delle altre parti del contratto. Esistono diverse tipologie di patti parasociali, come descritto nell'articolo 122 del Tuf:

- Sindacati di voto<sup>121</sup>;
- Sindacati di consultazione per l'esercizio del voto;
- Sindacati di blocco<sup>122</sup>;
- Patti per l'acquisto concertato di azioni;
- Sindacati di gestione o di controllo<sup>123</sup>;
- Patti per favorire o contrastare offerte pubbliche di acquisto o scambio.

Essendo quindi i patti parasociali uno strumento anche se non ufficiale comunque fortemente impattate sulla realtà societaria, è stata normata dal Tuf per le società quotate. In prima istanza, al momento della stipula del patto vige l'obbligo, a pena di nullità, di informare il mercato attraverso una comunicazione immediata alla Consob, alla stampa quotidiana ed alla società. Inoltre, viene imposto un limite temporale di tre anni (con l'opzione di rinnovo), che è possibile bypassare con un contratto con durata a tempo indeterminato, purché venga sempre concessa la possibilità di recesso a ciascun socio con un preavviso massimo di sei mesi. Infine, per evitare che i patti parasociali, magari nella forma di sindacati di blocco,

---

<sup>121</sup> I soci si accordano preventivamente e votano unitamente in assemblea .

<sup>122</sup> Limita la circolazione delle azioni.

<sup>123</sup> Esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sulla società.

possano ostacolare un cambio di controllo, è stato previsto nell'articolo 123 del Tuf, per tutti i firmatari, la possibilità di recedere senza alcuna conseguenza al fine di accettare un'OPA. Tra i principi ispiratori del Tuf c'era la volontà di creare un piano integrato a livello comunitario (UE) in modo che le regole dei singoli Paesi fossero tra loro coerenti. In particolare, le regole principali sono tre:

1. Passivity rule;
2. Break-through rule;
3. Reciprocità.

La prima regola, spesso anche detta *post-bid defence*, è che alla comunicazione del lancio di un'OPA, scattano delle norme che devono impedire agli amministratori di intraprendere delle azioni che modifichino i valori in campo con lo scopo di rendere sconveniente la scalata, eccetto il caso in cui vengano autorizzati dall'assemblea dei soci. Infatti, da principio, la scalata deriva dall'intenzione di ottenere il controllo con lo scopo ultimo di valorizzare la società. In questo senso, un take over potrebbe essere una buona occasione per gli azionisti anche di minoranza di valorizzare il proprio patrimonio. Pertanto, quando il gruppo di controllo ostacola o impedisce la scalata, impedisce ad azionisti di minoranza di veder rivalutato il loro strumento. Per questa ragione, la legge si pone dalla parte dell'azionista di minoranza (outsider) perché possa decidere se effettivamente ritiene conveniente l'offerta proposta dallo scalatore. La seconda regola, sovente chiamata *pre-bid defence* è che le regole interne preventive<sup>124</sup> non hanno più efficacia dopo il lancio

---

<sup>124</sup> Tipici esempi di regole interne preventive anti-take over sono:

- ◆ Pillole avvelenate: sono delle norme che se attivate aumentano i costi della scalata (consentendo il lancio di un aumento di capitale, oppure dando il diritto agli azionisti preesistenti di acquistare dei titoli azionari a prezzi scontati);

dell'offerta, come la suddetta neutralizzazione dei patti parasociali vigenti. La regola di reciprocità si attiva quando si generano dei meccanismi di scalata tra imprese appartenenti a Paesi diversi, e si esplica nell'attuazione di un unico piano normativo. Dopo l'introduzione del Tuf si sentiva il bisogno di proseguire con la modernizzazione del diritto societario. In Europa, la prima dichiarazione di intenti fu stilata nel rapporto Winter del 2002 ed in seguito nel Piano di Azione della Commissione Europea. In Italia, l'articolazione organizzativa delle società di capitali si basava su una rigida separazione delle funzioni e dei poteri, come forma di tutela verso i soci di un utilizzo consono delle risorse. Questo perché la concessione dell'autonomia privata in una società di capitali svilirebbe la fiducia degli azionisti e degli investitori. Nel sistema di governance tradizionale, fino al 2002 l'unico vigente, ci sono tre funzioni attribuite ad altrettanti organi:

- **funzione deliberativa:** di competenza dell'assemblea dei soci;
- **funzione amministrativa:** di competenza del CdA, ed in particolare agli amministratori esecutivi, alcuni dei quali possono essere nello stesso tempo dei soci. Tra questi, si possono individuare uno o più amministratori delegati con poteri disgiunti, aventi un potere in ambito di gestione quasi illimitato (tranne per gli ambiti non delegabili secondo la legge come ad esempio l'aumento di capitale);
- **funzione di controllo sulla gestione:** di competenza del collegio sindacale.

- 
- ◆ Terra bruciata: sono operazioni che vengono messe in atto per rendere meno appetibili l'impresa. Consistono tipicamente nella vendita di asset preziosi (anche a titolo temporaneo), o addirittura di intere divisioni;
  - ◆ Greenmail: è il pagamento di una tangente allo scalatore affinché desista dal proseguire la scalata;
  - ◆ Patti parasociali: in forma di sindacato di blocco.

In particolare, i compiti principali di competenza dell'assemblea dei soci sono i seguenti:

- nomina gli amministratori;
- nomina l'organo di controllo ovvero il collegio sindacale;
- nomina il revisore dei conti.

La debolezza di questa struttura è che il collegio sindacale che si occupa di controllare l'operato dell'assemblea dei soci e del CdA, come suddetto viene esso stesso nominato dall'assemblea dei soci. I tentativi per modificare questa controversa situazione sono falliti. Una tra le tante opzioni ipotizzate è stata la nomina di un sindaco da parte del tribunale. Il risvolto negativo in questo caso sarebbe l'introduzione di un controllo di tipo pubblico. Nel 2003, c'è stata la prima riforma di diritto societario con lo scopo di fornire un'ulteriore strumento di competitività alle imprese italiane in ambito internazionale. In particolare, furono introdotti dei sistemi alternativi di Corporate Governance tra cui scegliere:

1. **Monistico** (di origine anglosassone);
2. **Dualistico** (di origine tedesca).

Considerato che in ogni caso rimane centrale la figura dell'assemblea dei soci, questi sistemi allocano le funzioni ed i poteri in maniera diversa rispetto al sistema tradizionale. Il sistema dualistico è così chiamato perché oltre all'assemblea dei soci è composto da due organismi:

1. Consiglio di sorveglianza;
2. Consiglio di gestione.

In tale modello di governance, i poteri dell'assemblea dei soci sono stati leggermente ridotti rispetto al sistema tradizionale. Infatti, ad esso spettano la nomina dell'organo di sorveglianza e la nomina dei revisori. Per quanto concerne invece la nomina del consiglio di gestione rientra nell'ambito di competenza del Consiglio di Sorveglianza. Un'ulteriore particolarità, è che a differenza del Collegio sindacale del sistema tradizionale, nel sistema dualistico il Consiglio di Sorveglianza non rappresenta solo un organo di controllo, ma si occupa oltre come già detto della nomina del Consiglio di Gestione anche dell'approvazione del

bilancio e se lo statuto lo consente, può avere influenzare le decisioni di carattere strategico. Nel sistema monistico invece, oltre all'assemblea dei soci si ha un unico organo ovvero il Consiglio di Amministrazione a cui vengono affidati i poteri di gestione. Al suo interno, viene istituito un organo, il cosiddetto comitato interno di controllo sulla gestione formato da amministratori indipendenti, che prende in carico le funzioni di sorveglianza. A differenza del sistema dualistico, l'assemblea dei soci non subisce alcuna limitazione rispetto al sistema tradizionale, infatti ad esso spettano la nomina dei revisori e del CdA. Come si può vedere in Tabella 23, l'opportunità di ricorrere a questi sistemi alternativi di Governance non è stata colta da parte delle imprese italiane. Infatti, a 15 anni dalla riforma su un totale di 231 imprese, solo due hanno adottato il sistema monistico ed altrettante il dualistico. Come ipotizzato da Rondi e Abrardi, le ragioni dietro tale comportamento derivano dalla mancanza di una regolamentazione adeguata rispetto a quella vigente per il sistema tradizionale.

**Tabella 23: Sistemi di Corporate Governance scelti dalle imprese quotate italiane. (Consob, 2019)**

	single-tier <sup>2</sup>		two-tier <sup>3</sup>		traditional		total	
	no.	% market cap <sup>1</sup>	no.	% market cap <sup>1</sup>	no.	% market cap <sup>1</sup>	no.	% market cap <sup>1</sup>
2009	4	0.1	7	11.7	267	88.2	278	100.0
2010	3	0.1	7	8.3	260	91.7	270	100.0
2011	3	0.1	7	8.1	250	91.8	260	100.0
2012	2	0.1	6	7.5	243	92.4	251	100.0
2013	2	0.1	5	8.6	237	91.3	244	100.0
2014	2	0.1	4	10.7	232	89.2	238	100.0
2015	2	0.1	4	11.3	228	88.6	234	100.0
2016	2	8.5	3	0.9	225	90.6	230	100.0
2017	2	8.1	2	0.8	227	91.1	231	100.0
2018	2	7.4	2	0.6	227	92.0	231	100.0

### **3.8.3.1 I limiti del Tuf**

Considerando il contesto storico in cui è stato introdotto il Tuf, si osserva che la sua istituzione è avvenuta in un periodo di espansione dell'economia globale, ed in particolare dei mercati finanziari. In questo senso, il Tuf rappresentava un modo per riformare un sistema giuridico non evoluto e non al passo con il livello di sviluppo dei mercati. Il problema ideologico principale è stato tuttavia quello di non cogliere i limiti del sistema capitalistico, che avrebbe raggiunto il suo punto più basso con la crisi finanziaria del 2008. La teoria economica su cui si è basato Mario Draghi, e sostenuta anche dall'allora Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica e futuro Presidente della Repubblica Carlo Azeglio Ciampi, ritiene che la crescita economica sia possibile in un clima di libertà degli operatori finanziari e di tutela degli investitori. Non è quindi casuale l'ispirazione ai principi di regolamentazione americani come ad esempio quelli relativi al take over, e quindi finalizzata a garantire una maggiore contendibilità delle imprese nel mercato. Le prime criticità si proposero però con gli scandali societari che ci furono nei primi anni 2000. Infatti, se da un lato in America ci sono stati gli scandali Global Crossing Worldcom, Computer Associates, Enron, Health South, in Europa si sono avuti i casi Lernout & Hauspie, Vivendi Universal e Royal Ahold. A livello italiano lo scandalo più celebre è stato quello relativo alla Parmalat. Il tema da sottolineare, e che sottintende i limiti delle normative vigenti, è che la storia e le conseguenze di questi scandali sono del tutto analoghi. Il fattore scatenante comune è stato una deliberata manipolazione dei dati contabili del management delle imprese in combutta con le società di revisione. Questa falsificazione, si è riflessa sul prezzo dei titoli che sono stati molto sopravvalutati rispetto al loro valore intrinseco, su cui gli investitori hanno basato le loro decisioni di investimento. Concentrandosi sul caso italiano della Parmalat, bisogna evidenziare che operativamente non era un'impresa particolarmente in difficoltà, anche se non generava margini elevati. Il disastro finanziario si è avuto in quanto le risorse venivano volutamente depredate dalla famiglia o malamente consumate per l'estrazione di benefici privati. La conferma, si ha osservando come Parmalat sia riuscita immediatamente a riprendersi a seguito dell'intervento del commissario dopo il fallimento. La gravità

della situazione è che non sono stati coinvolti solo gli azionisti di minoranza (outside equity) ma anche gli obbligazionisti a cui le banche avevano allocato dei titoli. Infatti, l'investitore che acquista titoli azionari accetta di prendersi carico del rischio di impresa, ma l'obbligazionista come qualsiasi altro creditore ha diritto alla restituzione del capitale. L'effetto di questi avvenimenti fu l'individuazione di alcune problematiche legate alla Corporate Governance:

- La composizione del CdA e la mancanza di regole per quanto concerne gli amministratori indipendenti;
- Il comportamento collusivo di revisori e consulenti;
- La paga dei manager che incentiva alla manipolazione dell'informativa societaria per il proprio tornaconto personale.

La risposta americana è stata molto dura e celere con la legge Sarbanes-Oxley 2002 (SOXA). In Italia, anche usando come riferimento la SOXA, nel 2005 fu promulgata la legge numero 262 per la tutela del risparmio che ha portato le seguenti modifiche quanto concerne la Corporate Governance:

- Obbligo di presenza nel CdA di almeno un amministratore di minoranza, che quindi rappresenti in consiglio gli interessi dell'outside equity;
- Obbligo di presenza di almeno un amministratore indipendente per CdA con meno di 7 componenti, e di due con più di 7 membri;
- Perdita della carica di amministratore indipendente alla perdita dei requisiti;
- Obbligo di presenza di almeno un sindaco di minoranza nel Collegio Sindacale;
- Riduzione del quorum necessario per la minoranza per muovere un'azione di responsabilità<sup>125</sup> contro gli amministratori;

---

<sup>125</sup> La società può agire contro amministratori se ritiene che con il loro comportamento abbiano violato i loro doveri causando una riduzione del patrimonio.

- Semplificazione per la delega di voto, per incentivare la partecipazione della minoranza;
- Obbligo di informare il mercato sull'attribuzione di strumenti finanziari come ad esempio delle stock option a manager e dipendenti.

Come ulteriore forma di tutela nei confronti dei piccoli investitori nel 2007 in Italia c'è stata l'approvazione della Direttiva sulle OPA che proponeva alcuni aggiornamenti sul tema. La disciplina dell'OPA tratta il tema del trasferimento del controllo. Il motivo dietro le sue continue modifiche è la necessità di questa disciplina di doversi adattare puntualmente al contesto e alla condotta adottata dalle imprese e dal mercato. Il primo adeguamento consiste nel caso di riuscita dell'OPA, di concedere agli azionisti che non hanno accettato di vendere i loro titoli al momento dell'annuncio, di vendere le loro azioni ex-post alle medesime condizioni dell'offerta. Questo garantisce agli azionisti un maggior potere contrattuale, in quanto l'accettazione dell'offerta diventa una scelta e non come talvolta accadeva una costrizione. Il secondo aggiornamento riguarda il calcolo della soglia del 30%. In questo caso, vengono anche considerati gli strumenti finanziari derivati<sup>126</sup> affinché alcuni investitori non eludano tramite questi l'obbligo di OPA. E' stata inoltre introdotta la flessibilità della soglia. Ad esempio, per rimuovere l'incentivo psicologico a non quotarsi delle imprese a conduzione familiari, la percentuale dell'OPA è stata incrementata al 40% (Abrardi & Rondi, 2020) (Banca d'Italia, 2018) (Sarale & Rivaro, 2018) (Consob, 2007) (Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2006).

### **3.8.3.2 Il Codice di Autodisciplina e gli effetti sulla Corporate Governance in Italia**

Il Codice di Autodisciplina, introdotto per la prima volta nel 1999 è costituito da una serie di raccomandazioni di best practice che in linea di

---

<sup>126</sup> Sono dei titoli il cui valore è strettamente correlato da un'altra attività finanziaria (Borsa Italiana Spa, s.d.).



principio se venissero adottate nelle società quotate porterebbero alla massimizzazione del loro valore. La sua continua adozione ha portato sempre più all'affermarsi del cosiddetto principio *comply or explain*. La non sottoscrizione del Codice di Autodisciplina non ha alcuna implicazione di tipo legale, ma può avere delle gravi conseguenze in termini di reputazione. Infatti, la mancata adozione non è ben vista da parte del mercato, che al non-comply richiede di ricevere delle adeguate spiegazioni. La bellezza di questo principio, è che se da un lato rispetta l'articolo 41 della Costituzione e quindi riconosce la libera iniziativa economica concedendo all'imprenditore l'autonomia totale nell'organizzare e governare la propria azienda, dall'altra con l'*explain* rappresenta una forma di tutela per gli outsider. Per garantire il rispetto del principio *comply or explain*, le società quotate sono obbligate a dichiarare l'adesione o la non adesione al Codice di Autodisciplina, ed anche il non rispettare singole raccomandazioni con la relativa motivazione. Leggermente diversa è la questione per le società quotate sul segmento più elitario STAR, in cui fra i requisiti viene posto il vincolo di totale adesione al Codice di Autodisciplina. Tanto è cresciuta l'importanza di questo principio, che è stato inserito dapprima nel regolamento di Borsa Italiana, ed in seguito nel Tuf con la riforma della tutela sul risparmio del 2015. Nella sua edizione originale il Codice di Autodisciplina conteneva 13 articoli, di cui 7 riponevano l'attenzione sul CdA. Questo avvenne in quanto il Tuf, orientato sulla libera iniziativa economica non aveva posto alcun tipo di limite ai comportamenti degli insider. Proprio nel Codice di Autodisciplina nella prima versione del 1999, viene nominata per la prima volta nominata la figura dell'amministratore indipendente e si incentivava la sua presenza nel Consiglio di Amministrazione al fine di mitigare il problema della mancanza di rappresentanti per le minoranze. Nel 2002 per la prima volta il Codice di Autodisciplina fu modificato con l'inserimento

delle raccomandazioni riguardanti le operazioni con parti correlate<sup>127</sup>. Infatti, sfruttando la loro posizione di controllo, gli insider possono approvare delle operazioni che determinano un vantaggio personale, ma uno svantaggio per la società. Un tipico esempio può essere la vendita sottocosto di asset da parte ad una società terza in cui l'amministratore ha degli interessi. Rappresentando potenzialmente una distorsione nell'uso delle risorse, nel bilancio di esercizio, le aziende quotate devono inserire un capitolo in cui descrivono le operazioni con le parti correlate avvenute nel corso dell'anno. Tale novità è stata poi eliminata nell'edizione del 2011, in seguito alla regolamentazione di tali operazioni da parte della Consob nel 2010<sup>128</sup>. Nel 2006 il Codice di Autodisciplina fu completamente modificato nella sua forma. Per quanto concerne invece la sostanza, fu esortata una maggiore partecipazione dei soci in assemblea. Nel 2010 ci fu la riforma sull'articolo riguardante la remunerazione degli amministratori che è possibile riassumere nei seguenti punti:

1. *Diversificazione tra amministratori esecutivi e non esecutivi*: per i primi deve essere formulata una paga con una parte fissa ed una variabile legata alle performance, per incentivare alla massimizzazione del valore dell'impresa. Per gli amministratori non esecutivi invece, non essendo implicati in decisioni di tipo

---

<sup>127</sup> Sono delle operazioni in cui le parti coinvolte sono la società ed un insider (o comunque una società in cui l'insider ha degli interessi) e rappresentano potenzialmente un metodo di estrazione di benefici privati.

<sup>128</sup> Questa norma distingue due tipi di situazioni:

- ◆ Operazioni di minore rilevanza;
- ◆ Operazioni di maggiore rilevanza.

In entrambe le situazioni le operazioni devono essere presentate ad un comitato. Tuttavia nel primo caso il comitato, formato da amministratori non esecutivi esprime un parere non vincolante; nel secondo caso invece il comitato, costituito da soli amministratori indipendenti, esprime un parere vincolante. In quest'ultima situazione l'unico modo per scavalcare il comitato è richiedere l'approvazione dell'assemblea dei soci.

strategico, la paga deve essere proporzionata all'impegno e alla professionalità;

2. *Limitazioni alla partecipazione agli utili per gli amministratori:* come descritto nel paragrafo 3.8.2, non è raro che ai manager vengano offerte delle azioni o delle stock option. Tuttavia, è possibile che questi strumenti portino ad una distorsione nelle politiche di gestione, ed orientare gli amministratori a prendere delle decisioni per un loro beneficio personale. Per cercare di allineare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti sono stati inseriti alcuni accorgimenti. Il primo è che la possibilità di esercitare il diritto di opzione sulle stock option deve essere vincolato al raggiungimento di predeterminati livelli di performance. Il secondo, ovvero l'obbligo di dover attendere almeno tre anni prima di poter esercitare il diritto di opzione sulle stock option serve per mitigare il problema di *miopia* dei manager. Il terzo è l'obbligo per il manager di mantenere nel proprio portafogli una quota della proprietà dell'impresa fino al termine del suo mandato.
3. *Il paracadute d'oro:* è una clausola che viene inserita all'interno dei contratti dei manager. Questo rappresenta una forma di remunerazione che viene garantita al manager nel caso in cui venisse sollevato dall'incarico o in caso di take over. Il problema è il valore di tale paracadute, spesso sproporzionato e fornito anche nel caso in cui il contratto venga risolto a causa delle sue scarse prestazioni. Per questa ragione, è stato introdotto il limite pari al valore monetario di due anni della parte variabile della paga. Inoltre, viene disposto che se il mandato dell'amministratore dovesse concludersi per motivazioni legate alle sue performance, la clausola perde di validità e la remunerazione non deve essere corrisposta;
4. *Composizione del Comitato per la remunerazione:* per garantire un miglioramento delle politiche retributive aziendali è stato stabilito che questo comitato deve essere composto solo da amministratori indipendenti e non esecutivi. Inoltre, viene raccomandata l'assenza

in riunione di un amministratore quando è all'ordine del giorno la valutazione della sua paga.

L'ultimo aggiornamento rilevante del Codice di Autodisciplina è del 2011. In questa edizione c'è stata una forte semplificazione e nello stesso tempo un rafforzamento delle raccomandazioni rispetto delle versioni precedenti. Una delle specificazioni più importanti è stata fatta sugli amministratori indipendenti. Infatti, mentre nelle precedenti versioni si auspicava il rispetto di una proporzionalità tra numerosità del board e amministratori indipendenti, nel 2011 è stata definita una percentuale da riservare a queste figure del 33% con un minimo in ogni caso di almeno due amministratori. Inoltre, è stata sottolineata la necessità di verificare il persistere dei requisiti anche dopo la nomina. Sempre nel 2011, è stata chiarita dettagliatamente la figura del *Lead Independent Director*. Questo è un amministratore indipendente che ha il compito di garantire l'efficienza del flusso informativo specie per gli amministratori non esecutivi. La sua presenza è fortemente consigliata in casi di concentrazione di potere (come ad esempio quando uno stesso amministratore è sia CEO sia Presidente del CdA). Proprio nel 2011, è stato istituito anche con la collaborazione di Borsa Italiana Spa, il cosiddetto Comitato per la Corporate Governance, che lavora costantemente per rinnovare il Codice di Autodisciplina, e monitorare in che modo le imprese lo recepiscono. Dopo quella del 2011 sono state effettuate diverse revisioni nel 2014, 2015 e 2018. L'ultima in ordine temporale è datata 31 gennaio 2020, e porta il numero di articoli da 10 a 6<sup>129</sup>. In questo modo, è stata garantita una maggiore snellezza ed efficacia

---

<sup>129</sup> Elenco degli articoli dell'ultima versione del Codice di Autodisciplina del gennaio 2020:

1. Ruolo dell'organo di amministrazione;
2. Composizione degli organi sociali;
3. Funzionamento dell'organo di amministrazione e ruolo del presidente;
4. Nomina degli amministratori e autovalutazione dell'organo di amministrazione;
5. Remunerazione;
6. Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

del documento, mentre dal punto di vista del contenuto, il Comitato differenziando le regole per strutture proprietarie e classi dimensionali sembra mostrare la sua attenzione non solo verso le grandi imprese quotate. Le novità più importanti, oltre la grande attenzione per la tematica della sostenibilità ambientale, in tema di Corporate Governance c'è stato un innalzamento della quota minima riservata agli amministratori indipendenti nel board al 50% per le società con azionariato diffuso, che invece rimane al 33% per le proprietà concentrate. Inoltre, c'è stato un inasprimento dei requisiti di indipendenza. Infine, sempre nel Codice di Autodisciplina del 2020 nell'articolo 2 "Composizione degli organi sociali", si conferma l'impegno verso la tematica della *diversity* in particolare di genere. Viene infatti raccomandato che almeno un terzo del CdA sia riservato al genere meno rappresentato (Cerri & Sottoriva, 2020) (Consob, 2020) (Consob, 2013).

### **3.8.4 La Governance delle imprese quotate su Borsa Italiana Spa**

I dati che verranno forniti di seguito sono di competenza del 2018, in cui sul MTA erano quotate 231 imprese con un capitalizzazione totale di circa 460 miliardi di euro. Come già accennato e visibile in Tabella 21, circa il 66% delle imprese quotate sono a conduzione familiare, la maggior parte di piccole dimensioni ed appartenenti al segmento STAR. Anche in questo caso, si conferma come visibile in Tabella 24, l'esistenza di un fenomeno comune ovvero di un assetto proprietario altamente concentrato. Infatti, 123 delle 231 imprese del MTA hanno un socio con una partecipazione di maggioranza assoluta, 23 sono controllate da una coalizione di soci (attraverso dei patti parasociali) e solo 13 si possono definire ad azionariato diffuso. La motivazione dietro la stabilità degli assetti proprietari in Italia, sono di natura culturale, ma sono anche dovuti ad una mancato di sviluppo del mercato delle IPO e del controllo (Abrardi & Rondi, 2020). Entrando nel dettaglio si osserva che il ricorso a patti parasociali è aumentato del 82,1% dal 1998 al 2010, per poi progressivamente scendere al medesimo valore del 1998 nel 2018. Questo è successo dopo la modifica del Codice di Autodisciplina e può essere attribuito alla crescente presenza degli investitori istituzionali, i quali non

**Tabella 24: Andamento storico degli assetti proprietari per le società quotate su MTA (Consob, 2019).**

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

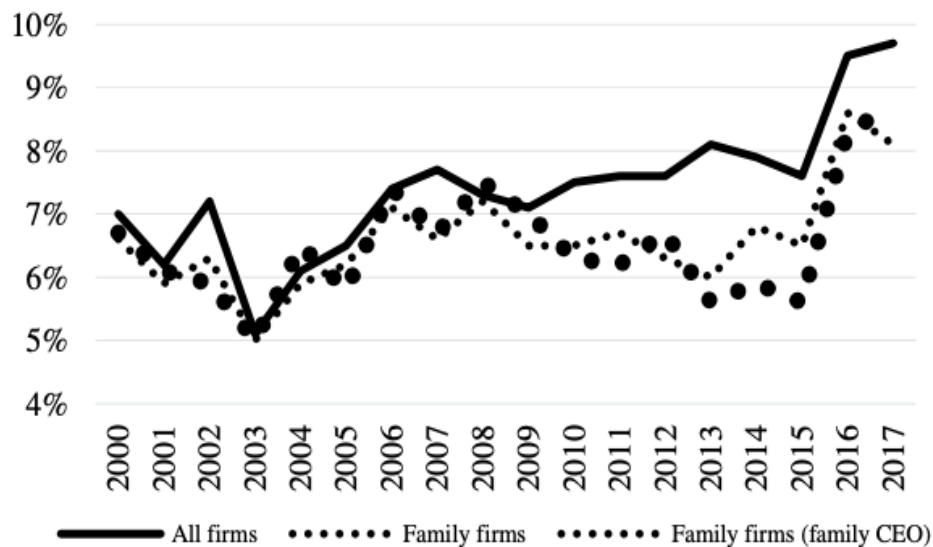
vedono di buon grado i patti parasociali essendo uno strumento di separazione tra proprietà e controllo, e quindi potenzialmente un modo per estrarre dei benefici privati (Abrardi & Rondi, 2020). Collegandosi al tema degli investitori istituzionali, dalla Tabella 25 si può notare che questi nel 2018 possedevano partecipazioni rilevanti in 62 imprese (2 in più rispetto al 2017) e come la loro presenza in termini di capitalizzazione di borsa sia rimasta pressoché invariata (se non addirittura scesa di circa un paio di punti) con percentuali intorno al 25-30% dal 2010. Analizzando più nel dettaglio si osserva come questo risultato sia frutto della contemporanea riduzione della presenza di investitori istituzionali italiani e dell'incremento di quelli esteri. Una spiegazione della riduzione della presenza degli investitori istituzionali è collegata ad un cambiamento della loro politica. Infatti, contrariamente a quanto si potrebbe desumere, questi non hanno ridotto il capitale investito, ma come si può vedere in Figura 28 hanno aumentato la loro quota di partecipazione, presumibilmente o per concentrare i loro investimenti in poche imprese oppure per marcare i comportamenti degli altri investitori istituzionali (Abrardi & Rondi,

**Tabella 25: Panoramica ed andamento storico sulla presenza di investitori istituzionali e stranieri nelle imprese italiane quotate sul MTA (Consob, 2019).**

	at least one institutional investor			at least one Italian institutional investor			at least one foreign institutional investor		
	no. of companies	weight <sup>1</sup>	mean shareholding <sup>2</sup>	no. of companies	weight <sup>1</sup>	mean shareholding <sup>2</sup>	no. of companies	weight <sup>1</sup>	mean shareholding <sup>2</sup>
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

2020). La differenza tra gli investitori istituzionali domestici ed esteri è che i primi impegnano il loro capitale in imprese di piccole dimensioni, mentre i secondi non sembrano avere alcuna particolare politica riguardo a dimensione ed industry. Un punto di comunanza invece riguarda la tipologia di investitori istituzionali, ed in particolare la progressiva decrescita dell'importanza di banche ed assicurazioni e la continua crescita dei più giovani fondi di private equity e venture capital. Una caratteristica comune del mercato italiano è l'utilizzo di strutture di controllo piramidali<sup>130</sup> come metodo di separazione tra proprietà e controllo e per eludere la tassazione. È molto difficile risalire e ricostruire queste strutture, perché è sufficiente che una sola impresa della catena non sia quotata e diventa molto complicato risalire alla società controllante a valle a causa della impossibilità di reperire informazioni a riguardo.

<sup>130</sup> Un esempio di struttura piramidale è quando una società A avendo una partecipazione di controllo in una società B, controlla una società C attraverso una partecipazione di controllo della società B nella società C.



**Figura 28: Trend storico della quota media di partecipazione degli investitori istituzionali (Abrardi & Rondi, 2020).**

Questa è una delle motivazioni che spiegano la difficoltà di investire in Italia. Tuttavia, la portata di questo fenomeno è in costante riduzione. Infatti, si è passati dal 1998 in cui il 36,1% delle società appartenevano a gruppi piramidali ed il 56% non appartenevano ad alcun gruppo, al 2018 in cui le percentuali sono rispettivamente diventate il 12,1% ed l'81%. Si è verificato quindi con l'apertura dei mercati, le riforme per la tutela della minoranza e il maggior impegno degli investitori istituzionali, una progressiva sostituzione delle strutture a catena come metodo di separazione tra proprietà e controllo con le coalizioni (fino alla revisione del Codice di Autodisciplina). Per quanto concerne la struttura dei diritti di voto e la deviazione dal principio one-share-one-vote, dopo la riforma del 2004 che consentì di emettere azioni con diritto di voto maggiorato (per incentivare anche le imprese di minori dimensioni a quotarsi) si è verificata una sempre più frequente emissione di azioni a voto multiplo e loyalty share. Nello stesso tempo si è avuta una sempre minore adozione di azioni senza diritto di voto, se non addirittura la conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie. Tuttavia, il tema è che o con quote di azioni con diritto di voto maggiorato o senza diritto di voto, viene comunque promossa la separazione tra proprietà e controllo (Abrardi & Rondi, 2020) Un ultimo argomento rilevante di Corporate Governance



sono le operazioni con parti correlate. Dopo la nuova disciplina emanata nel 2010 da parte della Consob, sono state documentate per le società quotate su Borsa Italiana 547 operazioni con parti correlate fino al 2018, in cui nel 82% dei casi sono stati coinvolti azionisti con quote di maggioranza. Di queste, oltre il 50% sono contratti di finanziamento ed oltre il 30% compra-vendita di asset (Consob, 2019) (Abrardi & Rondi, 2020).

#### **3.8.4.1 La composizione del CdA**

La dimensione media del board è di circa 10 membri, di cui la metà sono amministratori indipendenti. L'*interlocker*, quando un amministratore è membro di almeno due diversi CdA, è una presenza comune nei board italiani, specificatamente in 180 società quotate su Borsa Italiana Spa, che pesano per il 97% del market cap totale. In particolare, è usuale la loro presenza nelle società del FTSE Mib in cui mediamente rappresentano circa  $\frac{1}{4}$  della dimensione del board. L'importanza di queste figure è il rischio di *interlocking directorship*. E' infatti possibile che due o più interlocker possano ritrovarsi in più CdA, e quindi abbiano l'opportunità di creare delle alleanze che possono potenzialmente portare a delle conseguenze negative per le imprese. Ad esempio, si è notato che uno degli effetti di questo network di interlocker è un aumento medio degli stipendi. Per quanto concerne le caratteristiche degli amministratori in quanto persone fisiche, l'età media è di 56,6 anni ed il background è prevalentemente di natura economico-manageriale. Si evidenziano delle differenze in base alle dimensioni, ed in particolare per le imprese più grandi appartenenti al FTSE Mib, l'età media è più alta di circa due anni, c'è una maggiore presenza di figure straniere (mediamente il 10%) ed il livello di istruzione è significativamente più elevato. Concentrandosi sul tema della diversity, nello specifico quella di genere in Tabella 26, nel 2019 è stato raggiunto il massimo livello di presenza femminile con il 36,4% di amministratori ed il 39,3% di sindaci. Soffermandosi invece sui compiti che vengono assolti dalle donne in Tabella 27, nel 2019, delle 807 amministratrici, 582 (72,1%) svolgono il ruolo di indipendenti e solo in rari casi (nel 1,9% dei casi) hanno il ruolo di maggior potere, ovvero il CEO (Consob, 2019).

**Tabella 26: Numero di amministratori e società quotate su Borsa Italiana Spa con almeno un amministratore donna, e numero di sindaci e società quotate su Borsa Italiana Spa con almeno un sindaco donna (CONSOB, 2019).**

	boards of directors				boards of statutory auditors			
	female directorship <sup>1</sup>		diverse-board companies <sup>3</sup>		female membership <sup>1</sup>		diverse-board companies <sup>3</sup>	
	number	weight <sup>2</sup>	number	weight <sup>4</sup>	number	weight <sup>2</sup>	number	weight <sup>4</sup>
2010	182	6.8	133	49.6	56	6.2	52	19.4
2011	193	7.4	135	51.7	57	6.5	53	20.3
2012	288	11.6	169	66.8	81	9.5	74	29.2
2013	421	17.8	202	83.5	153	18.7	132	54.8
2014	521	22.7	217	91.9	205	26.1	183	77.5
2015	622	27.6	230	98.3	260	33.6	230	98.3
2016	701	31.6	226	99.1	261	35.4	226	99.1
2017	760	33.6	226	98.7	266	36.6	227	98.7
2018	812	36.0	229	99.1	278	38.1	227	98.3
2019	807	36.4	226	99.6	278	39.3	225	99.1

**Tabella 27: Storico dei ruoli assunti dagli amministratori donne nelle società quotate su Borsa Italiana Spa.**

female directorship<sup>1</sup>

	CEO		chairman / honorary chairman		deputy chairman / executive committee		independent director <sup>3</sup>		minority director	
	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>
2013	13	3.2	10	2.5	33	8.1	244	59.8	20	4.9
2014	16	3.1	16	3.1	32	6.1	333	64.0	37	7.1
2015	16	2.6	17	2.7	36	5.8	424	68.3	42	6.8
2016	17	2.5	21	3.1	40	5.8	471	68.6	49	7.1
2017	17	2.2	27	3.6	39	5.1	520	68.6	57	7.5
2018	14	1.7	25	3.1	39	4.8	581	71.8	61	7.5
2019	15	1.9	25	3.1	33	4.1	582	72.1	68	8.4

### 3.8.5 La Governance delle imprese italiane a conduzione familiare

Il tipico limite che viene imputato alle imprese a conduzione familiare è quello di fare poco affidamento ad un management esterno e più qualificato. Non è inusuale infatti, che per ruoli di spicco vengano scelti i membri stessi della famiglia. Secondo il rapporto Cerved del 2018, come si può evincere in Tabella 28, su un totale di 154 mila imprese tra grandi e PMI (di cui 148 mila PMI), circa 103 mila (di cui 101 mila per le PMI) sono a conduzione familiare. Quest'ultime hanno complessivamente 197

**Tabella 28: Numero di amministratori e CEO membri della famiglia di controllo, possessori di partecipazioni societarie per le PMI e le grandi imprese italiane (Cerved, 2018).**

	PMI			PMI E GRANDI IMPRESE		
	numero	% donne	età media	numero	% donne	età media
<b>Imprese familiari</b>	<b>100.790</b>			<b>102.737</b>		
Con board aperto a membri esterni alla famiglia	25.650			26.853		
Con AD esterno alla famiglia	13.749			14.219		
<b>Totale amministratori</b>	<b>189.696</b>	<b>24,6%</b>	<b>55,4</b>	<b>196.901</b>	<b>24,4%</b>	<b>55,5</b>
Totale amministratori della famiglia di controllo	151.974	25,1%	55,5	156.303	25,1%	55,6
Anche soci	135.023	23,7%	55,8	138.582	23,7%	55,9
Solo amministratori	16.951	36,0%	55,0	17.721	35,9%	55,1
Totale amministratori esterni alla famiglia	37.722	22,8%	55,0	40.598	21,9%	55,2
Anche soci	16.832	24,2%	53,2	17.371	24,1%	53,1
Solo amministratori	20.890	21,6%	54,9	23.227	20,2%	55,3
<b>Amministratori delegati</b>	<b>100.632</b>	<b>18,5%</b>	<b>56,7</b>	<b>102.574</b>	<b>18,3%</b>	<b>56,8</b>
AD della famiglia di controllo	86.883	17,5%	59,6	88.355	17,6%	57,1
Anche soci	81.196	17,2%	56,8	82.534	17,1%	56,9
Solo amministratori	5.687	23,8%	59,6	5.821	23,6%	59,6
AD esterni alla famiglia di controllo	13.749	23,5%	55,2	14.219	24,0%	55,3
Anche soci	5.821	25,9%	55,5	5.910	25,8%	55,6
Solo amministratori	7.928	22,6%	55,0	8.309	21,9%	55,2

mila amministratori (di cui 190 mila nelle PMI) nei loro CdA. Considerando le sole PMI, il 78,5% degli amministratori sono membri della famiglia di controllo, e di questi l'88,8% possiede delle partecipazioni societarie. Esaminando invece i dati sugli amministratori senza alcun legame familiare nelle PMI, si nota come la percentuale di quelli aventi una partecipazione societaria precipita al 44,6%. I medesimi risultati si ottengono concentrando l'attenzione sulla figura di maggior potere ovvero i CEO. Su un totale di 100.632 CEO, l'86,3% sono membri della famiglia proprietaria, di cui addirittura il 93,5% possiede delle quote azionarie. La grandezza di questa percentuale risulta ancora più evidente se confrontato con il 42,3% dei CEO esterni. Tuttavia, il ricorso a CEO familiari è un fenomeno in progressiva decrescita negli ultimi 10 anni, a dimostrazione che le nuove imprese familiari hanno un approccio diverso rispetto al passato (Abrardi & Rondi, 2020). Questi numeri si presentano del tutto analoghi se nel calcolo vengono incluse anche le circa due mila grandi imprese familiari. Per quanto riguarda la diversity, si nota che la presenza delle donne nell'organo collegiale è abbastanza bassa tra il 15% ed il 25%. Osservando invece l'anagrafica degli amministratori, l'età media si attesta intorno ai 55 anni. Tuttavia, si può notare una differenza piuttosto marcata esaminando la figura del CEO. Infatti, risulta che i CEO esterni sono mediamente più giovani (di 4 anni) rispetto ai CEO membri della famiglia di controllo. Entrando nelle dettaglio delle classi dimensionali in Tabella 29, come presumibile la presenza di CEO ed

**Tabella 29: Livello di presenza delle famiglie nei board per le diverse classi dimensionali di imprese in Italia (Cerved, 2018).**

	IMPRESE FAMILIARI			NON FAMILIARI	QUOTATE O NEL PORTAFOGLIO DI FONDI	TOTALE IMPRESE
	AD esterno	Soci o amministratori esterni	Senza soci o amministratori esterni			
Piccole	11.469	27.066	48.040	36.446	473	123.494
Medie	2.438	6.184	5.593	10.323	498	25.036
<b>PMI</b>	<b>13.907</b>	<b>33.250</b>	<b>53.633</b>	<b>46.769</b>	<b>971</b>	<b>148.530</b>
Grandi	475	1.094	378	3.138	382	5.467
<b>PMI e grandi</b>	<b>14.382</b>	<b>34.344</b>	<b>54.011</b>	<b>49.907</b>	<b>1.353</b>	<b>153.997</b>

amministratori non familiari aumenta al crescere della dimensione aziendale e del board. Analizzando i dati, il peso nel CdA degli amministratori esterni passa dal 23,4% delle piccole imprese fino al 61,8% delle grandi. Mentre, concentrandosi sulla figura del CEO si passa rispettivamente dal 17,2% al 24,4%. Dal punto di vista geografico, si osserva una maggiore riluttanza ad aprire il board nelle zone del sud Italia. Invece, esaminando per industry, l'utility è quello maggiormente predisposto ad accogliere CEO esterni; viceversa per il settore delle costruzioni. In conclusione, si rileva che il circa il 50% delle imprese a conduzione familiare sono chiuse, nel senso che il CdA è formato da tutti componenti del nucleo familiare.

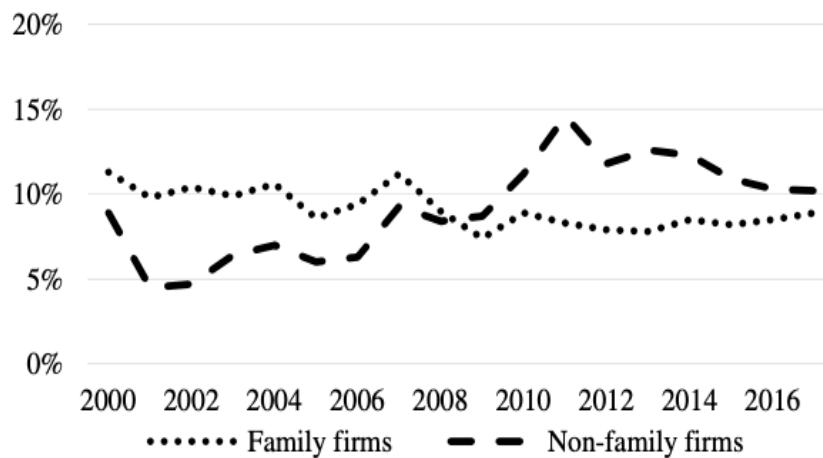
### **3.9 Le performance delle imprese familiari**

Il tema delle performance delle imprese familiari rispetto alle non familiari è stato portato avanti in Italia da Rondi e Abrardi nel 2020. Lo studio si è concentrato su un campione di 155 società quotate su Borsa Italiana, a partire dal 2000 fino al 2017. La validità dell'analisi deriva dal fatto che i risultati non sono influenzati da variabili esterne, essendo le imprese operanti nel medesimo ambiente istituzionale. Il secondo motivo della bontà del lavoro è che l'arco temporale considerato è talmente lungo da inglobare gli effetti delle riforme effettuate dal legislatore. Le variabili di Corporate Governance considerate in questo studio sono state le seguenti:

1. Composizione dell'azionariato: permette di stabilire se un'impresa è a conduzione familiare;
2. La presenza degli investitori istituzionali con una quota di proprietà oltre il 2%;
3. La presenza di dual class share: permette di stabilire se viene adottata una strategia di separazione tra proprietà e controllo;
4. La presenza di CEO appartenenti alla famiglia di controllo;
5. Dualità del CEO e del Presidente del CdA.

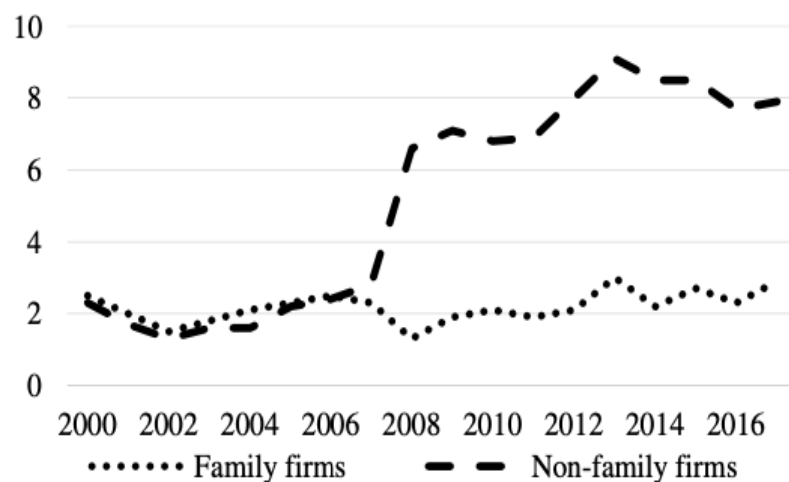
#### **3.9.1 I risultati**

Il risultato è che non è possibile stabilire se le performance delle imprese a conduzione familiare sono migliori di quelle non familiari. Effettuando la valutazione in base ad un parametro che misura l'efficienza di utilizzo



**Figura 29: Livello medio del ROA per un campione di 155 imprese familiari e non familiari italiane quotate su Borsa Italiana Spa (Abrardi & Rondi, 2020)**

degli asset come il ROA, si ottiene, come si evince dalla Figura 29 che le imprese a conduzione familiare presentano un maggior livello di redditività pre-crisi; il contrario succede invece post-crisi. Questo dimostra la maggior reattività delle imprese non familiari a seguito di fenomeni esogeni. Una caratteristica a vantaggio delle imprese familiari è che mostrano un minore livello di volatilità. Questo potrebbe indurre a pensare che le imprese familiari, essendo interessate a garantire la continuità generazionale, hanno una maggiore propensione ad investire in progetti più sicuri. Tuttavia, è più ragionevole pensare che la volatilità sia strettamente legata ad un'intrinseca caratteristica delle imprese familiari. Infatti, se si analizza il ROA, scomponendo il sotto campione delle imprese a conduzione familiare, in base al fatto che ci sia un CEO interno alla famiglia o meno, si verifica che i CEO esterni garantiscono rendimenti mediamente migliori, ma registrano lo stesso livello di volatilità dei CEO familiari. Diversi sono invece i risultati se si osserva in Figura 30 l'andamento del market-to-book ratio. Anche in questo caso, si registra una maggior volatilità per le società non familiari, ma soprattutto un loro valore più elevato rispetto alle familiari (anche se non statisticamente significativo). Essendo il market-to-book il rapporto tra il valore di mercato ed il valore contabile, questo risultato chiaramente indica che i mercati a parità di condizioni, ripongono una minore fiducia e tendono a sottovalutare le imprese a conduzione familiare. Sempre a conferma di una



**Figura 30: Andamento del MTB per le imprese familiari e non familiari dal 2000 al 2017 (Abrardi & Rondi, 2020).**

migliore reattività per le imprese familiari, si nota che la differenza di rendimento comincia proprio a partire dalla crisi finanziaria. Pertanto, nonostante le imprese familiari riportino migliori prestazioni da un punto di vista contabile e quindi sembrerebbero dimostrare una superiore capacità gestionale, non vengono premiate dal mercato (Abrardi & Rondi, 2020). Infine, si evidenzia in base al rapporto Cerved sulle PMI del 2018 in Tabella 30, che il controllo familiare è spesso correlato ad elevati tassi di profitto, ma anche ad una minore crescita dimensionale. Questo induce a ritenere le imprese familiari meno abili nello sfruttare le opportunità di crescita (Cerved, 2018).

**Tabella 30: Confronto delle performance tra imprese familiari e non familiari, e tra CEO esterni e membri della famiglia di controllo, in base ai dati medi ponderati del triennio dal 2014 al 2016 per le PMI italiane (Cerved, 2018).**

	AD esterno	Con soci o amministratori esterni	Senza soci o amministratori esterni	TOTALE FAMILIARI	NON FAMILIARI
Fatturato (€ '000)	6.085	6.622	4.683	5.903	6.791
MOL ('000)	366	498	347	400	459
MOL/Fatturato	6,0%	7,5%	7,4%	7,2%	6,8%
Attivo (€ '000)	6.603	6.573	4.194	5.847	7.235
PFN (€ '000)	1.218	854	430	679	957
Debiti finanziari (€ '000)	1.934	1.684	975	1.476	1.905
Leverage	112,2%	74,2%	71,6%	78,0%	85,3%
Cashflow (€ '000)	299	397	268	350	410
Cashflow /Fatturato	4,9%	6,0%	5,7%	5,9%	6,0%
ROA	4,1%	4,5%	4,8%	4,6%	4,1%
ROE	8,4%	8,0%	9,6%	8,9%	8,5%
Utile (€ '000)	-7	151	114	110	88
Dividendi(€ '000)	-28	133	108	98	40
Dividendi su Cashflow	-9,4%	33,4%	40,4%	31,1%	9,8%
Crescita fatturato 16/14	3,2%	8,8%	11,0%	8,9%	7,2%
Crescita cashflow 16/14	5,6%	23,5%	23,5%	21,0%	21,9%
Crescita MOL 16/14	-1,6%	14,1%	15,5%	12,7%	11,5%

### 3.9.1.1 Il ruolo del CEO

Molto interessante è il confronto delle performance tra un CEO interno ed uno esterno nelle imprese a conduzione familiare. Il risultato è che un CEO non familiare è associato ad un fascia di fatturato significativamente più elevata (specie se confrontato con le imprese con nessun membro esterno nel board), ma a dei livelli di prestazioni reddituali e di flussi di cassa inferiori. Le motivazioni possibili dietro questi numeri sono due:

1. Minore efficienza gestionale del CEO non familiare, dovuto all'innescarsi di un conflitto principale-agente ed alla difficoltà di trovare manager capaci;



2. Il momento dell'assunzione: spesso i CEO esterni vengono assunti nelle famiglie a conduzione familiare non nei periodi di crescita, ma in quelli di crisi (Cerved, 2018).

I risultati sono confermati anche dallo studio di Abrardi e Rondi che nella loro analisi scendendo ad un maggior livello di dettaglio, dopo aver rilevato, usando come parametri il ROA ed il market-to-book ratio che le prestazioni dei CEO esterni sono superiori rispetto a quelle dei CEO familiari (anche se non per valori statisticamente significativi), hanno suddiviso il campione dei CEO familiari in due ulteriori sottogruppi:

- Fondatori;
- Discendenti.

L'esito è che la significatività statistica di un livello inferiore di performance rispetto ai CEO esterni, si ha solo per il sotto-campione formato dai discendenti. In questo modo, lo studio dimostra che i fondatori hanno una migliore capacità gestionale rispetto ai discendenti. Concentrandosi sulla variabile market-to-book ratio, si ottiene in aggiunta che la sottovalutazione del mercato è più marcata in caso di dualità del CEO, dimostrando che per gli investitori sono più importanti i meccanismi di governance piuttosto che il reale valore e rendimento di un'impresa (Abrardi & Rondi, 2020).

### **3.10 I costi di quotazione in Italia**

Entrando nel dettaglio del mercato italiano dopo aver già trattato il tema a livello generale nel paragrafo 2.5.1, il costo medio diretto di quotazione (CDT) si assesta per un valore pari al 5% del capitale raccolto per:

- Commissioni dovute per il collocamento a global coordinatori e membri del consorzio di collocamento, in letteratura chiamati *gross spread*;
- Spese legate al compenso dei diversi consulenti (legali, advisors, società di revisione), alla comunicazione, al marketing, ai roadshow ed ai contributi Consob;
- Commissioni dovute a Borsa Italiana Spa per la quotazione e la permanenza.

Per una panoramica dei valori monetari è possibile avere una visione in Tabella 31, in cui sono presenti i valori dettagliati. Da questa tabella è possibile infatti avere un'idea della reale portata dei costi da sostenere una tantum per un'IPO sul mercato di Borsa Italiana, a cui si aggiungono 11 € su base semestrale per ogni 500.000 € di capitalizzazione (calcolata in base al valore della medio nel semestre precedente), con un minimo di 6.500 € ed un massimo di 250.000 €, da pagare a Borsa Italiana per la permanenza sul mercato. (Assolombarda, 2010) (Borsa Italiana Spa, s.d.) (Carpenter & Rondi Laura, 2006).

**Tabella 31: Costi diretti per un'IPO italiana (Borsa Italiana Spa, s.d.) (Carpenter & Rondi Laura, 2006).**

<b>Cost category</b>	<b>Value</b>
<b>Costi del consorzio</b>	2% - 4% del controvalore collocato
<b>Spese legali</b>	300.000 - 500.000 €
<b>Spese di comunicazione</b>	50.000
<b>Società di revisione</b>	250.000 - 500.000 €
<b>Road show</b>	50.000 - 100.000 €
<b>Altri costi (stampa etc.)</b>	50.000 €
<b>Costi Borsa Italiana</b>	75 € per ogni 500.000 € di capitalizzazione (min 10.000 €)
<b>Costi Consob</b>	2% dell'offerta

### **3.10.1 Panoramica delle ricerche dell'underpricing in Italia**

Nel calcolo dei costi diretti totali di una IPO (CTOT), bisogna computare oltre ai CDT anche l'underpricing, ovvero la richiesta di uno sconto del mercato per l'acquisto dei titoli. Questo, come già rilevato è uno dei motivi principali che inducono le imprese (anche italiane) a scegliere di non quotarsi. Nonostante l'underpricing sia uno dei temi principali a livello internazionale, non è stato sufficientemente trattato a livello domestico. Lo scopo di questo paragrafo è quello di fornire una panoramica delle ricerche effettuate a livello italiano su questo tema. Una visione di sintesi

dei risultati ricavati in letteratura, ed in particolare dei valori quantitativi dei costi di un'IPO e dell'underpricing, è possibile averla in Tabella 32 in

**Tabella 32: Sintesi dei rilevamenti quantitativi provenienti dalla letteratura sulle IPO dal 1992 al 2013 (Lanzavecchia & Mazzonetto, 2014).**

<b>Autori</b>	<b>Anno</b>	<b>Periodo</b>	<b>N.IPO</b>	<b>Gross spread</b>	<b>Underpricing</b>
Ljungqvist, Jenkinson, Wilhem	2000	1992-1999	60	4,30%	<b>7,90%</b>
Ljungqvist, Wilhem	2001	1992-1999	61	4,29%	<b>7,60%</b>
Ljungqvist, Jenkinson, Wilhem	2003	1992-1999	62	4,34%	<b>7,50%</b>
Torstila	2001	1986-1999	55	3,86%	<b>n.d.</b>
Beretti et al.	2002	1999-2001	114	4,30%	<b>n.d.</b>
Meles	2008	1999-2007	133	3,90%	<b>13,02%</b>
Boreiko, Lombardo	2011	1999-2008	164	4,00%	<b>12,50%</b>
Meoli et al.	2012	1999-2007	n.d.	3,98%	<b>n.d.</b>
Vismara, Paleari, Ritter	2012	1995-2009	229	n.d.	<b>12,20</b>
<b>Lanzavecchia, Mazzonetto</b>	<b>2013</b>	<b>1999-2013</b>	<b>195</b>	<b>3,98%</b>	<b>11,72%</b>

base ai dati raccolti in uno studio di Smart fisco 24<sup>131</sup>. Questo studio, concentra l'attenzione sui costi che si affrontano quando si decide di lanciare un'IPO differenziando tra il gross spread e l'underpricing ed effettua un confronto tra il MTA e l'AIM Italia. In prima istanza, si constata una forte propensione a quotarsi nei periodi in cui si crea una "window of opportunity", ovvero in cui il sovra ottimismo del mercato genera un incremento generale dei prezzi. A conferma di questa ipotesi, è possibile osservare in Figura 31 che l'andamento temporale delle IPO e dell'indice FTSE Mib risulta essere sovrapponibile, con un valore di correlazione registrato pari a 0,73. In aggiunta, si osserva che il livello medio di underpricing è cresciuto dagli anni 90 fino al 2013, passando da un livello medio del 7-8% al 13-15%. Dal confronto tra il MTA e l'AIM Italia in Tabella 33, si deduce che non c'è una differenza statisticamente significativa per il gross spread e l'underpricing, indice del fatto che gli intermediari finanziari impongono la medesima politica di prezzo a piccole e grandi imprese (percentuale del valore di collocamento). Invece, risulta molto diverso il peso del totale dei costi diretti, pari al 7,24% per



**Figura 31: Andamento delle variabili frequenza di IPO e FTSE Mib dal 1998 al 2013 (Lanzavecchia & Mazzonetto, 2014).**

<sup>131</sup> Banca dati del Sole 24 ore.

**Tabella 33: Confronto statistico tra MTA e AIM Italia (Lanzavecchia & Mazzonetto, 2014).**

<b> Mercati regolamentati</b>	<b> Valore emissione (mln €)</b>	<b> Gross spread</b>	<b> Underpricing</b>	<b> Costi diretti totali</b>	<b> Costi totali</b>	<b> Costi totali medi (mln €)</b>
<b> N.osservazioni</b>	171	171	171	171	171	171
<b> Media semplice</b>	272,8***	4,01%	12,17%	7,24%***	19,40%	25,0
<b> Media ponderata per valore</b>	2,57%	5,40%	3,77%	9,17%	159,9	
<b> Mediana</b>	76,7	4,00%	2,47%	5,79%	9,45%	5,5
<b> Dev. Std.</b>	1.300,9	1,33%	46,60%	4,62%	46,77%	79,6
<b> Min</b>	3,7	1,25%	17,38%	1,70%	10,62%	122,9
<b> Max</b>	16.549,9	13,88%	530,49%	40,16%	535,99%	804,9
<b> AIM Italia</b>	<b> Valore emissione (mln €)</b>	<b> Gross spread</b>	<b> Underpricing</b>	<b> Costi diretti totali</b>	<b> Costi totali</b>	<b> Costi totali medi (mln €)</b>
<b> N.osservazioni</b>	24	11	24	19	19	19,0
<b> Media semplice</b>	9,1%***	3,59%	8,53%	14,43%***	23,30%	0,9
<b> Media ponderata per valore</b>	2,19%	3,74%	6,82%	9,98%	1,0	
<b> Mediana</b>	4,2	3,63%	6,31%	13,34%	21,94%	0,6
<b> Dev. Std.</b>	13,1	1,47%	13,50%	9,27%	18,30%	0,9
<b> Min</b>	0,9	1,50%	11,90%	2,76%	0,18%	0,1
<b> Max</b>	50,1	5,73%	49,43%	42,42%	61,12%	3,4
Nota: intervallo di confidenza: a 5% di significatività: * 10%; 5%***; 1%***.						

il MTA ed a circa il doppio (14,43%) per l'AIM Italia. I CDT, risultano incidere maggiormente per le imprese quotate sull'AIM Italia in cui l'emissione del capitale sociale è minore in termini assoluti, essendo in essi compresi anche dei costi fissi legati alle commissioni da pagare ai diversi consulenti il cui valore monetario è indipendente dalla dimensione dell'emissione. Un'altra differenza riscontrata è che mentre per il MTA è

stata riscontrata la presenza di una correlazione tra costi diretti ed indiretti di quotazione, in particolare all'aumentare dell'1% dell'underpricing, aumenta dello 0,6% il gross spread, sul mercato AIM Italia non è stata individuata alcuna correlazione. Per quanto riguarda l'underpricing sono state individuate diverse determinanti. Innanzitutto, risulta mediamente più alto (sopra il 13%) nel mercato *bull*<sup>132</sup>, ovvero nei periodi in cui sono più frequenti le IPO. Inoltre, rivestono un ruolo fondamentale anche le banche di investimento la cui presenza come sponsor riduce l'underpricing del 22%, e quindi permette agli emittenti di reperire risorse ad un costo minore. Tuttavia, l'underpricing aumenta del 28,7% quando le stesse banche allocano i titoli presso gli investitori istituzionali. Infatti, in questo caso avranno un maggiore incentivo a scegliere un prezzo di offerta più basso così da favorire gli investitori istituzionali che sono anche i clienti più importanti. Analizzando nel dettaglio le imprese si quotano sull'AIM Italia, si evidenzia un incremento dell'underpricing (15,1%) per le società *venture backed*<sup>133</sup> come le startup. A differenza dei mercati regolamentati, nelle fasi di mercato bull, sull'AIM Italia l'underpricing si attesta intorno al 7,9% mostrando una maggiore necessità degli emittenti di accedere alle risorse finanziarie (Lanzavecchia & Mazzonetto, 2014). Lo studio di Fabrizio e Samà su un campione di 41 IPO nel periodo 1995-1998, serve per aggiungere un'ulteriore tassello. Questi ottengono che l'underpricing non mostra un valore costante (essendo di 3/4 p.p. superiore nel primo biennio), e confermano studiando l'andamento per t crescenti, che l'esistenza di questo fenomeno è legata all'euforia iniziale del mercato che genera una sovra domanda di titoli. Un contributo importante è dato dall'analisi del confronto tra i titoli soggetti o meno a stabilizzazione da parte dell'underwriter principale attraverso le clausole greenshoe. Gli studiosi evidenziano infatti che in caso di presenza di tali clausole, gli underwriter intervengono solitamente solo a sostegno delle IPO sopravvalutate. In questo caso l'underpricing registrato al termine della

---

<sup>132</sup> In italiano il “Mercato Toro” corrisponde alla fase di rincaro dei prezzi sul mercato di borsa.

<sup>133</sup> Sono le imprese oggetto di investimento da parte dei venture capital.

prima giornata risulta essere pressoché irrilevante (0,55%) se si pone a confronto con il 10,81% delle IPO in cui non viene fornito un servizio di stabilizzazione. Un'ulteriore considerazione, è che suddividendo il campione in tre classi usando come criterio la capitalizzazione di mercato, si rileva che il valore dell'underpricing è maggiore per la classe centrale. Questo si oppone alla teoria di Ritter (1984), secondo cui la grandezza dell'underpricing è negativamente correlata alla dimensione aziendale. Infine, Fabrizio e Samà registrano un valore medio dell'underpricing pari al 7,9% e sottolineano come questo sia drasticamente calato rispetto agli alti livelli registrati negli anni '80. Infatti, proprio negli anni '90 c'è stato il definitivo allineamento dei numeri dell'Italia rispetto a quelli registrati nei Paesi maggiormente sviluppati (Fabrizio & Samà, 2001). Infatti, considerando uno studio di Arosio, Giudici e Paleari su un campione di 164 IPO nell'arco temporale dal 1985 al 2000, si registra un underpricing pari al 23,94%. Il motivo di questo miglioramento di efficienza a partire dagli anni '90, si riscontra essere una conseguenza della progressiva adozione del metodo del bookbuilding, che ha permesso agli underwriter di raccogliere informazioni più veritiere dagli investitori istituzionali. La conferma si ritrova nel medesimo studio di Arosio, Giudici e Paleari che evidenziano come l'underpricing per le IPO a prezzo fisso ha registrato un valore di underpricing medio (28,33%) nettamente superiore rispetto al sottocampione di IPO avvenute tramite bookbuilding (8,12%) (Arosio, et al., 2020). Molto interessante è anche uno studio della Bocconi del 2014, su un campione di 129 IPO nel periodo 2001-2012 in cui risulta che circa in un terzo dei casi si verifica un overpricing, e che l'underpricing medio è del 6,52% seppure esso sia distribuito eterogeneamente nel tempo come visibile in Tabella 34. In questa analisi, si evidenzia ancora che le società a subire il maggiore sconto sono quelle di piccole dimensioni (che in confronto alle società con una capitalizzazione di mercato superiore al miliardo di euro subiscono uno sconto superiore di oltre il 3%), quelle che

**Tabella 34: Frequenza di IPO, valore medio di underpricing, ed individuazione del numero di imprese che hanno subito l'overpricing per un campione di 129 imprese dal 2001 al 2012 (Dell'Acqua, et al., 2014).**

Anno	N.IPO	Underpricing (%)		
		Media	N.IPO Up>0	N.IPO Up<0
2001	18	-0,71%	10	8
2002	6	-0,46%	3	3
2003	4	-2,26%	1	3
2004	8	3,30%	5	3
2005	15	11,42%	12	3
2006	21	9,68%	18	3
2007	29	3,17%	20	9
2008	6	7,81%	4	2
2009	5	22,48%	5	0
2010	8	8,93%	5	3
2011	5	10,29%	4	1
2012	4	22,71%	3	1
<b>Totale</b>	<b>129</b>	<b>6,52%</b>	<b>90</b>	<b>39</b>

operano in settori ad alto rischio di mercato (considerando come proxy il beta<sup>134</sup>) e che mettono a disposizione il capitale sociale minimo stabilito

---

<sup>134</sup> Il beta è una misura di rischio relativo. In particolare misura il livello di rischio di un titolo rispetto a quello del portafogli di mercato. Da un punto di vista matematico la formula per calcolare il beta è la seguente:

$$\beta = Cov(r_{share} - r_{Market}) / (\sigma_{market}^2)$$

In cui per  $r$  si intende il rendimento e per  $\sigma^2$  la varianza del titolo e quindi la volatilità. Pertanto sono possibili tre situazioni:

1. Beta>1: il rendimento del titolo è superiore rispetto a quello del portafogli di mercato così come maggiore è il rischio;
2. Beta<1: il rendimento del titolo è inferiore rispetto a quello del portafogli di mercato così come minore è il rischio;
3. Beta=1: il rendimento del titolo è uguale a quello di mercato così come il rischio.

Il Beta è anche utilizzato per determinare il rendimento di una azione nell'equazione SML (Securities Market Line) dove costituisce il coefficiente angolare.



tra i requisiti del segmento di mercato opzionato (Dell'Acqua, et al., 2014). Infine, molto importante è lo studio sulle IPO delle PMI italiane di Patrizia Celia del 2008, attualmente Head of Large Caps, Investment Vehicles & Market Intelligence, il quale offre ulteriori spunti sul tema dell'underpricing a livello italiano. Si individua un legame con l'andamento dei mercati finanziari, ed in particolare in seguito alla crisi finanziaria del 2008 non solo si evidenzia il calo nelle valutazioni delle società emittenti, ma anche una significativa riduzione dell'underpricing. Inoltre, Patrizia Celia constata che l'underpricing è inferiore di circa 2 p.p. per le società quotate sul segmento STAR rispetto al segmento standard ed Expandi (dal 2009 accorpato al MTA). Questo testimonia che la maggiore rigidità di requisiti richiesti nel segmento STAR, specie in materia di Corporate Governance, rende l'emittente più appetibile per gli investitori, che percepiscono queste società come meno rischiose. Infine, questa ricerca conferma l'incidenza della presenza dei venture capital all'interno della compagine sociale al momento del lancio dell'IPO, che comporta un aumento statisticamente significativo dell'underpricing (Celia, 2008).

# CAPITOLO 4: Analisi Sperimentale

Lo scopo del Capitolo 4, è quello di indagare attraverso un'analisi econometrica, l'impatto della proprietà familiare sull'underpricing registrato post-IPO. Inoltre, è stata analizzata la rilevanza delle diverse componenti di Corporate Governance. In tal modo, è stato possibile determinare se l'eventuale differenza nell'andamento di questo fenomeno, è intrinsecamente legato alla natura della proprietà, o piuttosto deriva dalle scelte di Corporate Governance che le imprese familiari sono portate a prendere.

## 4.1 Raccolta dei dati

I dati raccolti riguardano 221 IPO collocate su Borsa Italiana Spa nell'arco temporale dal 2009 al 2020. Sono state considerate solo le offerte pubbliche e quindi non sono state incluse scorporazioni, offerte di imprese già quotate in altri mercati, e società che hanno deciso di cambiare segmento. Le IPO esaminate riguardano le sole società ammesse ai segmenti AIM Italia ed MTA<sup>135</sup> (maggiormente approfonditi nel corso della tesi). Per quanto concerne l'arco temporale, la decisione di partire dal 2009, deriva dal fatto che l'introduzione del segmento AIM Italia è avvenuta in questo anno. Innanzitutto, sono stati raccolti i dati sui prezzi di quotazione ed i prezzi di chiusura al primo, quinto e trentesimo giorno, così da poter determinare i rispettivi valori di underpricing per ciascuna IPO. Si è quindi proseguito raccogliendo ulteriori informazioni che verranno di seguito approfondite per la costruzione delle variabili di controllo e di Corporate Governance successivamente utilizzate per effettuare le regressioni.

---

<sup>135</sup> Le imprese quotate sul segmento MAC - Mercato Alternativo del Capitale – sono state considerate come appartenenti al segmento AIM Italia. Il segmento MAC, infatti nel 2012 è stata incorporato nell'AIM Italia.

### **4.1.1 Il dataset**

Il dataset impiegato nelle regressioni, è in realtà costituito da 131 osservazioni. Il passaggio dalle 221 IPO iniziali alle 131 del campione finale, è dovuto ad una scrematura avvenuta per le seguenti motivazioni:

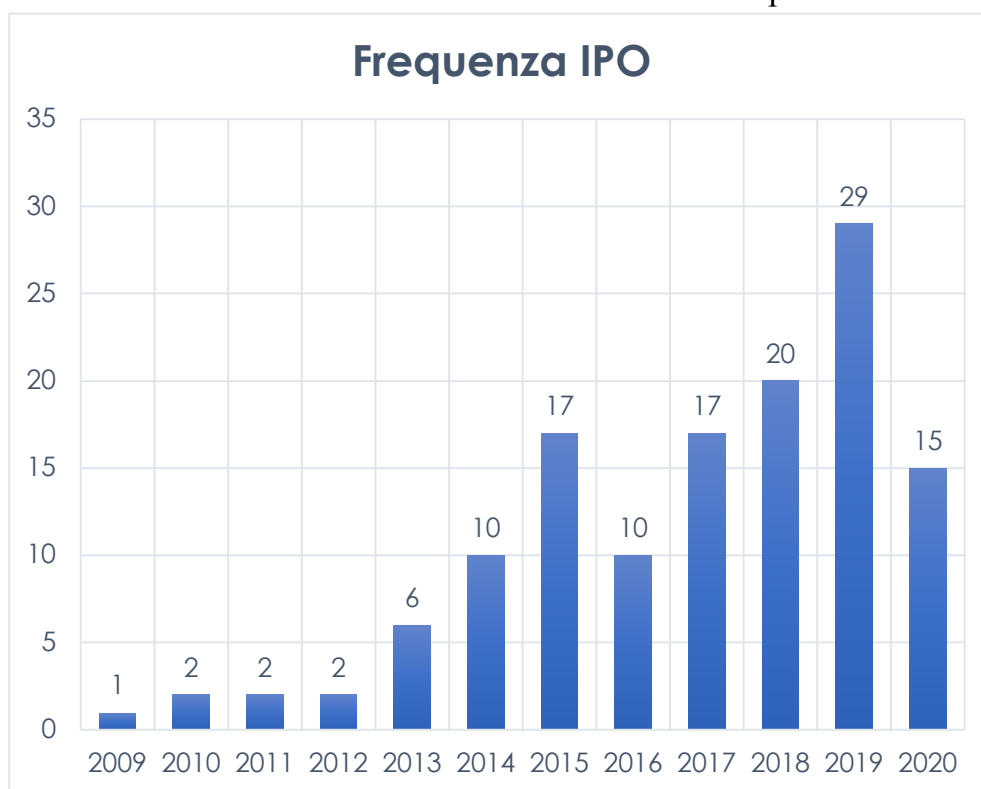
1. Impossibilità di calcolare i valori di underpricing per la mancanza di dati relativi al prezzo di quotazione e di chiusura al primo, quinto e trentesimo giorno (67 IPO);
2. Mancanza di dati su altre variabili che non consentono di effettuare un'analisi econometrica esaustiva (20 IPO);
3. Presenza di outlier rappresentati da tre IPO, il cui inserimento nelle regressioni avrebbe determinato una distorsione dei risultati. In particolare, le società Poste Italiane ed Esautomotion presentano un fatturato pre-IPO rispettivamente di 28,5 e 4,5 miliardi di euro, tra i due ed i tre ordini di grandezza in più rispetto agli altri elementi del campione. Infine, è stata esclusa la società First Capital che ha riportato dei valori di underpricing intorno all'800%.

## **4.2 Metodi e strumenti utilizzati**

Lo strumento principale utilizzato per la raccolta dati è stato il sito web di Borsa Italiana Spa. Da questo sono state ottenute le informazioni inerenti i prezzi delle IPO, i profili della società ed il riferimento per i prospetti informativi di ciascuna impresa. In seguito alla mancanza di dati sul sito di Borsa Italiana Spa oltre l'orizzonte temporale di 5 anni, inoltre, è stato consultato il sito del web di un giornale autorevole in materia, il Sole 24 Ore, per la determinazione dei prezzi di mercato per le IPO avvenute prima del 2015. In aggiunta, è stato fatto riferimento alla Consob per l'analisi della struttura dell'azionariato quando le informazioni contenute nei prospetti informativi erano ambigue e/o insufficienti. I dati sono stati quindi ordinati in un file Excel che è stato adoperato per la costruzione dei grafici utilizzati nei paragrafi in cui sono state descritte le caratteristiche del campione. Infine, il medesimo file è stato importato su Stata, un software statistico su cui sono state effettuate le regressioni.

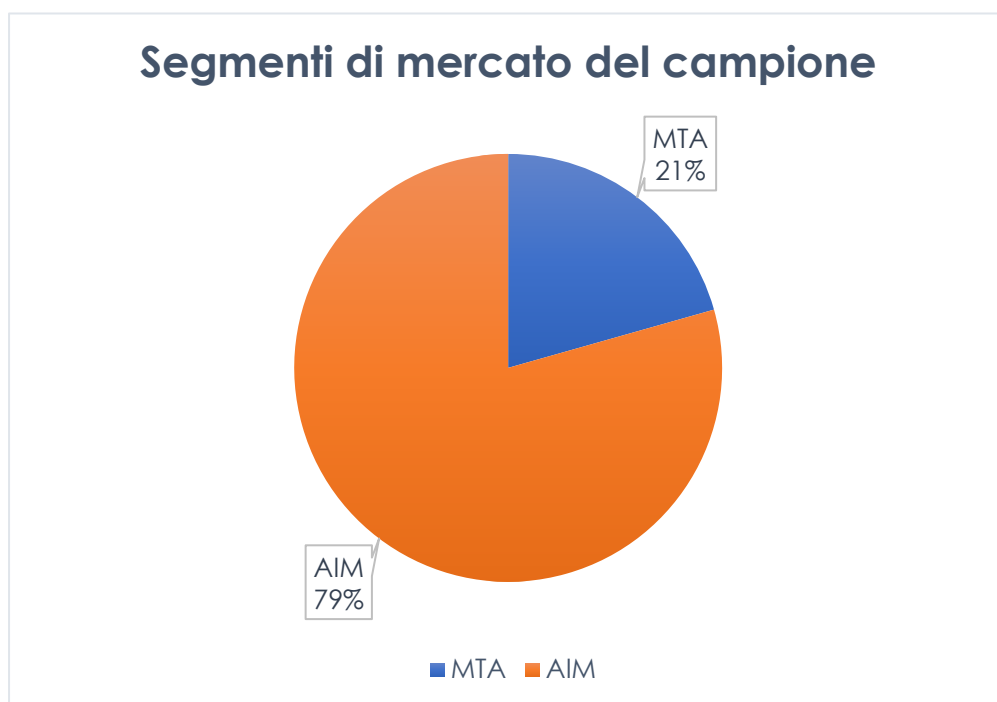
### 4.3 Descrizione del campione

Il campione è costituito da 131 IPO quotate nell'arco temporale dal 2009 al 2020. Come visibile in Figura 32 si può notare un'asimmetria nei dati a disposizione. Infatti, ci sono 108 IPO avvenute da gennaio 2015 a dicembre 2020 contro le sole 23 tra il 2009 ed il 2014. Ciò è conseguenza dell'espansione del mercato azionario italiano, ed in secondo luogo della maggiore difficoltà nella ricerca di informazioni per le IPO più vecchie<sup>136</sup>. Dettagliando l'analisi per segmento di mercato in Figura 33, si osserva che sull'AIM Italia sono state lanciate 104 IPO corrispondenti al 79,4% del campione, a testimonianza della riuscita di questa iniziativa finalizzata ad incentivare l'entrata sul mercato azionario alle imprese di minori



**Figura 32: Numero di IPO avvenute nel periodo 2009/2020 nel campione di riferimento.**

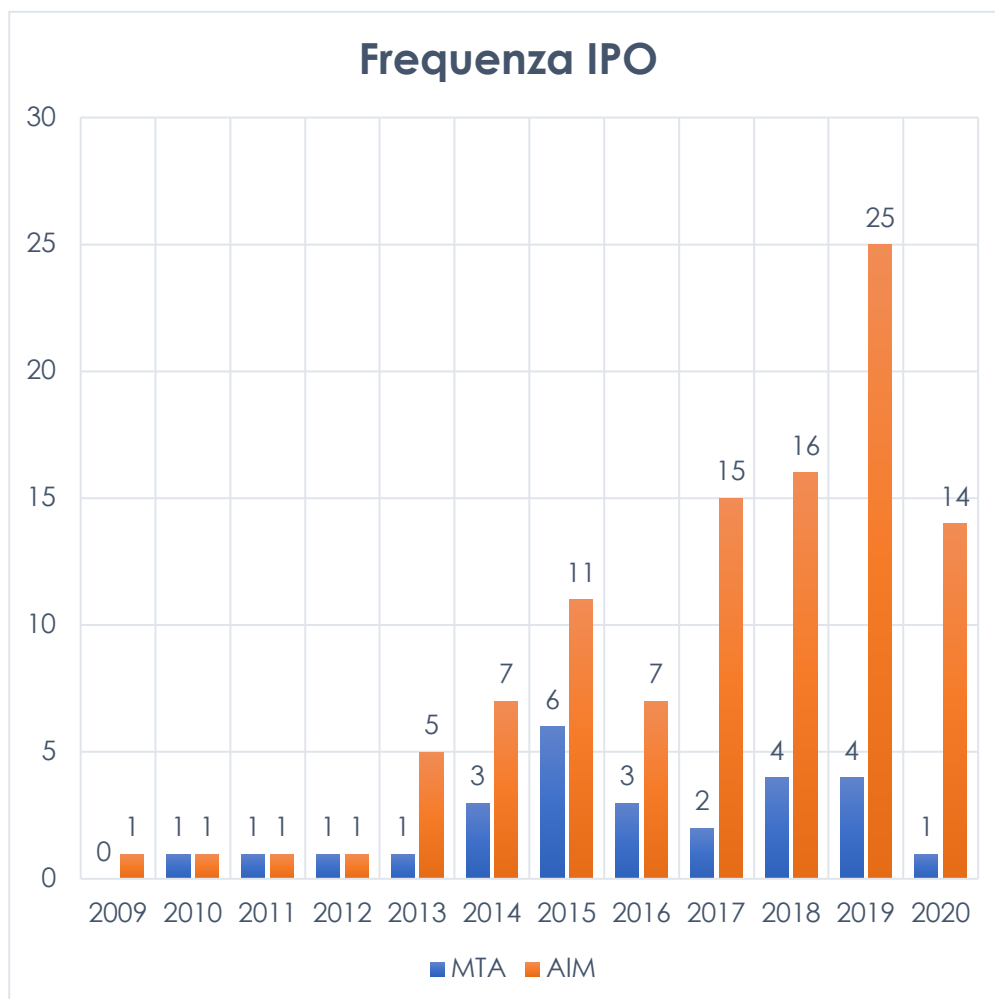
<sup>136</sup> Il 52,8% dei dati scremati sono IPO avvenute prima del 2015.



**Figura 33: Peso di IPO delle società componenti il campione quotate sui segmenti di AIM Italia e MTA.**

dimensioni. Delle quotate sul MTA, il 33,3% hanno scelto il segmento STAR, che come esposto nel paragrafo 1.4 è quello che impone i vincoli di Corporate Governance più restrittivi. Analizzando l'andamento delle IPO per segmento di mercato nell'arco temporale di riferimento in Figura 34, si registra che mentre il MTA dopo una leggera crescita post-crisi finanziaria, a partire dal 2013 mostra un andamento piuttosto costante, il segmento AIM Italia ha avuto uno sviluppo più simile ad una funzione esponenziale. Complessivamente quindi la crescita delle IPO dal 2009 al 2020 risulta guidata dal segmento AIM Italia, nonostante questo sembri aver subito una leggera frenata nel 2020, probabilmente in seguito agli effetti legati alla pandemia globale da Covid-19. Per ripartire ciascuna impresa ad una determinata classe settoriale, è stata fatto riferimento alla dicitura "industry" contenuta nella sottosezione "informazioni societarie" contenuta sul sito di Borsa Italiana Spa. Dalla Figura 35, si può notare che oltre la metà del campione appartiene ai seguenti settori:

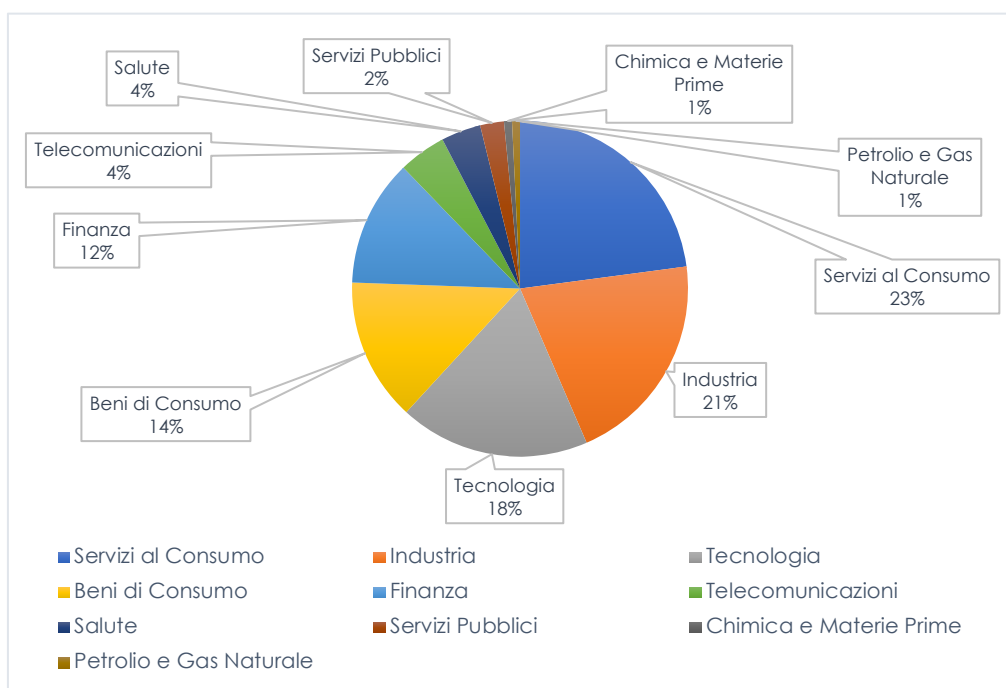
1. Servizi al consumo (23% del campione);
2. Industria (21% del campione);



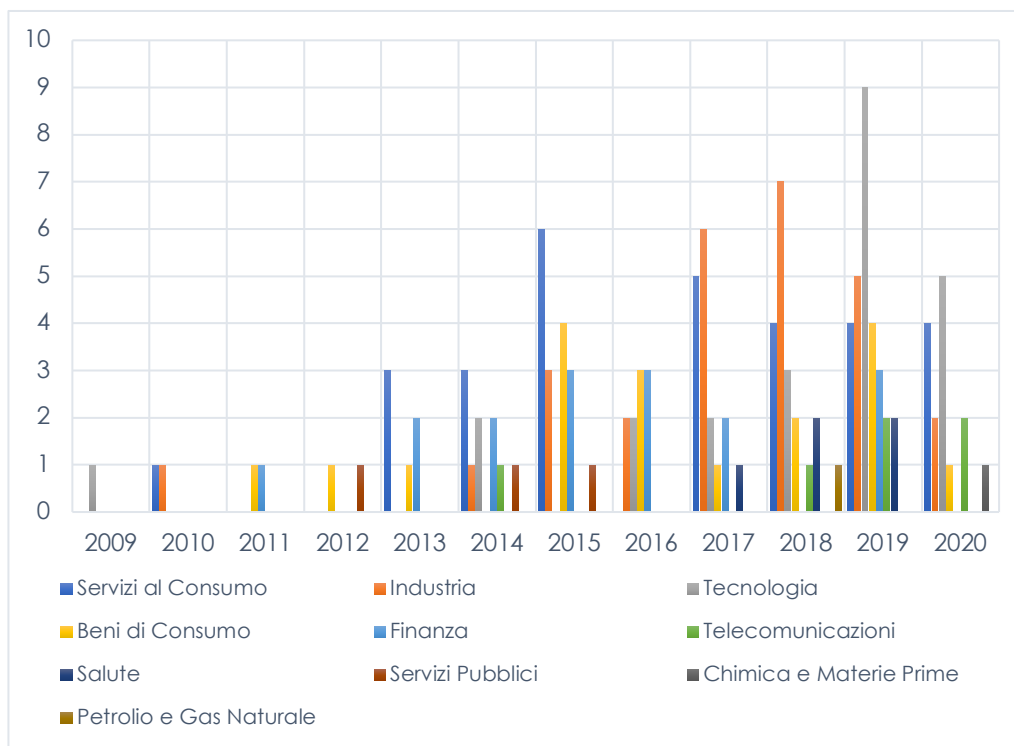
**Figura 34: Trend delle IPO per l’AIM Italia e il MTA per le società costituenti il campione di riferimento.**

### 3. Tecnologia (18% del campione).

Esaminando in Figura 36 l’andamento delle IPO del campione nell’arco temporale di riferimento, per settore industriale, si evidenzia che a partire dal 2013 i servizi al consumo presentano un andamento piuttosto uniforme. L’industria invece mostra un boom nel triennio 2017-2019. Infine, il settore tecnologia, quindi quello maggiormente legato alle tematiche di innovazione, nel corso dell’ultimo biennio è quello in cui sono state lanciate il maggior numero di IPO e che quindi si propone come industry di riferimento in ottica futura.



**Figura 35: Distribuzione per settore di mercato delle società costituenti il campione di IPO.**



**Figura 36: Frequenza delle IPO nell'arco temporale di riferimento per industry.**

## 4.4 Definizione delle variabili

In Tabella 35 sono state riassunte le variabili utilizzate nell'analisi econometrica e di cui di seguito si procederà presentando una statistica descrittiva.

**Tabella 35: Nome e descrizione delle variabili utilizzate per l'analisi econometrica.**

<b>TIPOLOGIA</b>	<b>NOME</b>	<b>DESCRIZIONE</b>
<i>Variabile Dipendente</i>	<b>Up_1_gg</b>	Valore di underpricing calcolato alla prima giornata di negoziazione.
	<b>Up_5_gg</b>	Valore di underpricing calcolato alla quinta giornata di negoziazione.
	<b>Up_30_gg</b>	Valore di underpricing calcolato alla trentesima giornata di negoziazione.
<i>Variabile di Interesse</i>	<b>Dum_familiare</b>	Variabile dummy uguale a 1 se l'impresa è familiare; uguale a 0 se l'impresa non è familiare.
<i>Fattori Omessi</i>	<b>Dum_part_1_azionista</b>	Variabile dummy uguale a 1 se il primo azionista (0 nel caso di imprese familiari, un qualsiasi membro della famiglia), sottoscrive parte del capitale emesso, 0 altrimenti.
	<b>Dum_CEO_esterno</b>	Variabile dummy uguale a 1 se CEO è esterno; uguale a 0 se CEO appartiene al gruppo di famiglia proprietario.
	<b>Peso_indipendenti</b>	Rapporto tra il numero di amministratori indipendenti ed il totale degli amministratori costituenti il CdA.
	<b>Dum_dual_CEO</b>	Variabile dummy uguale a 1 se il CEO è contemporaneamente Presidente del Consiglio di Amministrazione, pari a 0 se il ruolo di CEO e Presidente del Consiglio di Amministrazione viene svolto da due persone diverse.



	<b>N_amm_CdA</b>	Rappresenta la numerosità del Consiglio di Amministrazione.
	<b>Peso_donne</b>	Rapporto tra il numero di amministratori donna ed il totale degli amministratori costituenti il CdA.
	<b>Dum_CEO_donna</b>	Variabile dummy uguale a 1 se il CEO della società è una donna; uguale a 0 se il CEO della società è un uomo.
	<b>Dum_MTA</b>	Variabile dummy uguale a 1 se la società si è quotata sul MTA; uguale a 0 se si è quotata sul AIM Italia.
	<b>Dum_STAR</b>	Variabile dummy uguale a 1 se la società si è quotata sul segmento STAR; uguale a 0 altrimenti.
<i>Variabili di Controllo</i>	<b>Fatt_pre_ipo</b>	Rappresenta il valore di fatturato dell'anno immediatamente precedente l'IPO espresso in milioni di euro.
	<b>Quota_inv_ist</b>	Rappresenta la quota di partecipazione riservata agli investitori istituzionali al momento del lancio dell'IPO
	<b>N_ipo_anno</b>	Indica il numero di IPO che sono state lanciate nel medesimo anno della società in oggetto.
	<b>Dum_greenhoe</b>	Variabile dummy uguale a 1 se nel contratto è presente la clausola di greenhoe.
	<b>Dum_gruppo</b>	Variabile dummy uguale a 1 se la società è soggetta ad azione di controllo e coordinamento; uguale a 0 altrimenti.
	<b>Dum_tech</b>	Variabile dummy pari a 1 se la società che lancia l'IPO appartiene al settore tecnologia, 0 altrimenti.
	<b>Dum_finance</b>	Variabile dummy pari a 1 se la società che lancia l'IPO appartiene al settore finanza, 0 altrimenti.

### 4.4.1 Variabile dipendente

La variabile dipendente di cui si vuole spiegare la dispersione è l'underpricing. Al fine effettuare un'analisi più dettagliata sono stati considerati tre diversi valori:

1. Underpricing al primo giorno di chiusura delle negoziazioni;
2. Underpricing al quinto giorno di chiusura delle negoziazioni;
3. Underpricing al trentesimo giorno di chiusura delle negoziazioni.

In questo modo è stato possibile studiare l'andamento del fenomeno in un breve arco temporale, e nello stesso tempo ricercare una conferma dei risultati desunti attraverso una singola rilevazione. Per la costruzione di queste tre variabili, sono state raccolte le seguenti informazioni per ciascuna IPO del campione:

- Prezzo di collocamento;
- Prezzo di chiusura della prima giornata di negoziazioni;
- Prezzo di chiusura della quinta giornata di negoziazioni;
- Prezzo di chiusura della trentesima giornata di negoziazioni.

Dopo aver organizzato i dati in un file Excel, è stato possibile misurare il valore di underpricing per ciascuna t-esima giornata attraverso la seguente formula:

$$Underpricing_{t\_gg} = \left( \frac{\text{prezzo di chiusura}_{t\_gg} - \text{prezzo di collocamento}}{\text{prezzo di collocamento}} \right)$$

In Tabella 36, viene fornita una visione quantitativa delle tre variabili in cui si identifica un valore medio di underpricing alla chiusura della prima giornata pari a 0,0775 ovvero al 7,75%. Sorprendentemente e contrariamente alle precedenti ricerche di letteratura, il fenomeno sembra

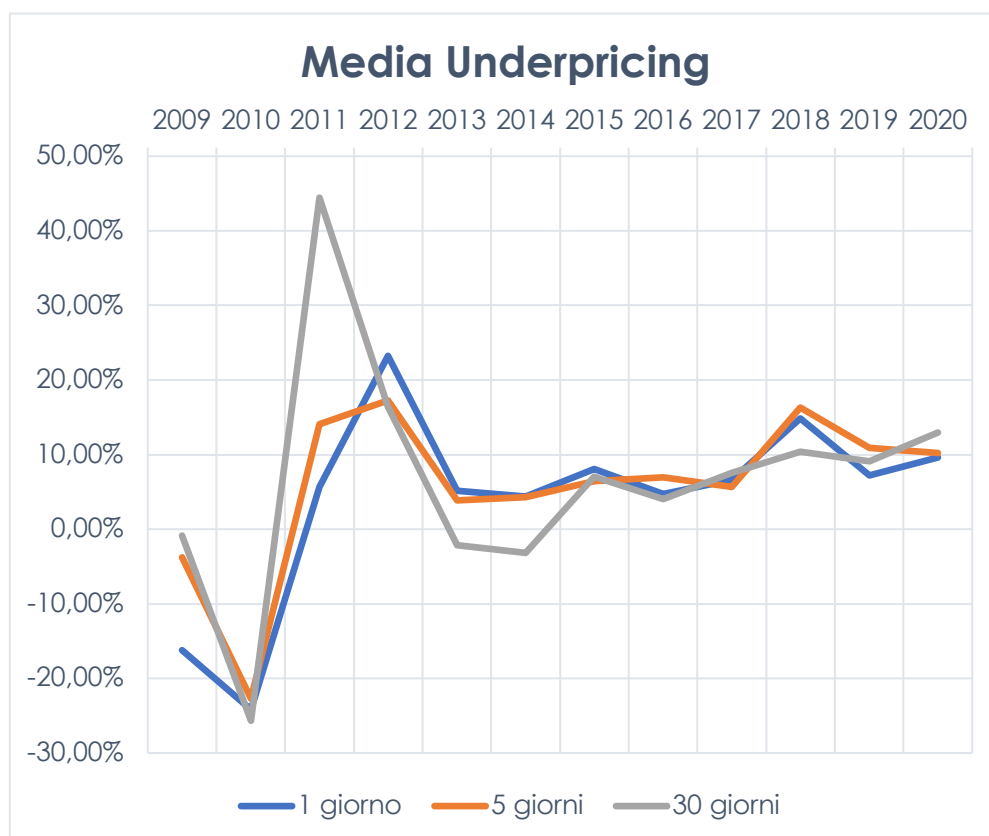
**Tabella 36: Media, deviazione standard e percentili dell'underpricing calcolato dopo uno, cinque e trenta giorni.**

Variabile	Media	Sd	P10	P25	P50	P75	P90
Up_1_gg	0,0774809	0,1374216	-0,050	-0,001	0,058	0,154	0,224
Up_5_gg	0,0879466	0,1581629	-0,051	-0,009	0,067	0,156	0,271
Up_30_gg	0,0746870	0,1926740	-0,124	-0,029	0,038	0,169	0,356

intensificarsi al termine della quinta giornata di scambi, in cui la media raggiunge l'8,79% per poi ridursi al 7,47% alla trentesima. Si può notare, che per la trentesima giornata si registra un valore di deviazione standard più elevato rispetto a quanto si riporta nella prima e nella quinta giornata. La crescita della volatilità, che si presenta in forma minore anche comparando la deviazione standard tra la prima e la quinta giornata, sembra indicare che seppure il valore medio di underpricing si conferma attorno al 8%, col passare dei giorni affievolitosi l'hype iniziale, il prezzo delle azioni di una società tende sempre di più a rispecchiare il suo reale valore. Confrontando media e mediana per le tre variabili, si osserva in tutte le situazioni che la mediana, ovvero il valore centrale della distribuzione, risulta essere inferiore rispetto alla media, raggiungendo addirittura una differenza di 3,7 p.p. nell'analisi della trentesima giornata. Nonostante però per ciascuna variabile la distribuzione sembra essere piuttosto sbilanciata, avendo utilizzato per l'analisi econometrica un campione superiore a 50 elementi, è possibile assumere l'ipotesi di normalità. Un dato particolarmente interessante è visibile in Tabella 37, ovvero un sostanziale incremento del valore medio di underpricing nella seconda metà del periodo di riferimento di circa il 6 p.p., addirittura 10 p.p. per l'underpricing calcolato a trenta giorni. Entrando tuttavia nel dettaglio, in Figura 37, si può notare come tale delta di valore è in realtà dovuto all'andamento nel biennio 2009-2010. Tale biennio, essendo il post di una delle maggiori crisi della storia moderna, rappresenta un periodo piuttosto particolare, in cui come determinato nel suo studio da Patrizia Celia, c'è stata una drastica riduzione dell'underpricing, con una frequente presenza di fenomeni di overpricing. Dopo il 2013 invece, si registra un andamento piuttosto costante e sovrapponibile dei valori medi di underpricing alla prima ed alla quinta giornata, mentre l'underpricing calcolato alla trentesima giornata conferma un andamento più oscillante.

**Tabella 37: Valori medi registrati di underpricing nella prima e nella seconda metà dell'arco temporale di riferimento.**

<b>Periodo</b>	<b>Media Up_1_gg</b>	<b>Media Up_5_gg</b>	<b>Media Up_30_gg</b>
<b>2009-2014</b>	0,0295	0,0345	0,0109
<b>2015-2020</b>	0,0877	0,0993	0,1174



**Figura 37: Andamento del valore medio di underpricing calcolato ad uno, cinque e trenta giorni per le IPO costituenti campione di riferimento.**

#### **4.4.2 Variabile di interesse**

La variabile di interesse di cui si è indagato l'effetto, nello specifico l'effetto sull'underpricing, è la tipologia di proprietà dell'impresa. In particolare, è stata studiata la differenza di performance tra le imprese familiari e non familiari. Per determinare la natura di un'impresa è stato fatto riferimento ai parametri esposti nel paragrafo 3.5. Sono, infatti state considerate imprese a conduzione familiare quelle per cui una famiglia prima del lancio di un'IPO, fosse proprietaria di più del 50% del capitale sociale. Per poter ottenere questa informazione, sono stati visionati i prospetti informativi di tutte le società del campione e le notizie contenute sul sito della Consob. E' importante sottolineare che sono state considerate

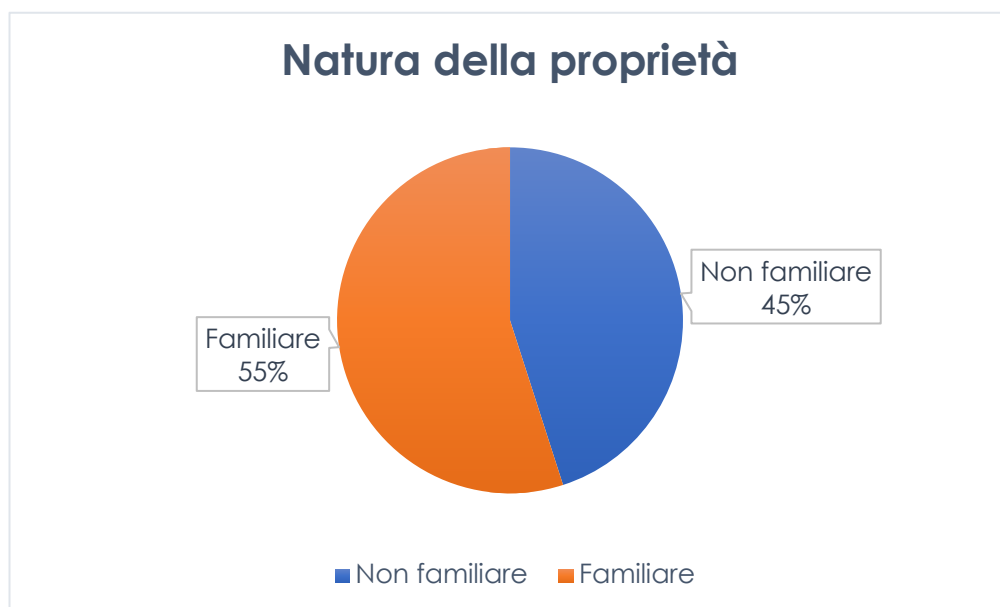
le quote realmente possedute<sup>137</sup> da ciascun socio, e quindi sono state classificate come familiari le società in cui:

1. Il socio maggioritario possedesse oltre il 50% del capitale sociale;
2. La somma del capitale sociale detenuto da persone con il medesimo cognome superasse il 50%+1.

Il limite di tale classificazione, è che come unico metodo per determinare l'esistenza di un legame familiare è stato utilizzato il cognome. Pertanto, è piuttosto probabile che nel campione di riferimento, il peso delle imprese a conduzione familiare sul totale sia stato sottostimato. Infatti, è sufficiente riflettere che un'impresa in cui la somma del capitale sociale detenuto da una madre ed un figlio sia superiore al 50% è altamente probabile che non sia stata considerata come un'impresa familiare in questo campione. Da un punto di vista numerico, il campione è costituito da 72 imprese a conduzione familiare e 59 non familiari, con un peso relativo come visibile in Figura 38 rispettivamente del 55% per le familiari e del 45% delle non familiari. Analizzando in Figura 39 il trend storico delle IPO per tipologia di proprietà, si evidenzia una maggiore propensione delle imprese familiari a quotarsi sul mercato di borsa nell'ultimo triennio. Questo testimonia, come auspicabile, un promettente maggiore interesse verso il mercato di borsa delle imprese familiari negli ultimi anni. Un'altra interessante informazione raccolta riguarda la tipologia di CEO nelle imprese a conduzione familiare. A differenza della natura proprietaria, non è stata osservata la tipologia di CEO prima del lancio dell'IPO, ma piuttosto quanto dichiarato nel prospetto informativo in ottica futura. Il motivo per cui si è deciso di raccogliere questo dato, è quello di indagare se la presumibile differenza tra imprese familiari e non familiari dipende intrinsecamente dalla tipologia di proprietà, oppure se è influenzata dal fatto che il controllo venga esercitato a livello familiare. Nel campione di riferimento, come si può osservare in Figura 40 il 74%

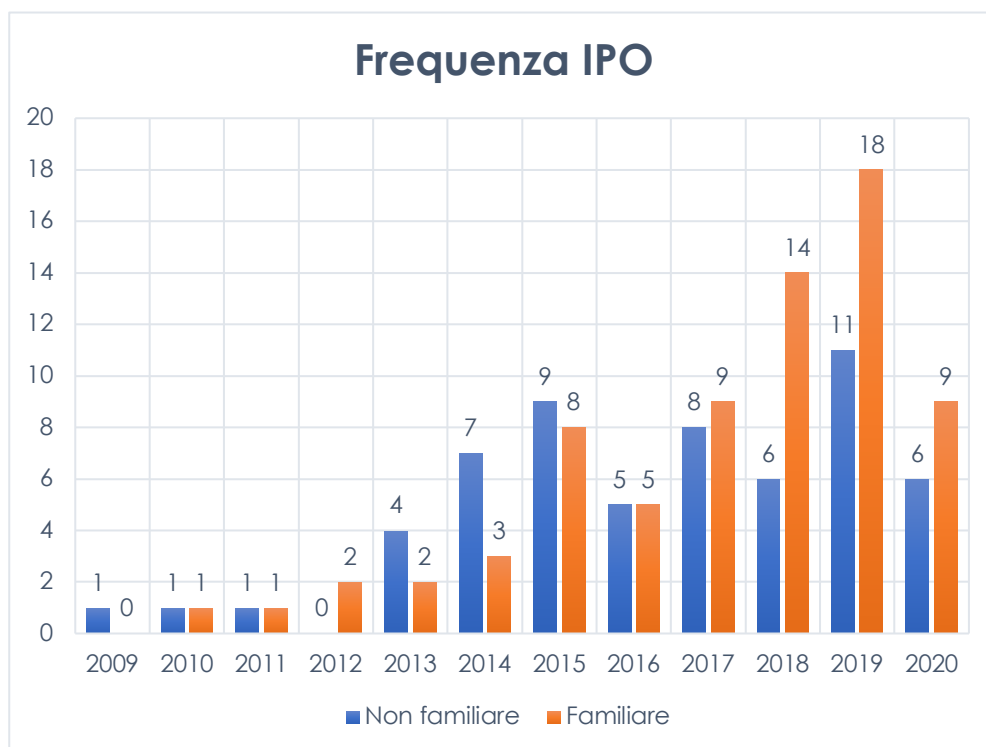
---

<sup>137</sup> Considerando che una persona può avere delle quote di proprietà tramite le strutture piramidali.

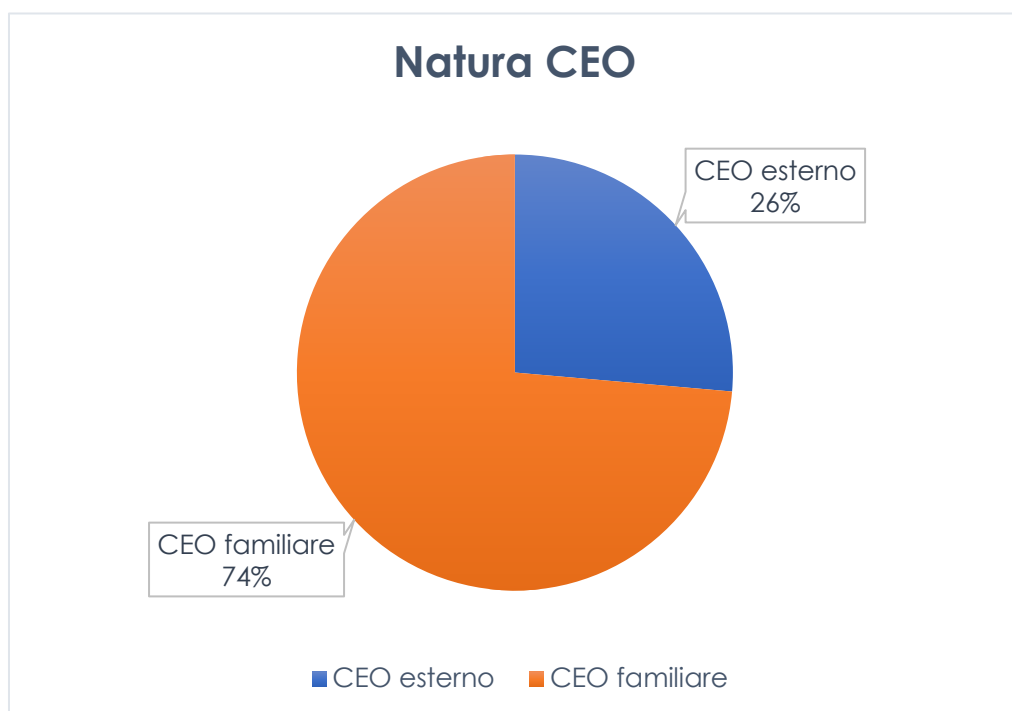


**Figura 38: Peso delle imprese nel campione di IPO rispetto alla variabile natura di proprietà.**

delle imprese hanno deciso di lasciare il controllo nelle mani di un componente di famiglia, mentre solo il 26% hanno eletto un professionista esterno.



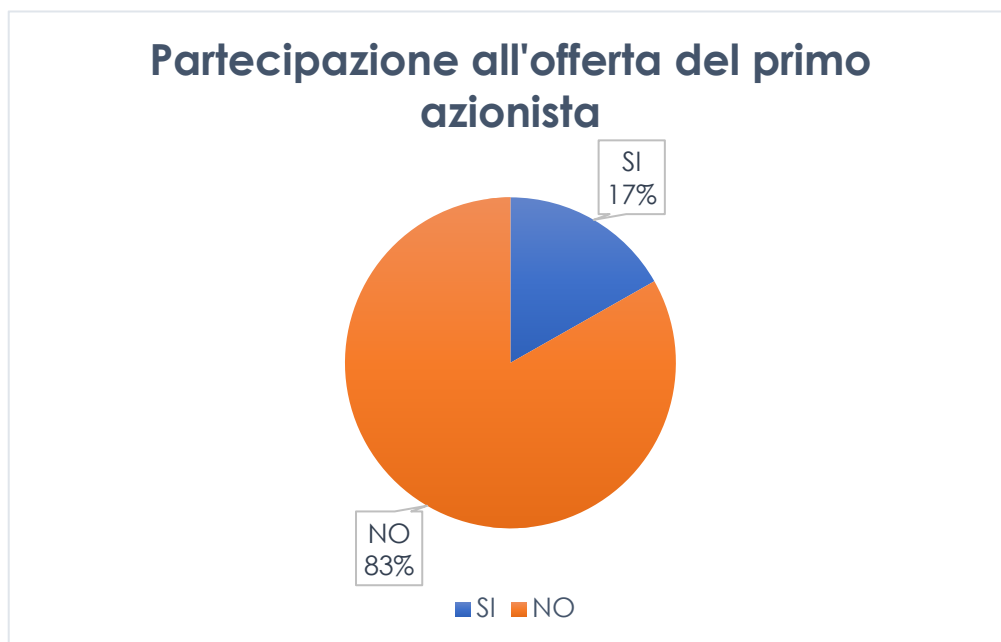
**Figura 39: Andamento storico delle IPO del campione per tipologia di proprietà.**



**Figura 40: Tipologia di CEO per le imprese a conduzione familiare post-IPO nel campione di riferimento.**

#### **4.4.3 Fattori omessi**

In questo paragrafo, verranno descritte le caratteristiche delle variabili che non sono oggetto di interesse, ma che comunque come desunto dai precedenti studi di letteratura possono influenzare il valore finale di underpricing. La prima variabile, serve per valutare l’impatto del bonding sull’underpricing. Come descritto nel paragrafo 2.5.2.5, per bonding si intende tutta quella serie di attività il cui costo viene completamente sostenuto dagli insider, aventi lo scopo di mitigare la dimensione dell’underpricing finale. Nello specifico, è stato esaminato un caso particolare di bonding, ovvero quando l’azionista di maggioranza decide di sottoscrivere parte dell’offerta per dimostrare al mercato la sua fiducia nei confronti della società. Nel campione di riferimento, si può osservare in Figura 41 che tale pratica è stata adottata solo nel 17% dei casi (in 22 IPO).



**Figura 41: Percentuale di società in cui il primo azionista o un membro della famiglia proprietaria ha sottoscritto dei titoli oggetto dell'IPO.**

#### **4.4.3.1 Variabili di Corporate Governance**

Le variabili di Corporate Governance sono state costruite raccogliendo le informazioni contenute nei prospetti informativi delle società costituenti il campione. In particolare, si è osservato le scelte dichiarate ed aventi validità dal momento del lancio dell'IPO. Le informazioni direttamente raccolte sono le seguenti:

- Numero degli amministratori del CdA;
- Numero degli amministratori indipendenti;
- Numero degli amministratori donna;
- CEO donna;
- Dualità CEO;

Da queste informazioni è stato possibile derivare le seguenti variabili:

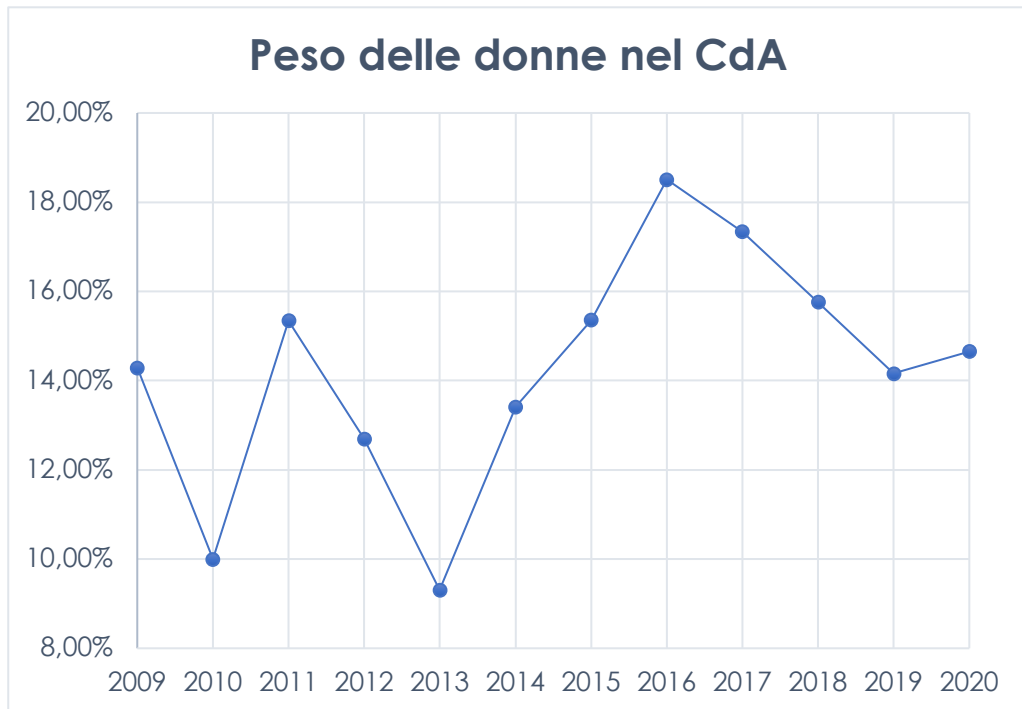
- Peso degli indipendenti nel CdA;
- Peso delle donne CdA.



Il motivo per cui sono state costruite quest'ultime, deriva dalla volontà di separare l'effetto della dimensione complessiva del CdA, dall'impatto della presenza degli indipendenti e delle donne. Dal punto di vista numerico, è possibile avere una visione delle diverse variabili di CG (con l'eccezione delle variabili dummy) in Tabella 38. Il valore mediano di grandezza del CdA è di 6 componenti. C'è tuttavia un forte sbilanciamento, come presumibile, in base al segmento in cui si decide di lanciare l'IPO. Infatti, nel segmento MTA la media campionaria è superiore ai 9 elementi, invece nel segmento AIM Italia è pari a 5,5. Sul tema degli amministratori indipendenti, si vede che il valore medio è vicino a 2, mentre considerando peso della loro presenza in rapporto alla dimensione del CdA, la media si attesta sul 27,93%, molto vicino al valore mediano pari al 25%. Per quanto concerne l'argomento della diversità di genere, risulta un valore medio di circa un componente per CdA, che determina un peso di presenza femminile pari al 15,09% all'interno dell'organo collegiale. Come si può osservare in Figura 42, nonostante i buoni propositi e le evoluzioni del Codice di Autodisciplina, i dati non sembrano essere incoraggianti in prospettiva futura. Infatti, il trend del peso della presenza femminile nei CdA, sembra mostrare un andamento oscillante ma comunque stabile nella fascia tra il 15% ed il 20%. La medesima situazione si conferma in Figura 43, in cui si nota che solo nell'8% dei casi le donne occupano la posizione di maggior potere, ovvero quello di CEO. L'ultima variabile di Corporate Governance oggetto di analisi è la dualità del CEO, ovvero quando il CEO è contemporaneamente Presidente del Consiglio di Amministrazione, in quanto come già esposto

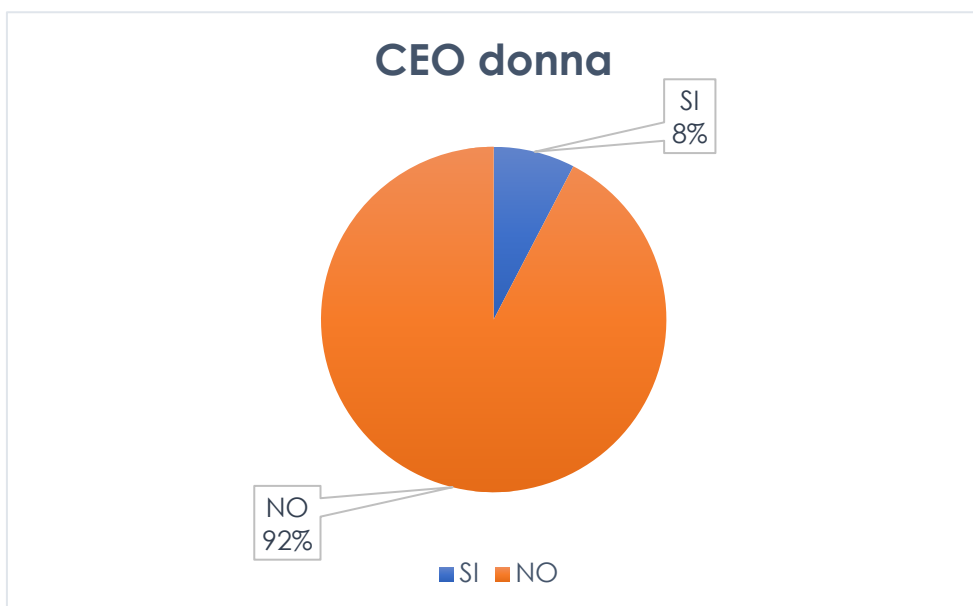
**Tabella 38: Media, deviazione standard e percentili delle variabili (con l'eccezione delle variabili binarie) di Corporate Governance individuate nel campione di imprese di riferimento.**

<b>Variabile</b>	<b>Media</b>	<b>Sd</b>	<b>P10</b>	<b>P25</b>	<b>P50</b>	<b>P75</b>	<b>P90</b>
<b>N_amm_CdA</b>	6,335878	2,3846	4	5	6	7	9
<b>N_indipendenti_CdA</b>	1,824427	1,26175	1	1	1	2	3
<b>Peso_indipendenti</b>	0,279313	0,1221864	0,14	0,20	0,25	0,33	0,44
<b>N_donne_CdA</b>	1,076336	1,147695	0	0	1	2	3
<b>Peso_donne</b>	0,1501908	0,1419018	0	0	0,14	0,25	0,33

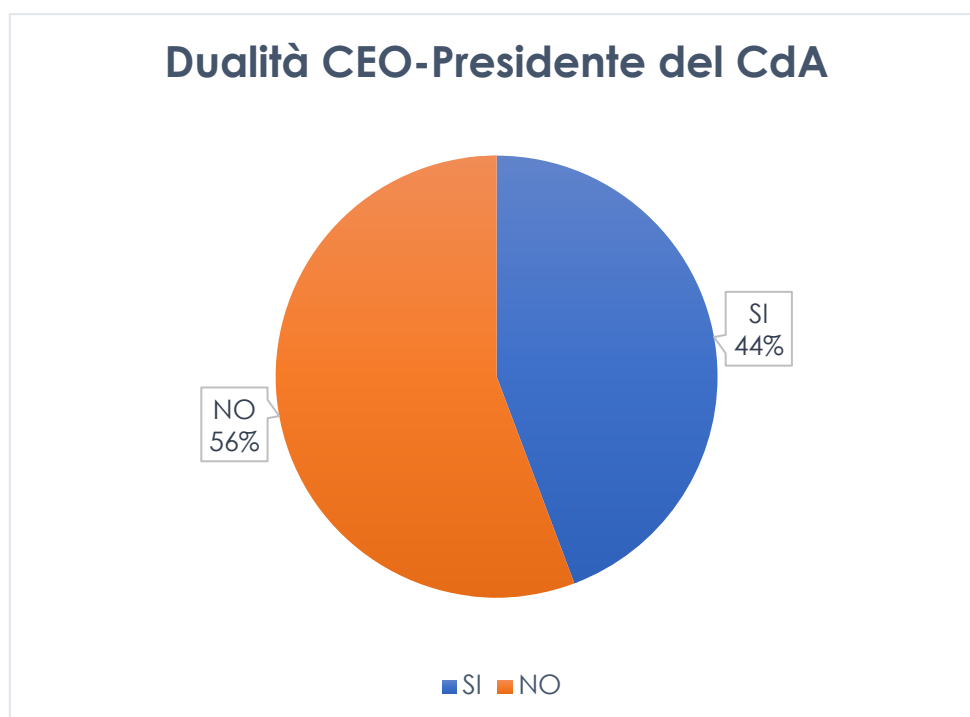


**Figura 42: Andamento storico della media del peso della presenza femminile nei CdA post-IPO nelle società costituenti il campione di riferimento.**

nel corso della tesi rappresenta una “pericolosa” concentrazione di potere. In Figura 44 si può osservare che questa situazione si presenta nel 56% dei casi per il campione di riferimento.



**Figura 43: Percentuale di società del campione di riferimento in cui il CEO dichiarato è una donna.**



**Figura 44: Percentuale di società del campione di riferimento in cui si dichiara nel prospetto informativo, che post-IPO il CEO è contemporaneamente Presidente del Consiglio di Amministrazione.**

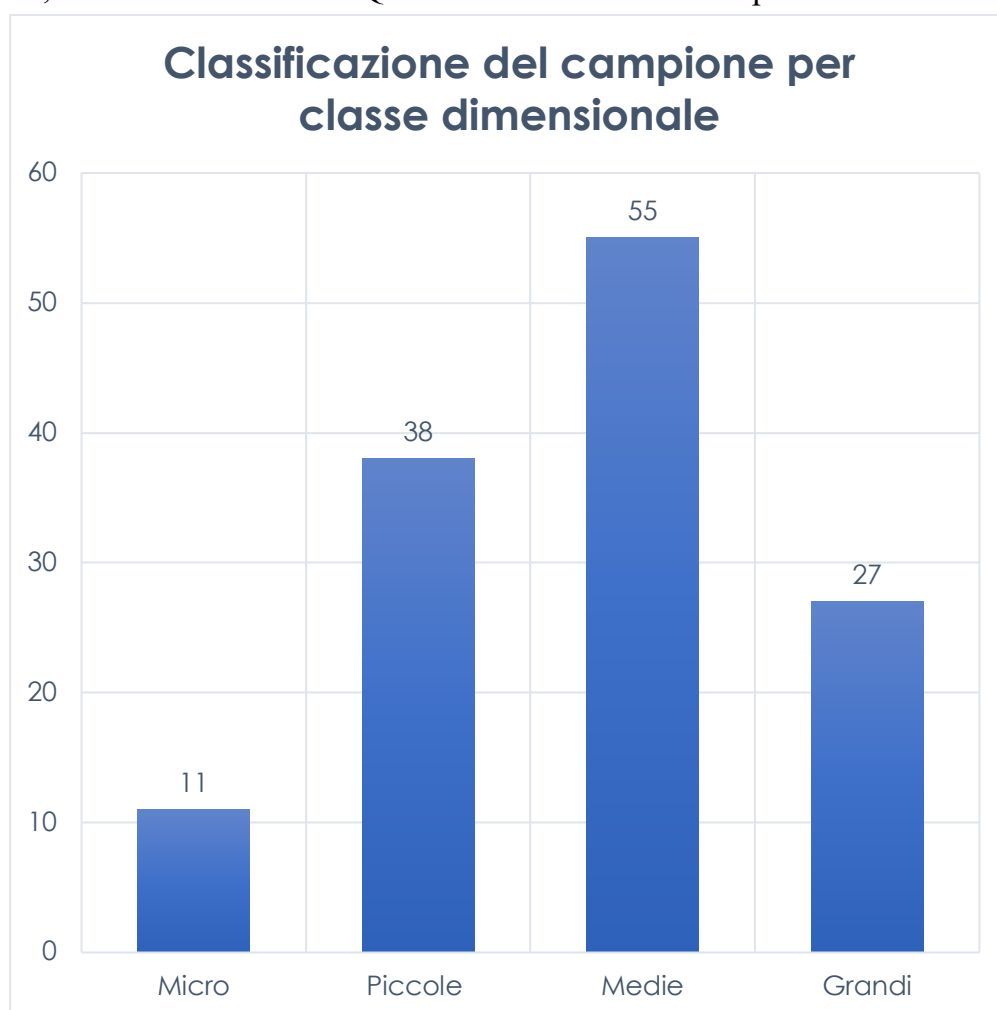
#### **4.4.4 Variabili di controllo**

Le variabili di controllo sono per definizione correlate con dei fattori omessi ma di cui è impossibile effettuare una misurazione. Quindi, la peculiarità delle variabili di controllo è che non necessariamente hanno un effetto causale sulla variabile dipendente in questo caso l'underpricing. Tuttavia, vengono inserite perché catturano comunque parte dell'effetto. Il primo aspetto approfondito è la dimensione aziendale utilizzando come proxy il fatturato ottenuto nell'anno precedente all'IPO<sup>138</sup>. Raggruppando

---

<sup>138</sup> In realtà, utilizzare solo il fatturato come proxy del fatturato non è corretto. Infatti, per catturare nella sua completezza questo concetto, come descritto nel paragrafo 3.1 sarebbe necessario considerare ulteriori elementi quali il numero di dipendenti o il valore dell'attivo patrimoniale.

il campione per classe dimensionale<sup>139</sup>, si può osservare in Figura 45 che la maggior parte del campione sono medie imprese (55), e 27 (il 21%) sono grandi imprese. Questi numeri chiaramente non sono allineati con le percentuali visibili in Tabella 10 che come oggetto considera tutte le imprese italiane. Questo testimonia la maggiore propensione a quotarsi delle imprese più grandi dal punto di vista dimensionale. Dal punto di vista statistico, in Tabella 39 si registra un valore mediano di fatturato di 15,383 milioni di euro. Questo è molto lontano rispetto alla media di



**Figura 45: Classe dimensionale delle società che hanno lanciato l'IPO nel campione di riferimento.**

---

<sup>139</sup> Come metodo di classificazione sono stati utilizzati gli scaglioni di fatturato di Tabella 8.

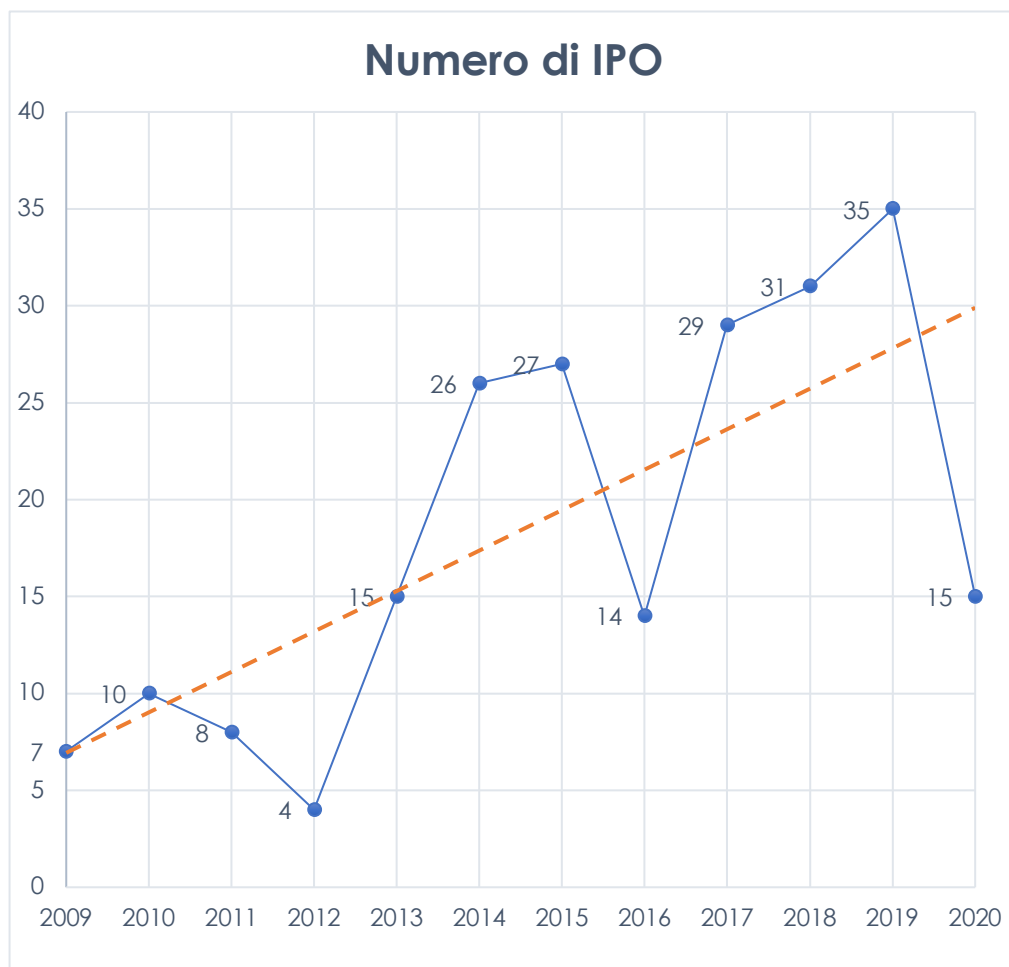
**Tabella 39: Media, deviazione standard e percentili del fatturato pre-IPO (in milioni di euro) per le società costituenti il campione di riferimento.**

Variabile	Media	Sd	P10	P25	P50	P75	P90
Fatt_pre_IPO	84,63719	191,5514	2,44	5,06	15,38	42,53	255,45

84,647 milioni di euro che si colloca oltre al 75esimo percentile, indicando l'esistenza di una distribuzione piuttosto asimmetrica. La seconda variabile di controllo è la quota riservata agli investitori istituzionali. Dalla Tabella 40 si osserva anche in questo caso una considerevole asimmetria nella distribuzione. Infatti, fino al 50esimo percentile il valore è 0. Il valore medio è invece pari al 3,57% con una deviazione standard molto alta uguale a 0,058. Il terzo elemento considerato è se il rendimento delle IPO è influenzato dalle alternative di offerta presenti sul mercato. In particolare, la variabile scelta è il numero di IPO che hanno avuto luogo nel medesimo anno. Complessivamente, sono state considerate le 221 IPO del dataset originale. Mediamente ci sono state 18 IPO per ogni anno del periodo di riferimento. Come visibile in Figura 46 l'anno in cui è stato raggiunto il punto di massimo è il 2019 (35 IPO), mentre quello del minimo è il 2012 (4). Si può osservare un andamento tendenziale crescente, ancora una volta sostenuto soprattutto dall'AIM Italia. L'unica eccezione alla crescita sono il 2016, e come presumibile il 2020 a causa della pandemia che ha fortemente colpito il territorio italiano. Un'altra variabile che è stata individuata attraverso la lettura dei prospetti informativi delle società costituenti il campione, è la presenza o meno nei contratti dell'opzione di greenshoe esercitabile dal lead underwriter. Questa è stata utilizzata per studiare la connessione tra il fenomeno dell'underpricing ed il modo in cui si decide di strutturare l'offerta al mercato. In Figura 47 si può notare che nel 52% dei casi le clausole di greenshoe non sono presenti. Dietro a questo equilibrio, in realtà è necessario sottolineare che tutte le società del segmento MTA prevedono

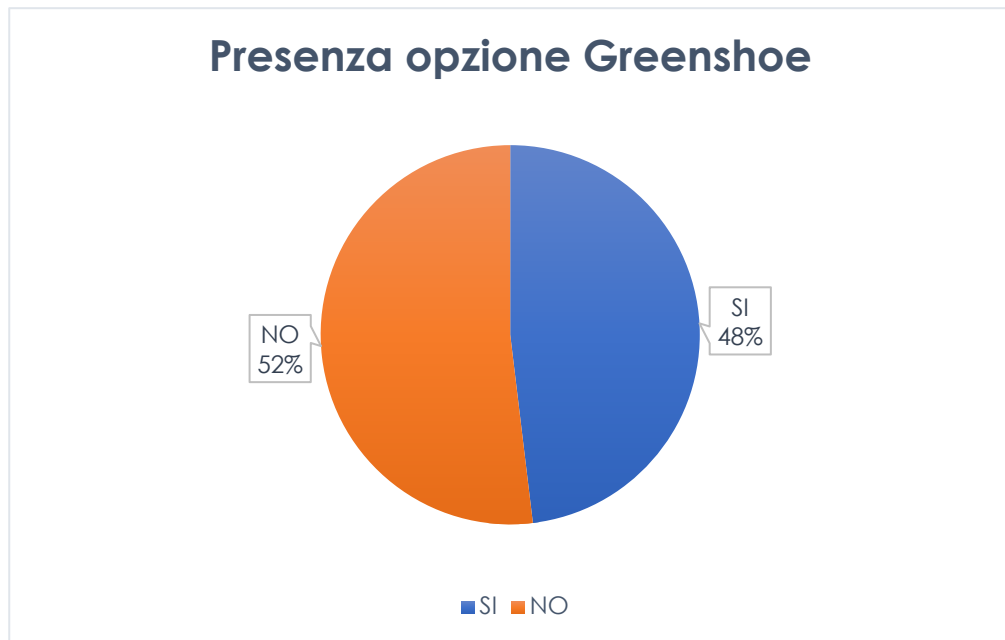
**Tabella 40: Media, deviazione standard e percentili della quota riservata agli investitori istituzionali post-IPO per le società costituenti il campione.**

Variabile	Media	Sd	P10	P25	P50	P75	P90
Quota_inv_ist	0,0357481	0,057943	0	0	0	0,08	0,12



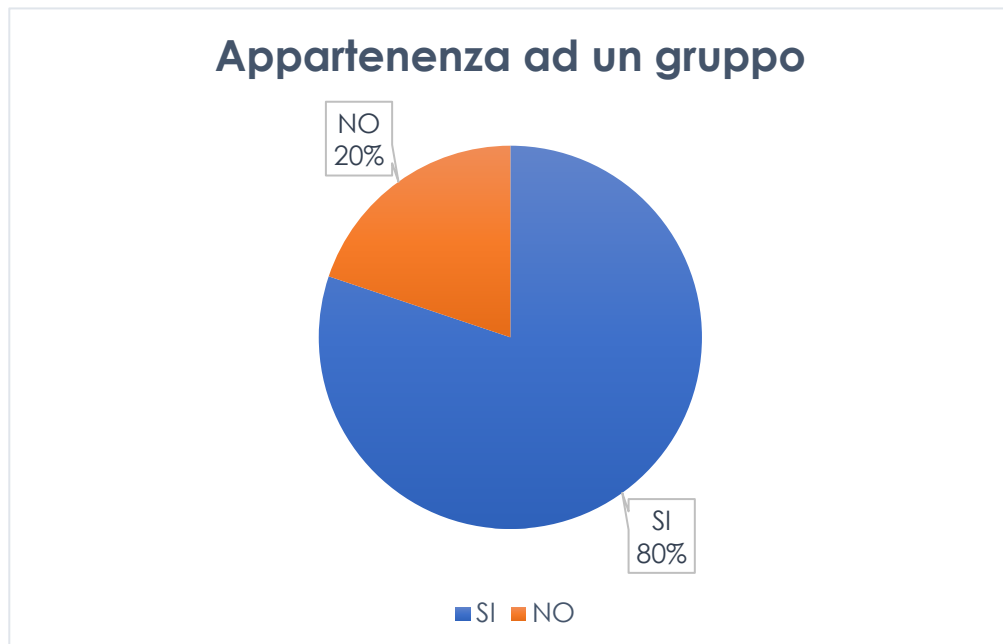
**Figura 46: Frequenza di IPO avvenute nel periodo di analisi per le società costituenti il campione di riferimento.**

tali opzioni, eccetto Rai Way. Mentre entrando nel dettaglio del segmento AIM Italia, solo il 35,6% mostra l'esistenza di tale clausola all'interno del prospetto informativo. L'ultima informazione raccolta è l'appartenenza delle società del campione ad un gruppo al momento del lancio dell'IPO. Nello specifico per le società appartenenti ad un gruppo è stato valutato se il loro ruolo fosse di capogruppo oppure se fossero soggette ad un'azione di coordinamento da parte di società terze. L'utilità di questo dato deriva dalla volontà di comprendere se l'esercizio del controllo da parte di terzi influenza gli investitori nelle decisioni ed in particolare se ciò impatta sull'andamento dei prezzi nel breve periodo e quindi sui valori di underpricing. Nel nostro campione, come si può vedere in Figura 48, circa l'80% delle imprese appartengono ad un gruppo, di cui come si può

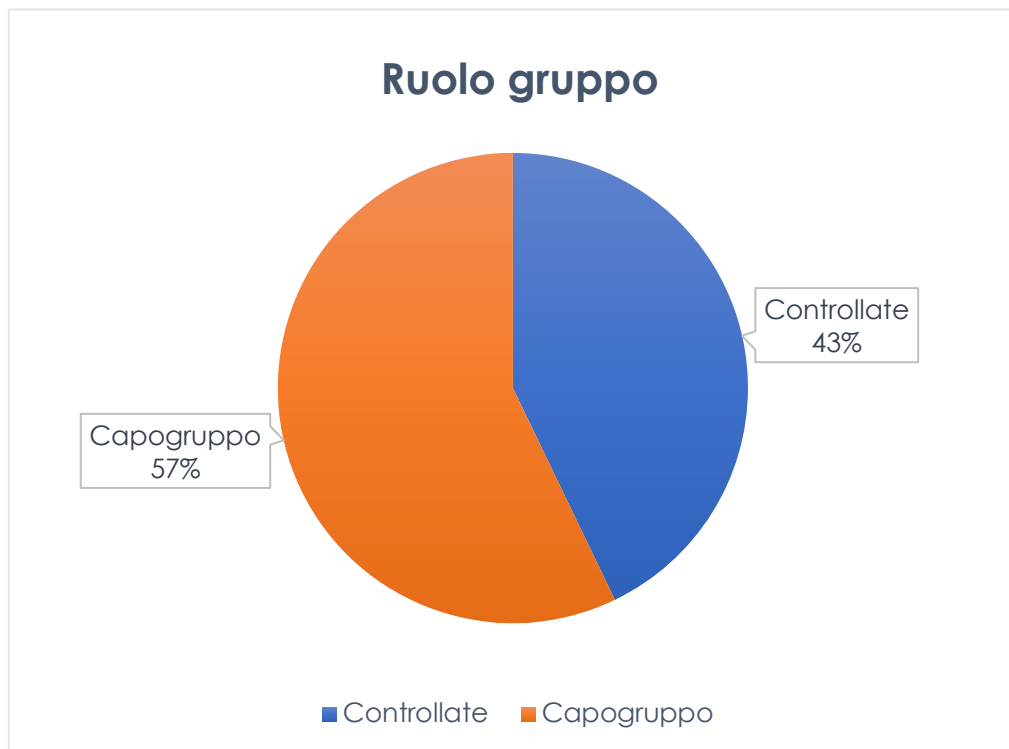


**Figura 47: Presenza della clausola greenshoe riservata al lead underwriter per le IPO del campione di riferimento.**

osservare in Figura 49, circa il 43% sono soggette a controllo di terzi. In conclusione considerando anche il 20% di imprese non appartenenti ad un gruppo, sono 76 su 131 le imprese del campione non soggette a controllo.



**Figura 48: Percentuale di società del campione di IPO appartenenti ad un gruppo.**



**Figura 49: Percentuale di società controllate all'interno del sottoinsieme campionario di imprese appartenenti ad un gruppo.**

## 4.5 Il modello

In questo paragrafo si procede descrivendo il metodo di sviluppo dell'analisi sperimentale. Selezionate le variabili indipendenti da inserire nel modello econometrico, è stata assunta una forma funzionale lineare. L'equazione scelta è la seguente:

$$\begin{aligned}
 Up\_t\_gg = & \beta_0 + \beta_1 \cdot Dum\_familiare + \beta_2 \cdot Dum\_part\_1\_azionista + \beta_3 \\
 & \cdot Dum\_familiare \times CEO\_esterno + \beta_4 \cdot Peso\_indipendenti \\
 & + \beta_5 \cdot Dum\_dual\_CEO + \beta_6 \cdot N\_amm\_CdA + \beta_7 \\
 & \cdot Peso\_donne + \beta_8 \cdot Dum\_CEO\_donna + \beta_9 \cdot Dum\_MTA \\
 & + \beta_{10} \cdot Dum\_STAR + \beta_{11} \cdot Fatt\_pre\_IPO + \beta_{12} \\
 & \cdot Quota\_inv\_ist + \beta_{13} \cdot N\_IPO\_anno + \beta_{14} \\
 & \cdot Dum\_greenshoe + \beta_{15} \cdot Dum\_gruppo + \beta_{16} \cdot Dum\_tech \\
 & + \beta_{17} \cdot Dum\_finance
 \end{aligned}$$

L'analisi verrà effettuata per tre diversi valori di t:



- $t=1$  in cui si indagherà la relazione dell'underpricing con le variabili indipendenti alla prima giornata di chiusura delle negoziazioni;
- $t=5$  in cui si indagherà la relazione dell'underpricing con le variabili indipendenti alla quinta giornata di chiusura delle negoziazioni;
- $t=30$  in cui si indagherà la relazione dell'underpricing con le variabili indipendenti alla trentesima giornata di chiusura delle negoziazioni;

Per la stima dei parametri del modello si è utilizzato un campione di dati cross-sezionali<sup>140</sup> ed il noto “Ordinary Least Squares” (OLS). La scelta del metodo OLS deriva dalla sua universalità, ovvero dal fatto che è il più utilizzato ed efficiente per la stima dei coefficienti. Questo consiste nell'individuare la retta di regressione, minimizzando il quadrato della distanza tra i valori empirici e la retta di regressione stessa. Per poter utilizzare il metodo OLS, bisogna considerare l'esistenza di alcune assunzioni teoriche:

1. La distribuzione dell'errore condizionata alla variabile indipendente ha media nulla;
2. La variabile dipendente ed indipendente sono indipendentemente<sup>141</sup> ed identicamente<sup>142</sup> distribuite;
3. Gli outlier sono rari;
4. L'errore è omoschedastico<sup>143</sup>;

---

<sup>140</sup> I dati cross-sezionali sono dei dati che riguardano più individui, in questo caso imprese in un determinato periodo. Le altre due tipologie di campione sono:

- ◆ Serie temporali: raccoglie dati di un unico soggetto nel corso del tempo;
- ◆ Dati panel: raccoglie dati di diversi soggetti nel corso del tempo.

<sup>141</sup> Le unità campionarie sono scelte casualmente.

<sup>142</sup> Le unità campionarie sono scelte dalla medesima popolazione.

<sup>143</sup> Gli errori si dicono omoschedastici se la loro varianza è indipendente dal valore della X. In caso contrario si dicono eteroschedastici.

## 5. L'errore ha una distribuzione normale.

La prima assunzione significa che per ogni variabile indipendente, la distribuzione dell'errore deve avere come valore medio il valore di Y sulla retta, così da ottenere dei coefficienti *unbiased*<sup>144</sup>. Al fine di rispettare questa ipotesi, verranno aggiunti i diversi regressori così da poter gradualmente eliminare i fattori omessi. La seconda assunzione viene rispettata per la modalità in cui il campione è stato costruito, ovvero raccogliendo tutti i dati possibili delle IPO quotate su Borsa Italiana sul MTA e sull'AIM Italia. Per quanto concerne la terza assunzione, come descritto nel paragrafo 4.1.1, sono stati eliminati dal campione i tre outlier individuati. La quarta e la quinta assunzione sono le più restrittive. Infatti, l'eteroschedasticità, è molto diffusa specie nei fenomeni di tipo economico. Questo problema è stato risolto utilizzando la formula per gli errori robusti all'eteroschedasticità. L'obiettivo primario è quello di descrivere la relazione causale tra la variabile di interesse ovvero la natura proprietaria, e la variabile dipendente, cioè l'underpricing. Lo scopo dell'analisi econometrica è stata pertanto quello di osservare i parametri della regressione, in segno, dimensione e significatività statistica. Attraverso gli stimatori OLS, verranno identificati i valori dei coefficienti dei regressori e quindi i valori dell'intercetta e delle pendenze. L'importanza della pendenza è che fornisce delle informazioni sulla relazione tra la variabile indipendente e dipendente. In particolare, il segno del coefficiente determinato spiega la tipologia di relazione, se diretta o inversa, mentre il suo valore assoluto ne misura l'impatto. Nel caso di variabili dummy, ovvero di variabili binarie che possono assumere i soli valori 0 ed 1, il coefficiente non avrà il significato di pendenza ma di differenze tra le medie tra due diverse categorie di IPO.

---

<sup>144</sup> Coefficienti non distorti.

## 4.6 Analisi delle regressioni

In totale sono state effettuate 30 regressioni 10 per ognuna delle tre variabili dipendenti individuate:

- Up\_1\_gg;
- Up\_5\_gg;
- Up\_30\_gg.

Si è deciso per poter ottenere un confronto più efficace di procedere per ciascuno dei tre casi effettuando le medesime regressioni, ovvero aggiungendo i regressori nello stesso ordine. E' possibile avere una visione dei risultanti nelle seguenti tabelle:

- Tabella 41 e 42 per le regressioni relative ad Up\_1\_gg;
- Tabella 43 e 44 per le regressioni relative ad Up\_5\_gg;
- Tabella 45 e 46 per le regressioni relative ad Up\_30\_gg;

Si noti che tutte le variabili presenti di seguito sono inserite in regressioni di tipo Lin-Lin. Per cui, non essendo di fatto presente alcun regressore logaritmico, la variazione della variabile dipendente in base ai regressori indipendenti viene intesa sempre come variazione lineare. I valori di underpricing utilizzati per l'analisi econometrica sono espressi in unità. Tuttavia, per una comprensione più immediata, è necessario sottolineare che i valori dei coefficienti verranno sovente considerati nella forma di X% e quindi le differenze verranno espresse in punti percentuali (p.p.). Nella prima colonna si ha un unico regressore, ossia la variabile di interesse Dum\_familiare. Si ottiene che nel caso di imprese a conduzione familiare, l'underpricing per la prima giornata di negoziazioni è superiore di 8,07 p.p. rispetto alle non familiari. Questo, congiuntamente ad una significatività statistica del coefficiente dell'1%, induce a ritenere che il mercato riponga maggiore fiducia nelle imprese non familiari. La medesima evidenza si riporta per Up\_5\_gg e Up\_30\_gg dove si registrano rispettivamente dei coefficienti pari a +0,0624 e +0,0800. Mentre Dum\_familiare per la regressione avente come variabile dipendente l'underpricing calcolato alla chiusura della quinta tornata di negoziazioni conserva una significatività statistica dell'1%, per Up\_30\_gg si ottiene che la significatività del coefficiente si riduce, seppur entro il limite del 5%. Si è quindi proceduto nella seconda equazione inserendo le variabili di

controllo. Soffermandosi sulla variabile di interesse, si evidenzia un comportamento non omogeneo nelle tre situazioni. Infatti, mentre nel caso Up\_1\_gg sembrerebbe che l'impatto della proprietà familiare riduce il suo effetto di circa 1 p.p. (con il coefficiente che si riduce a 0,071 da 0,0807), per Up\_5\_gg il coefficiente risulta pressoché invariato, e per Up\_30\_gg addirittura acuisce la sua rilevanza. Entrando nel merito delle diverse variabili di controllo, si verifica una certa difformità per quanto concerne la significatività statistica. In linea con quanto ci si aspetterebbe, per l'underpricing ad un giorno si ottiene che la presenza delle clausole di greenshoe, determina una riduzione dell'underpricing di 6,48 p.p. con una significatività del 5%. Inoltre l'appartenenza al settore finanza, impatta abbassando ulteriormente l'underpricing di 6,72 p.p. con un p-value inferiore al 5%. Questi risultati non hanno tuttavia un riscontro né da un punto di vista quantitativo né statistico confrontando con le rispettive equazioni a cinque e trenta giorni. Nel primo caso infatti, diventa rilevante l'appartenenza (con una significatività dell'1%) ad un altro settore, quello tecnologico, che come ci si aspetterebbe essendo quello caratterizzato dal maggior grado di incertezza, registra un valore dell'underpricing superiore di 11,88 p.p. rispetto al resto del campione. Per Up\_30\_gg, si aggiungono come variabili significative oltre a Dum\_tech (che mantiene i suoi valori quantitativi e statistici inalterati rispetto al caso con Up\_5\_gg), anche Dum\_gruppo e Fatt\_pre\_IPO. Nello specifico, si ottiene con una significatività del 10% che ogni milione di euro di fatturato comporta un incremento di 0,015 p.p. del valore di underpricing. Invece, per Dum\_gruppo si osserva all'1% di significatività che le società soggette a controllo di terzi ottengono un valore di underpricing dopo trenta giorni inferiore di 6,44 p.p.. Le uniche due variabili di controllo che non hanno significatività statistica, e che in generale non sono state significative anche nelle successive regressioni sono Quota\_invest\_ist e N\_IPO\_anno. Nella terza regressione è stata inserita la variabile Dum\_part\_1\_azionista, per cogliere l'impatto di un meccanismo di bonding, in particolare quando l'azionista di maggioranza o un membro della famiglia di controllo decide di sottoscrivere parte dei titoli oggetto dell'offerta. In questo caso, come previsto dalla teoria, questa decisione da parte del primo azionista aumenta la fiducia degli investitori, che ripagano tale condotta richiedendo un

underpricing inferiore di 4,9 p.p. per Up\_1\_gg, 5,68 p.p. per Up\_5\_gg e 3,11 p.p. per Up\_30\_gg. Dal punto di vista statistico, il coefficiente ha un valore significativo al 10% solo per l'underpricing calcolato ad un giorno. Nella quarta equazione è stato inserito il regressore Dum\_familiare\*Dum\_CEO\_esterno. Il motivo dell'inclusione di questa variabile interagita nell'analisi, è quello di indagare se la differenza di underpricing tra le imprese familiari e non familiari è interamente dovuta alla composizione dell'azionariato oppure alla natura del controllo. Questa variabile, determina la differenza di underpricing tra le imprese familiari in cui il controllo della società è detenuto da un membro della famiglia e le imprese familiari che hanno eletto un CEO esterno, individuato sul mercato dei manager. Il coefficiente ha una significatività statistica del 5% solo nel caso di Up\_1\_gg, e determina una riduzione dell'underpricing post-IPO di 6,30 p.p.. Questo significa che nel calcolo ad un giorno, le imprese familiari che hanno deciso di assumere un CEO esterno, godono di una maggiore fiducia del mercato con una conseguente riduzione dello sconto richiesto al momento dell'IPO. Per verificare la significatività di Dum\_familiare, considerando la sua presenza nella variabile interagita, è stato effettuato (così come in tutte le successive regressioni) il test F. Si ottiene un p-value inferiore all'1% per Up\_1\_gg e del 5% per Up\_5\_gg e Up\_30\_gg. L'impatto sulla variabile di interesse dell'introduzione dell'interagita, è che le imprese familiari registrano un valore di underpricing rispetto alle non familiari ancora più alto rispetto alle precedenti regressioni. Ad esempio nel caso di Up\_1\_gg, il coefficiente passa da +0,0697 a +0,0850. Si nota inoltre, che la variabile Dum\_part\_1\_azionista (che risultava essere significativa al 10% nella precedente regressione per Up\_1\_gg) diventa statisticamente irrilevante. Inoltre, concentrandosi sulla regressione con Up\_30\_gg come variabile dipendente, si osserva che le variabili di controllo Fatt\_pre\_IPO e Dum\_gruppo diventano statisticamente nulle, e Dum\_tech riduce la sua significatività al 10%. Il passaggio successivo consiste nell'inserire la prima variabile di Corporate Governance, ovvero Peso\_Indipendenti. Si ottiene un risultato contrastante comparando Up\_1\_gg con Up\_5\_gg e Up\_30\_gg. In linea con quanto ci si aspetterebbe dalla teoria, per l'underpricing calcolato nella prima giornata delle negoziazioni la

presenza degli indipendenti impatta riducendo il valore finale di underpricing con una significatività statistica del 5%. Lo stesso avviene per Up\_5\_gg, mentre addirittura sembrerebbe la presenza degli indipendenti determinare un valore finale di underpricing più alto a trenta giorni. In questi ultimi due casi però non è possibile rigettare l'ipotesi nulla del coefficiente di Peso\_indipendenti. Dal punto di vista quantitativo, per Up\_1\_gg, un CdA composto al 10% da amministratori indipendenti, registra un valore finale di underpricing inferiore di 1,70 p.p. rispetto al caso in cui la variabile Peso\_indipendenti è pari a 0. Nella regressione successiva (in Tabella 42, Tabella 44 e Tabella 46 rispettivamente per Up\_1\_gg, Up\_5\_gg e Up\_30\_gg) viene aggiunta la variabile Dum\_dual\_CEO. In linea con le assunzioni teoriche, un CEO che contemporaneamente assume il ruolo di Presidente del CdA determina una riduzione della fiducia del mercato. Osservando i numeri si registra che in presenza di tale dualità, l'underpricing risulta aumentare di 3,80 p.p. per Up\_1\_gg, 2,30 p.p. per Up\_5\_gg e 4,57 p.p. per Up\_30\_gg. Tuttavia, dal punto di vista statistico il coefficiente in nessuno dei tre casi è significativo. Per quanto concerne la variabile di interesse, si ottiene una riduzione quantitativa rilevante per le regressioni con Up\_1\_gg e Up\_30\_gg, e la significatività passa dal 1% al 5% in tutti e tre i casi. I coefficienti delle altre variabili, escluse quelle di controllo, per Up\_5\_gg e Up\_30\_gg rimangono tutte statisticamente nulle, mentre nella regressione con Up\_1\_gg, la variabile interagita Dum\_familiare\*Dum\_CEO\_esterno diventa non statisticamente irrilevante, mentre il coefficiente di Dum\_part\_1\_azionista pari a -0,0497 torna ad essere significativo all'10%. Lo studio è proseguito inserendo un'altra variabile di Corporate Governance, ovvero N\_amm\_CdA per catturare l'effetto della dimensione dell'organismo collegiale sull'underpricing. In tutti e tre i casi come presumibile, si osserva che al crescere del numero dei componenti del CdA, l'underpricing si riduce (circa -0,5 p.p. per ogni amministratore in più all'interno del consiglio) anche se dal punto di vista statistico i coefficienti sono pari a 0. Soffermendosi sulle altre variabili, si osserva che Dum\_part\_1\_azionista raggiunge un livello di significatività del 5% per la regressione con Up\_1\_gg come variabile dipendente, e diventa l'unica variabile oltre

Dum\_familiare statisticamente significativa (10%) per Up\_5\_gg. Si è quindi proseguito analizzando l'impatto della diversità di genere all'interno dell'organo amministrativo. Infatti, si è proseguito eliminando il termine N\_amm\_CdA ed inserendo Peso\_donne. I risultati dal punto di vista quantitativo sono molto divergenti, ma ad ogni modo la variabile in ciascun caso risulta essere non significativa. Un'evidenza particolare è che il p-value risultante per il test F sulle variabili Dum\_familiare e Dum\_familiare\*Dum\_CEO\_esterno aumenta, superando la soglia del 5% per Up\_5\_gg e Up\_30\_gg. Le medesime considerazioni si ripetono sostituendo la variabile Peso\_donne con Dum\_CEO\_donna. Nell'ultima regressione è stata rimossa la variabile Dum\_CEO\_donna, e sono state introdotte altre due variabili binarie, ovvero Dum\_MTA e Dum\_STAR. Il motivo dell'inserimento di questi regressori è quello di indagare l'esistenza di una differenza di underpricing tra le società che hanno lanciato un'IPO sull'AIM Italia e sui mercati regolamentati. Si ottiene contrariamente a quanto atteso, che Dum\_MTA ha un coefficiente di segno positivo per le regressioni con Up\_1\_gg e Up\_30\_gg. Invece, come prevedibile in tutti e tre i casi Dum\_STAR ha un coefficiente negativo. Risulta infatti che le società quotate sul segmento STAR subiscono un underpricing inferiore di circa il 10 p.p. rispetto alle altre. Dal punto di vista statistico i coefficienti di entrambe le variabili sono nulli. Tuttavia, in base alle considerazioni fatte nel corso della tesi, essendovi delle regole più restrittive riguardo agli amministratori indipendenti nei mercati regolamentati, si è ritenuto effettuare un test di ipotesi congiunte per le tre variabili Peso\_indipendenti, Dum\_MTA e Dum\_STAR. Il risultato è molto particolare, infatti mentre il p-value per le regressioni con Up\_5\_gg e Up\_30\_gg è superiore al 10%, la significatività statistica nel caso di Up\_1\_gg è del 5%. Per quanto riguarda la variabile di interesse Dum\_familiare risulta essere statisticamente significativa in tutti e tre i casi, addirittura all'1% nel caso di underpricing calcolato nella prima giornata di chiusura delle negoziazioni. Considerando il test F con la variabile interagita, la significativa è in tutti i casi del 5%. Dal punto di vista numerico, il coefficiente è pari a +0,0760 per Up\_1\_gg, +0,0725 per Up\_5\_gg e +0,0937 per Up\_30\_gg, confermando che la proprietà familiare determina un valore di underpricing post-IPO

considerevolmente rilevante. Analizzando le altre variabili, nelle regressioni con Up\_5\_gg e Up\_30\_gg, i coefficienti sono tutti statisticamente non significativi (ad eccezione di Dum\_part\_1\_azionista significativo al 10% per l'undepricing a cinque giorni). Concentrandosi sulla regressione per Up\_1\_gg, risulta che Dum\_part\_1\_azionista è significativo al 10%, e quando è pari ad 1, l'underpricing si riduce di 5,17 p.p. rispetto a quando è pari a 0. Il coefficiente di Dum\_dual\_CEO diventa significativo al 10% e numericamente si ottiene che quando il CEO è nello stesso tempo Presidente del CdA, il valore di underpricing al termine della prima giornata di scambi risulta inferiore di 4,03 p.p.. Esaminando invece le variabili di controllo, le considerazioni sono abbastanza simili alla seconda regressione risultando Dum\_greenhoe e Dum\_finance le variabili statisticamente significative per Up\_1\_gg, Dum\_tech e Dum\_gruppo per Up\_5\_gg e Up\_30\_gg.



**Tabella 41: Tabella 1/2 per underpricing calcolato ad un giorno.**

REGRESSORI	Up_1_gg	Up_1_gg	Up_1_gg	Up_1_gg	Up_1_gg
Dum_familiare	0,0807*** (0,023)	0,0710*** (0,024)	0,0697*** (0,024)	0,0850*** (0,026)	0,0857*** (0,026)
Dum_part_1_azionista			-0,0490* (0,030)	-0,0438 (0,029)	-0,0447 (0,029)
Dum_familiare × Dum_CEO_esterno				-0,0630** (0,032)	-0,0634** (0,031)
Peso_indipendenti					-0,1695** (0,077)
Dum_dual_CEO					
N_amm_CdA					
Peso_donne					
Dum_CEO_donna					
Dum_MTA					
Dum_STAR					
Fatt_pre_IPO		0,00003 (0,00004)	0,00002 (0,00004)	0,00002 (0,00005)	0,00003 (0,00005)
Quota_inves_ist		-0,1569 (0,218)	-0,1311 (0,204)	-0,1179 (0,191)	-0,1287 (0,188)
N_IPO_anno		0,0011 (0,002)	0,0014 (0,002)	0,0012 (0,002)	0,0016 (0,002)
Dum_greenhoe		-0,0648** (0,025)	-0,0595** (0,025)	-0,0622** (0,025)	-0,0483* (0,025)
Dum_gruppo		-0,0006 (0,022)	-0,0050 (0,023)	0,0090 (0,025)	0,0124 (0,025)
Dum_tech		0,0367 (0,030)	0,0384 (0,031)	0,0337 (0,030)	0,0348 (0,029)
Dum_finance		-0,0672** (0,028)	-0,0721*** (0,027)	-0,0758*** (0,027)	-0,0653** (0,029)
Intercetta	0,0331** (0,016)	0,0452 (0,056)	0,0474 (0,056)	0,0482 (0,056)	0,0777 (0,056)
<b>STATISTICHE F</b>					
Dum_familiare, Dum_familiare × Dum_CEO_esterno=0				5,62 (0,0047)	5,81 (0,0039)
Peso_indipendenti, Dum_MTA e Dum_STAR=0					
$\bar{R}^2$	0,086	0,176	0,193	0,213	0,232
Numero osservazioni	131	131	131	131	131
<p>Note:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sotto i coefficienti sono riportati gli errori standard;</li> <li>▪ Significatività 10%*, 5%***, 1%***;</li> <li>▪ p-value riportati sotto le statistiche F</li> </ul>					

Tabella 42: Tabella 2/2 per underpricing calcolato ad un giorno.

REGRESSORI	Up_1_gg	Up_1_gg	Up_1_gg	Up_1_gg	Up_1_gg
Dum_familiare	0,0776*** (0,027)	0,0787*** (0,027)	0,0754*** (0,027)	0,0779*** (0,028)	0,0760*** (0,025)
Dum_part_1_azionista	-0,0497* (0,029)	-0,0562** (0,028)	-0,0516* (0,030)	-0,0494* (0,030)	-0,0517* (0,028)
Dum_familiare × Dum_CEO_esterno	-0,0498 (0,032)	-0,0528 (0,032)	-0,0465 (0,032)	-0,0502 (0,033)	-0,0419 (0,032)
Peso_indipendenti	-0,1458* (0,079)	-0,1445* (0,080)	-0,1695** (0,080)	-0,1455* (0,080)	-0,1341 (0,102)
Dum_dual_CEO	0,0380 (0,025)	0,0355 (0,025)	0,0411 (0,026)	0,0377 (0,025)	0,0403* (0,024)
N_amm_CdA		-0,0062 (0,006)			
Peso_donne			0,0691 (0,084)		
Dum_CEO_donna				-0,0025 (0,034)	
Dum_MTA					0,0263 (0,041)
Dum_STAR					-0,0981 (0,071)
Fatt_pre_IPO	0,00003 (0,00005)	0,00006 (0,00006)	0,00002 (0,00005)	0,00003 (0,00005)	0,00003 (0,00008)
Quota_inves_ist	-0,1201 (0,188)	-0,1153 (0,190)	-0,1306 (0,188)	-0,1198 (0,190)	-0,1422 (0,192)
N_IPO_anno	0,0017 (0,002)	0,0017 (0,002)	0,0017 (0,002)	0,0017 (0,002)	0,0020 (0,002)
Dum_greenhoe	-0,0471* (0,025)	-0,0409* (0,023)	-0,0488* (0,025)	-0,0470* (0,025)	-0,0438* (0,024)
Dum_gruppo	0,0123 (0,025)	0,0119 (0,025)	0,0106 (0,026)	0,0121 (0,025)	0,0051 (0,024)
Dum_tech	0,0328 (0,029)	0,0335 (0,028)	0,0336 (0,029)	0,0329 (0,029)	0,0295 (0,028)
Dum_finance	-0,0568** (0,027)	-0,0457 (0,033)	-0,0546** (0,026)	-0,0570** (0,028)	-0,0600** (0,029)
Intercetta	0,0520 (0,053)	0,0862 (0,045)	0,0491 (0,053)	0,0521 (0,053)	0,0435 (0,058)
<b>STATISTICHE F</b>					
Dum_familiare, Dum_familiare × Dum_CEO_esterno=0	4,18 (0,0176)	4,17 (0,0178)	3,82 (0,0247)	3,92 (0,0226)	4,47 (0,0134)
Peso_indipendenti, Dum_MTA e Dum_STAR=0					1,09 (0,0357)
$\bar{R}^2$	0,248	0,256	0,252	0,248	0,271
Numero osservazioni	131	131	131	131	131
Note:					
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sotto i coefficienti sono riportati gli errori standard;</li> <li>▪ Significatività 10%*, 5%***, 1%***;</li> <li>▪ p-value riportati sotto le statistiche F.</li> </ul>					

**Tabella 43: Tabella 1/2 per l'underpricing calcolato a cinque giorni.**

REGRESSORI	Up_5_gg	Up_5_gg	Up_5_gg	Up_5_gg	Up_5_gg
Dum_familiare	0,0698*** (0,027)	0,0692*** (0,026)	0,0677** (0,026)	0,0788*** (0,029)	0,0793*** (0,029)
Dum_part_1_azionista			-0,0568 (0,035)	-0,0530 (0,035)	-0,0539 (0,035)
Dum_familiare × Dum_CEO_esterno				-0,0456 (0,034)	-0,0459 (0,033)
Peso_indipendenti					-0,1700 (0,112)
Dum_dual_CEO					
N_amm_CdA					
Peso_donne					
Dum_CEO_donna					
Dum_MTA					
Dum_STAR					
Fatt_pre_IPO		0,00004 (0,00005)	0,00004 (0,00005)	0,00004 (0,00006)	0,00004 (0,00006)
Quota_inves_ist		0,2887 (0,259)	0,3186 (0,251)	0,3281 (0,244)	0,3173 (0,249)
N_IPO_anno		0,0015 (0,002)	0,0017 (0,002)	0,0016 (0,002)	0,0019 (0,002)
Dum_greenhoe		0,0003 (0,030)	0,0065 (0,030)	0,0044 (0,030)	0,0184 (0,033)
Dum_gruppo		-0,0405 (0,025)	-0,0457* (0,026)	-0,0355 (0,025)	-0,0321 (0,025)
Dum_tech		0,1188*** (0,035)	0,1207*** (0,036)	0,1174*** (0,036)	0,1184*** (0,035)
Dum_finance		-0,0296 (0,028)	-0,0353 (0,028)	-0,0380 (0,028)	-0,0274 (0,031)
Intercepta	0,04956*** (0,019)	-0,0057 (0,055)	-0,0031 (0,056)	-0,0026 (0,056)	0,0270 (0,057)
<b>STATISTICHE F</b>					
Dum_familiare, Dum_familiare × Dum_CEO_esterno=0				3,67 (0,0283)	3,72 (0,0271)
Peso_indipendenti, Dum_MTA e Dum_STAR=0					
$\bar{R}^2$	0,049	0,173	0,190	0,198	0,212
Numero osservazioni	131	131	131	131	131
<p>Note:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sotto i coefficienti sono riportati gli errori standard;</li> <li>▪ Significatività 10%*, 5%** , 1%***;</li> <li>▪ p-value riportati sotto le statistiche F.</li> </ul>					

**Tabella 44: Tabella 2/2 per l'underpricing calcolato a cinque giorni.**

REGRESSORI	Up_5_gg	Up_5_gg	Up_5_gg	Up_5_gg	Up_5_gg
Dum_familiare	0,0745** (0,030)	0,0759** (0,030)	0,0712** (0,030)	0,0768** (0,031)	0,0725** (0,028)
Dum_part_1_azionista	-0,0569 (0,036)	-0,0654* (0,035)	-0,0599 (0,038)	-0,0547 (0,037)	-0,0625* (0,035)
Dum_familiare × Dum_CEO_esterno	-0,0377 (0,032)	-0,0417 (0,033)	-0,0327 (0,032)	-0,0406 (0,034)	-0,0288 (0,032)
Peso_indipendenti	-0,1557 (0,111)	-0,1540 (0,114)	-0,1920* (0,113)	-0,1536 (0,111)	-0,1088 (0,126)
Dum_dual_CEO	0,0230 (0,027)	0,0197 (0,028)	0,0278 (0,029)	0,0212 (0,027)	0,0246 (0,027)
N_amm_CdA		-0,0081 (0,007)			
Peso_donne			0,1058 (0,094)		
Dum_CEO_donna				-0,0176 (0,039)	
Dum_MTA					-0,0009 (0,044)
Dum_STAR					-0,1059 (0,072)
Fatt_pre_IPO	0,00004 (0,00006)	0,00008 (0,00007)	0,00003 (0,00006)	0,00004 (0,00006)	0,00007 (0,00008)
Quota_inves_ist	0,3225 (0,254)	0,3288 (0,255)	0,3064 (0,254)	0,3249 (0,255)	0,2918 (0,256)
N_IPO_anno	0,0020 (0,002)	0,0020 (0,002)	0,0021 (0,002)	0,0020 (0,002)	0,0023 (0,002)
Dum_greenhoe	0,0191 (0,033)	0,0272 (0,031)	0,01649 (0,033)	0,0198 (0,033)	0,0273 (0,033)
Dum_gruppo	-0,0321 (0,025)	-0,0327 (0,025)	-0,0348 (0,026)	-0,0334 (0,025)	-0,0405* (0,024)
Dum_tech	0,1172*** (0,036)	0,1181*** (0,035)	0,1186*** (0,037)	0,1183*** (0,037)	0,1111*** (0,036)
Dum_finance	-0,0223 (0,029)	-0,0078 (0,034)	-0,0189 (0,028)	-0,0236 (0,030)	-0,0251 (0,030)
Intercetta	0,0115 (0,053)	0,0563 (0,050)	0,0069 (0,054)	0,0121 (0,053)	-0,0022 (0,058)
STATISTICHE F					
Dum_familiare, Dum_familiare × Dum_CEO_esterno=0	3,13 (0,0472)	3,24 (0,0427)	2,81 (0,0641)	3,11 (0,0482)	3,31 (0,0399)
Peso_indipendenti, Dum_MTA e Dum_STAR=0					1,85 (0,1426)
$\bar{R}^2$	0,217	0,227	0,224	0,218	0,240
Numero osservazioni	131	131	131	131	131
Note:					
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sotto i coefficienti sono riportati gli errori standard;</li> <li>▪ Significatività 10%*, 5%** , 1%***;</li> <li>▪ p-value riportati sotto le statistiche F.</li> </ul>					

Tabella 45: Tabella 1/2 per l'underpricing calcolato a trenta giorni.

REGRESSORI	Up_30_gg	Up_30_gg	Up_30_gg	Up_30_gg	Up_30_gg
Dum_familiare	0,0800** (0,033)	0,0939*** (0,034)	0,0930*** (0,034)	0,1055*** (0,036)	0,01053*** (0,037)
Dum_part_1_azionista			-0,0311 (0,049)	-0,0269 (0,049)	-0,0267 (0,049)
Dum_familiare × Dum_CEO_esterno				-0,0511 (0,052)	-0,0510 (0,051)
Peso_indipendenti					0,0341 (0,1371)
Dum_dual_CEO					
N_amm_CdA					
Peso_donne					
Dum_CEO_donna					
Dum_MTA					
Dum_STAR					
Fatt_pre_IPO		0,00015* (0,00008)	0,00015* (0,00009)	0,00015 (0,00009)	0,00015 (0,00009)
Quota_inves_ist		0,2647 (0,272)	0,2811 (0,273)	0,2918 (0,265)	0,2940 (0,266)
N_IPO_anno		-0,0001 (0,002)	0,0002 (0,002)	-0,00009 (0,002)	-0,0002 (0,002)
Dum_greenhoe		0,0216 (0,037)	0,0250 (0,038)	0,0027 (0,039)	0,0199 (0,041)
Dum_gruppo		-0,0644** (0,032)	-0,0673** (0,032)	-0,0559 (0,034)	-0,0565 (0,035)
Dum_tech		0,1212*** (0,045)	0,1223*** (0,046)	0,1185* (0,045)	0,1183** (0,046)
Dum_finance		0,0148 (0,044)	0,0117 (0,044)	0,0086 (0,044)	0,0065 (0,045)
Intercetta	0,0307 (0,022)	-0,0087 (0,069)	-0,0072 (0,070)	-0,0066 (0,070)	0,0065 (0,045)
<b>STATISTICHE F</b>					
Dum_familiare, Dum_familiare × Dum_CEO_esterno=0				4,22 (0,0170)	4,15 (0,0181)
Peso_indipendenti, Dum_MTA e Dum_STAR=0					
$\bar{R}^2$	0,043	0,133	0,137	0,144	0,144
Numero osservazioni	131	131	131	131	131
Note: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sotto i coefficienti sono riportati gli errori standard;</li> <li>▪ Significatività 10%*, 5%***, 1%***;</li> <li>▪ p-value riportati sotto le statistiche F.</li> </ul>					

**Tabella 46: Tabella 2/2 per l'underpricing calcolato a trenta giorni.**

REGRESSORI	Up_30_gg	Up_30_gg	Up_30_gg	Up_30_gg	Up_30_gg
<b>Dum_familiare</b>	0,0956** (0,037)	0,0959** (0,038)	0,0907** (0,038)	0,0891** (0,039)	0,0937** (0,036)
<b>Dum_part_1_azionista</b>	-0,0327 (0,050)	-0,0347 (0,051)	-0,0372 (0,052)	-0,0388 (0,050)	-0,0376 (0,049)
<b>Dum_familiare × Dum_CEO_esterno</b>	-0,0346 (0,051)	-0,0356 (0,051)	-0,2710 (0,051)	-0,0267 (0,052)	-0,0260 (0,051)
<b>Peso_independenti</b>	0,0625 (0,137)	0,0629 (0,138)	0,0081 (0,138)	0,0567 (0,137)	0,1034 (0,170)
<b>Dum_dual_CEO</b>	0,0457 (0,034)	0,0449 (0,034)	0,0529 (0,036)	0,0506 (0,035)	0,0474 (0,033)
<b>N_amm_CdA</b>		-0,0019 (0,008)			
<b>Peso_donne</b>			0,1587 (0,116)		
<b>Dum_CEO_donna</b>				0,0488 (0,083)	
<b>Dum_MTA</b>					0,0032 (0,064)
<b>Dum_STAR</b>					-0,1029 (0,090)
<b>Fatt_pre_IPO</b>	0,00015 (0,00009)	0,00016 (0,00010)	0,00013 (0,00010)	0,00015 (0,00010)	0,00018 (0,00011)
<b>Quota_inves_ist</b>	0,3043 (0,270)	0,3058 (0,272)	0,2801 (0,271)	0,2977 (0,275)	0,2754 (0,273)
<b>N_IPO_anno</b>	0,00002 (0,002)	0,00002 (0,002)	0,0001 (0,002)	0,00006 (0,002)	0,0003 (0,002)
<b>Dum_greenhoe</b>	0,0214 (0,041)	0,0233 (0,041)	0,0174 (0,041)	0,0195 (0,041)	0,0287 (0,042)
<b>Dum_gruppo</b>	-0,0566 (0,035)	-0,0568 (0,035)	-0,0606* (0,035)	-0,0532 (0,035)	-0,0647* (0,035)
<b>Dum_tech</b>	0,1159** (0,046)	0,1161** (0,046)	0,1179** (0,047)	0,1129** (0,045)	0,1103** (0,047)
<b>Dum_finance</b>	0,0167 (0,044)	0,0201 (0,048)	0,0218 (0,043)	0,0201 (0,044)	0,0139 (0,048)
<b>Intercetta</b>	-0,0434 (0,072)	-0,0328 (0,072)	-0,0502 (0,074)	-0,0450 (0,073)	-0,0561 (0,076)
<b>STATISTICHE F</b>					
<b>Dum_familiare, Dum_familiare × Dum_CEO_esterno=0</b>	3,29 (0,0407)	3,23 (0,0431)	2,89 (0,0596)	2,64 (0,0753)	3,41 (0,0365)
<b>Peso_independenti, Dum_MTA e Dum_STAR=0</b>					0,52 (0,6711)
<b><math>\bar{R}^2</math></b>	0,156	0,156	0,167	0,160	0,170
<b>Numero osservazioni</b>	131	131	131	131	131
<p>Note:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sotto i coefficienti sono riportati gli errori standard;</li> <li>▪ Significatività 10%*, 5%***, 1%***;</li> <li>▪ p-value riportati sotto le statistiche F.</li> </ul>					

## 4.6.2 I risultati

Lo scopo di questo paragrafo è quello di fare un riassunto sui risultati ottenuti dall'analisi econometrica ed effettuare alcune considerazioni. In tutte le regressioni, è stata rilevata una costante, ovvero l'impatto della proprietà familiare sui valori di underpricing che si registrano quando una società decide di quotarsi sul mercato di borsa italiano. In particolare, si ottiene che l'underpricing aumenta tra i 7 ed i 10 p.p. quando la proprietà di un'impresa è detenuta da una famiglia, con un p-value inferiore al 5%. Sono quindi state inserite delle variabili di controllo per catturare l'effetto da fattori omessi. Su questo tema sono stati ottenuti dei risultati piuttosto diversi confrontando l'underpricing calcolato al termine della prima giornata di chiusura delle negoziazioni, e l'underpricing calcolato alla quinta ed alla trentesima giornata. Nel primo caso infatti risultano statisticamente significative l'appartenenza al settore finance e la presenza nell'offerta della clausole di greenshoe esercitabili dal lead underwriter. Nello specifico, in entrambi i casi, come prevedibile dal punto di vista teorico, si ricava che il valore finale dell'underpricing si riduce di circa 5 p.p.. Mentre, per le regressioni con Up\_5\_gg e Up\_30\_gg la variabile che si presenta con un maggior livello di significatività è Dum\_tech, che mostra il delta di underpricing che subiscono le imprese appartenenti al settore tecnologico. Anche in questo vengono rispettate le attese, ovvero l'appartenenza ad un settore in cui si persegue un business con buone prospettive ma con un elevato grado di incertezza, determina un incremento dell'underpricing tra 11 e 12 p.p. rispetto agli altri. Inoltre, l'essere soggetti al controllo di una società madre, che nell'ultima regressione ha una significatività del 10% per Up\_5\_gg e Up\_30\_gg, determina una riduzione dell'underpricing tra i 4 ed i 7 p.p. mostrando un maggior livello di fiducia da parte del mercato per tale tipologia di imprese. Solo nelle prime regressioni, sul valore finale di underpricing calcolato a trenta giorni risulta invece significativa la dimensione dell'impresa che lancia l'IPO, misurata attraverso il parametro fatturato, per poi diventare irrilevante con l'aggiunta dei vari regressori. Sono invece sorprendentemente in tutte e trenta le regressioni staticamente irrilevanti, oltre ad essere quantitativamente non omogenei, i coefficienti della variabile lineare che raccoglie l'effetto della presenza degli investitori

istituzionali e della variabile  $N\_IPO\_anno$ , che invece era stata inserita per verificare la variazione di underpricing in base alla corrente propensione delle imprese al go public. Dopo aver introdotto le variabili di controllo, il primo tema studiato è l'effetto di un particolare meccanismo di bonding, ovvero la sottoscrizione di parte delle azioni oggetto dell'offerta da parte del primo azionista. In tale situazione si è ottenuto una riduzione dell'underpricing di circa il 6 p.p. con una significatività del 10%. L'analisi è quindi proseguita inserendo il termine interagito, per valutare se la differenza di underpricing tra le imprese familiari e non familiari prescinde dal fatto che il controllo venga effettivamente gestito da uno dei membri della famiglia. L'obiettivo era verificare se il mercato mostra verso le imprese a conduzione familiare una sfiducia a priori. Il segno del coefficiente ottenuto di questa variabile è negativo, e cioè si osserva che nel caso di CEO esterno le imprese familiari soffrono di un underpricing inferiore di circa 4 p.p.. Dal punto di vista statistico però, il coefficiente da un livello di significatività del 5% nel momento dell'introduzione della variabile interagita, diventa irrilevante nelle regressioni successive. Si è quindi proseguito inserendo dei regressori per valutare l'impatto dei meccanismi di Corporate Governance. Il primo argomento trattato è la presenza degli amministratori indipendenti all'interno del CdA. Dai precedenti studi teorici si evidenzia che tale figura viene ben vista dal mercato. Questo fenomeno si riconferma in questa analisi. Infatti, con un livello di significatività nelle diverse regressioni tra il 5% ed il 10%, si ottiene una forte riduzione dell'underpricing post-IPO indicativamente tra 1 e 2 p.p. all'aumentare di 10 p.p. del loro peso nel CdA. Si è quindi proseguito affrontando un altro tema rilevante, ovvero l'impatto della forte concentrazione di potere che si presenta quando un amministratore è contemporaneamente CEO e Presidente del CdA. Come prevedibile si ottiene che al presentarsi di tale situazione, l'underpricing cresce di circa 4 p.p.. Nel momento della sua introduzione il coefficiente risulta essere statisticamente nullo, per poi diventare significativo al 10% nell'ultima regressione. Valutando invece l'impatto della dimensione del CdA sull'underpricing, seppure il coefficiente risulti essere come da attese negativo, è statisticamente non significativo. Passando invece all'argomento della diversità di genere, è stato rilevato come questo non



sia un fattore determinante per il mercato nelle decisioni di investimento, e non ha quindi un impatto rimarchevole sull'underpricing. Infine, si è deciso di indagare l'impatto della decisione di quotarsi su un mercato regolamentato. Analizzando coefficiente per coefficiente, risulta che le variabili binarie Dum\_MTA e Dum\_STAR sono statisticamente nulle. Tuttavia, considerando l'alto grado di correlazione di queste due variabili con Peso\_independenti dovuta a delle imposizioni normative per i mercati regolamentati, si è deciso di effettuare un test di ipotesi congiunte, il cui esito è l'impossibilità di rigettare l'ipotesi nulla. Una peculiarità che si ritiene importante evidenziare, è la forte differenza di risultati tra l'underpricing calcolato nella prima giornata di chiusura delle negoziazioni, e l'underpricing calcolato a cinque e trenta giorni. Infatti, bisogna sottolineare che le considerazioni fino ad ora esplicitate valgono esclusivamente per l'underpricing ad un giorno e che l'unica relazione statisticamente significativa per l'underpricing calcolato alla quinta ed alla trentesima giornata di chiusura delle negoziazioni è la natura della proprietà, oltre a Dum\_part\_1\_azionista che nell'ultima regressione per Up\_5\_gg raggiunge un livello di significatività del 10%. Inoltre, mentre i segni dei coefficienti nelle equazioni con Up\_1\_gg come variabile dipendente, sembrano rispettare le aspettative teoriche, lo stesso non vale per Up\_5\_gg ed ancora di più per Up\_30\_gg che talvolta sembrano contrastare con gli studi di letteratura antecedenti. Ad esempio, considerando l'effetto della presenza degli indipendenti nelle regressioni con Up\_30\_gg, contravvenendo a tutti i precedenti studi teorici, risulta anche se non con rilevanza statistica, che tali figure comportano un incremento dell'underpricing. Unitamente al fatto che anche la natura della proprietà riduce il suo livello di significatività a cinque e trenta giorni, è possibile affermare anche in base a quanto espresso nel Capitolo 2, che il fenomeno dell'underpricing è un fenomeno da considerarsi in un brevissimo periodo di tempo. Pertanto, più si allunga l'arco temporale dell'analisi, più è difficile spiegare il suo andamento con le tipiche risultanze teoriche. Infatti, nel lungo periodo il trend dei prezzi tende a riflettere le reali performance delle imprese.

## Conclusioni

La quotazione in borsa è uno dei fenomeni maggiormente discussi nella letteratura riguardante la Corporate Finance e sotto l'attenzione dei diversi legislatori nazionali ed internazionali. L'IPO rappresenta il culmine del percorso di crescita di un'impresa, in quanto unica opportunità di accedere a capitali pressoché "illimitati" per poter finanziare progetti e investimenti. Dall'altra parte, seppure questo concetto sia unanimemente riconosciuto, la realtà è che ci sono alcuni mercati, tra cui quello italiano, che essendo bank-based non hanno sviluppato un sistema borsistico efficiente. Le motivazioni della riluttanza degli imprenditori al go public sono diverse, e partono dai costi fino ad arrivare al timore di perdere il controllo societario. L'argomento centrale di questa tesi è stato l'underpricing un particolare tipo di costo di un'IPO. Per underpricing si intende il fenomeno di sottovalutazione del valore di un'impresa al momento della quotazione in borsa. La caratteristica di questo costo è di presentarsi in dimensione imprevedibile, seppure in letteratura sono stati ampiamente discusse le dinamiche ed i fattori connessi. In questo studio su un campione di 131 IPO italiane tra il 2009 e il 2020, il valore medio riscontrato è intorno al 7/8%, ma ancora più interessante è l'aver condotto l'analisi di questo fenomeno in un prospettiva differente rispetto alla consuetudine. E' stato esaminato il legame tra l'underpricing ed un tema che rappresenta una peculiarità del sistema economico Italia, ovvero la forte presenza della componente famiglia. Nello specifico, si è ottenuto che le imprese a conduzione familiare sono costrette a subire uno sconto superiore di circa 7 p.p. rispetto alle non familiari. Ancora più importante, nonostante la struttura dell'offerta, il bonding e le decisioni di Corporate Governance abbiano un impatto sulle opinioni degli investitori e quindi sull'underpricing, la differenza nella sottovalutazione riscontrata tra le imprese familiari e non familiari non è conseguenza di possibili distorsioni sulle politiche di gestione e Corporate Governance, ma è dovuta intrinsecamente alla struttura dell'azionariato. Inoltre, è stata confermata la rilevanza della Corporate Governance, in particolare l'effetto smorzante della presenza degli amministratori indipendenti all'interno del CdA. Per quanto concerne la diversità di genere, argomento su cui negli ultimi anni

è stata riposta una grande attenzione specie nel Codice di Autodisciplina, non è stata dimostrata alcuna rilevanza statistica sull'underpricing. Tra le diverse osservazioni si riporta che una delle variabili considerate dalla letteratura, tra le più rilevanti nella decisione di go public, ossia la dimensione dell'impresa, non risulta invece significativa per questo fenomeno. Bisogna necessariamente sottolineare che i meccanismi di Corporate Governance non spiegano il valore di underpricing se calcolato nel "lungo" periodo, in questo caso a cinque e trenta giorni, rispetto alla situazione in cui il fenomeno viene studiato al termine della prima giornata di negoziazioni. Tuttavia, la portata di tali risultati non è assoluta e generalizzabile. Infatti, le limitazioni principali dello studio portato avanti in questa tesi sono la piccola dimensione del campione di riferimento utilizzato, a causa sia della difficoltà di reperire dati, ma anche e soprattutto della povertà della popolazione. In particolare, si registra una possibile sottostima delle imprese familiari nel campione di riferimento in seguito alla difficoltà di rilevare un legame tra individui con un diverso cognome. In ottica futura, sarebbe interessante valutare se effettivamente la proprietà familiare è una delle motivazioni che spiegano il mancato sviluppo del mercato di borsa, ed esplorare se ci sono ulteriori fattori determinanti ed in che misura impattano sull'underpricing ed approfondire la profonda differenza rilevata tra l'underpricing nella prima giornata e le successive.

## Bibliografia

Abrardi, L. & Rondi, L., 2020. *Ownership and Control after 25 Years of Corporate Governance Reforms*, s.l.: s.n.

Abrardi, L. & Rondi, L., 2020. Ownership and performance in the Italian stock exchange: the puzzle of family firms. *Journal of Industrial and Business Economics*, 47(4), pp. 613-643.

Akerlof, G. A., 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), pp. 488-500.

Alchian, A. A. & Demsetz, H., 1972. Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review*, 62(5), pp. 777-795.

Arosio, R., Giudici, G. & Paleari, S., 2000. *What Drives the Initial Market Performance of Italian IPOs ? An Empirical Investigation on Underpricing and Price Support*, Seattle: s.n.

Arosio, R., Giudici, G. & Paleari, S., 2020. *Underpricing and Money "Left on the Table" in Italian IPOs*. Lugano, s.n.

Assolombarda, 2010. *Guida pratica alla quotazione*, s.l.: s.n.

Baker, M. & Wurgler, J., 2002. Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), pp. 1-32.

Banca d'Italia, 2018. *20 anni dal TUF (1998-2018): 21 settembre 2019 verso la disciplina della Capital Market Union?*. Roma, s.n.

Banerjee, S., Dai, L. & Shrestha, K., 2010. *Cross-country IPOs: What explains differences in underpricing?*, s.l.: s.n.

Beck, T., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V., 2008. Financing patterns around the world. *Journal of Financial Economics*, 89(3), pp. 467-487.

Boehmer, E. & Ljungqvist, A., 2004. On the decision to go public: Evidence from privately-held firms. *Deutsche Bundesbank, Research Center*.

Borsa Italiana Spa, s.d. *Borsa Italiana Spa*. [Online].

Brounen, D., De Jong, A. & Koedijk, K., 2006. Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30(5), pp. 1409-1442.

Camozzi & Bonisconi, 2006. *Il processo di quotazione: profili giuridici, fiscali ed organizzativi*, Milano: s.n.

Cantamessa, M. & Montagna, F., 2016. *Management of Innovation and Product Development*. Torino: Springer.

Carpenter, R. E. & Rondi Laura, 2006. Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms. *Small Business Economics*, Issue 27, pp. 387-407.

Celia, P., 2008. *Underpricing, oversubscription, ownership dispersion e liquidita' nel mercato secondario: evidenze dalla ultime operazioni italiane*, Verona: s.n.

Cerri, A. & Sottoriva, C., 2020. *Il nuovo Codice di Autodisciplina per le società quotate - 2020*, Milano: s.n.

Cerved, 2018. *Rapporto Cerved PMI 2018*, s.l.: s.n.

Cerved, 2019. *Rapporto Cerved PMI 2019*, Roma: Rotari S.r.l.

Cerved, 2020. *Rapporto regionale PMI 2020*, Roma: Confindustria Servizi Spa.

Commissione Europea, 2019. *2019 SBA Fact Sheet Italy*, s.l.: s.n.

Commissione Europea, 2019. *Annual Report on European SMEs 2018/2019*, s.l.: s.n.

Commissione Europea, 2019. *SME access to finance conditions 2019 SAFE results*, s.l.: s.n.

Commissione Europea, 2020. *Guida dell'utente alla definizione di PMI*, s.l.: s.n.

- Consob , s.d. *Consob*. [Online].
- Consob, 2007. *Regolamento Emittenti*, Roma: s.n.
- Consob, 2013. *L'autodisciplina in materia di Quaderni giuridici corporate governance*, Roma: s.n.
- Consob, 2017. *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*, Roma: s.n.
- Consob, 2019. *Sostenere l'accesso delle imprese al mercato L'impegno della CONSOB*, Roma : s.n.
- Consob, 2019. *Report on corporate governance of Italian listed companies*, s.l.: s.n.
- Consob, 2020. *Bollettino Statistico*, s.l.: s.n.
- Consob, 2020. *Codice di Corporate Governance*, s.l.: s.n.
- Cornelli, F. & Goldreich, D., 2001. Bookbuilding and Strategic Allocation. *The Journal of Finance*, 56(6), pp. 2337-2369.
- DeAngelo, H. & Roll, R., 2015. How Stable Are Corporate Capital Structures?. *The Journal of Finance*, 70(1), pp. 373-418.
- Del Colle, D. M., Bentivogli, C. & Carmignani , A., 2009. Il private equity in Italia. *Banca D'Italia, Questioni di Economia e Finanza*.
- Dell'Acqua, A., Etro, L. L., Murri, M. & Teti, E., 2014. IPO Underpricing and Aftermarket Performance in Italy. *International Journal of Finance and Banking*, 1(5), pp. 30-45.
- Fabrizio, S. & Samà, M., 2001. Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long-run underperformance. *Quaderni di Finanza-Consob*, Issue 44.
- Fan, J. P. H., Titman, S. & Twite, G., 2012. An International comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. *The journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1), pp. 23-56.

Fava, C., 2020. *Corporate Governance and Ownership: evidenza empirica su un campione di società quotate presso la Borsa Italiana*, s.l.: s.n.

Germani, A., 2019. *Per chi sceglie la quotazione da preventivare almeno sei mesi*, s.l.: Il Sole 24 Ore.

Hillier, D. et al., 2018. *Corporate Finance*. Terza Edizione a cura di s.l.: Casa editrice McGraw-Hill Education.

Incorvati, L., 2020. *Aim, capitalizzazione raddoppiata in cinque anni*, s.l.: s.n.

Istat, 2020. *Censimento permanente delle imprese 2019: i primi risultati*, s.l.: s.n.

Jensen, M. C., 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.

Lang, L. H., Stulz, R. & Walkling, R. A., 1989. Managerial performance, Tobin's Q and the gains in tender offers. *Journal of Financial Economics*, 24(1), pp. 137-154.

Lanzavecchia, A. & Mazzonetto, V., 2014. Quanto costa la quotazione di un'azienda?. *Contabilità finanza e controllo-Il Sole 24 Ore*, Issue 2, p. 44.

Levine, R., 2002. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?. *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), pp. 398-428.

Lowry, M., Michaely, R. & Volkova, E., 2017. Initial Public Offerings: A synthesis of the literature and directions for future research. *Working Paper*, pp. 1-157.

Marris, R., 1963. A model of the "managerial" enterprise. *The Quarterly Journal of Economics*, 77(2), pp. 185-209.

Metrick, A. & Ayakp, Y., 2010. Venture capital and other private equity: a survey. *NBER*.

Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2006. *Intervento di coordinamento e adeguamento della normativa del TUB, del TUF e delle altre leggi speciali alle novità introdotte dalla legge sulla tutela del risparmio.*, s.l.: s.n.

Modigliani, F. & Miller, M. H., 1958. The cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297.

Myers, S. C., 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, Issue 39, pp. 575-592.

Myers, S. C. & Majluf, N. S., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Issue 13, pp. 187-221.

Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L., 1998. Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), pp. 27-64.

Politecnico di Milano, 2011. *L'impresa familiare: il finanziamento tra banca, private equity e quotazione in borsa*. Milano, s.n.

PwC, 2017. *Considering an IPO to fuel your company's future? Insight into the costs of going public and being public*, s.l.: s.n.

Ritter, J. R. & Welch, I., 2002. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance*, 57(4), pp. 1795-1828.

Sarale, M. & Rivaro, R., 2018. *Percorsi di Diritto Commerciale*. Torino: C.L.U.T. Editrice.

Sassi, A., 2015. Il ruolo dello sponsor nella definizione e stabilizzazione del prezzo di quotazione all'interno dei processi di IPO.

Taliento, M., 2012. *La valutazione aziendale nell'ottica della quotazione*, s.l.: s.n.



Taliento, M. & Torchetti, A., 2013. *Il ruolo dell'istituto capofila del collocamento azionario*, s.l.: s.n.

Università Cattolica del Sacro Cuore, 2020. *Il nuovo Codice di Autodisciplina per le società quotate - 2020*, Milano: s.n.

Zhang, X. & Su, X., 2018. Why Don't Issuers Get Upset about IPO Underpricing: Evidence from the Loan Market.

Zingales, L. & Rajan, R. G., 1998. Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, Issue 88, pp. 559-587.

