



BORSA ITALIANA®
ITALIAN EXCHANGE

BitNOTES

N. 6 - DICEMBRE 2002

Le potenzialità di crescita
del numero di società
quotate in Borsa

Enrico Pellizzoni

La serie BitNotes è finalizzata alla diffusione delle analisi realizzate in Borsa Italiana o presentate in seminari interni su temi vicini alle problematiche del mercato borsistico. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non sono in alcun modo ascrivibili a orientamenti di Borsa Italiana Spa

Borsa Italiana Spa, Research & Development

Segreteria di redazione: Silvana Maccari, Borsa Italiana Spa, Research & Development

© Dicembre 2002 Borsa Italiana Spa

I diritti di riproduzione, di adattamento totale o parziale e di memorizzazione elettronica con qualsiasi mezzo (compresi microfilm, floppy disk o CD), sono riservati per tutti i Paesi



Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa

Enrico Pellizzoni^a
Dicembre 2002

Abstract

Questa analisi compara la dimensione dei principali mercati azionari europei e analizza le informazioni contenute nell'Archivio Elettronico della Centrale dei Bilanci per stimare la dimensione del bacino di società italiane industriali e dei servizi non finanziari ancora non quotate che presentano caratteristiche strutturali idonee per la quotazione. Il campione viene selezionato e descritto con riferimento alle caratteristiche dimensionali, geografiche, settoriali, di redditività e struttura finanziaria delle imprese. Vengono così quantificati, in termini di numero di società e capitalizzazione, gli spazi di crescita del mercato azionario italiano. Tale stima è affiancata da considerazioni comparative sulle differenze dimensionali e settoriali delle strutture industriali e sulla composizione dei listini dei principali Paesi europei, e dall'analisi delle motivazioni di natura normativa, istituzionale e comportamentale che hanno storicamente influenzato in modo negativo la crescita del mercato azionario italiano e che rappresentano oggi le aree prioritarie di intervento per incrementare il numero di società italiane quotate.

Keywords: equity markets, new listings

JEL: G1, G32

(a) Borsa Italiana Spa, *Research & Development*; e-mail: enrico.pellizzoni@borsaitalia.it
Si ringraziano Mario Anolli, Stefano Fabrizio, Giancarlo Giudici, Alessandra Franzosi, Luca Filippa, Stefano Paleari, Roberto Setola e Giovanni Siciliano per i suggerimenti su una versione preliminare del testo.

The Italian equity market: an estimate of the growth opportunities for the number of listed companies

Enrico Pellizzoni^a
December 2002

Abstract

This paper compares the number of domestic listed companies and the capitalisation of the Italian stock exchange to the other main European equity markets. Through the analysis of the financial information contained in the Archivio Elettronico della Centrale dei Bilanci, an estimate of the number of Italian non financial companies that could be currently listed is provided. The selection criteria include turnover, number of employees, profitability and ownership structure of the firms. The size, sectoral and geographical distribution of this sample is described, and an analysis of the differences in profitability and financial structure of the firms is carried out. The growth opportunities of the Italian equity market in term of number of listed companies and capitalisation are estimated. These results are related to the differences in the industrial structure of the main European countries, to the breakdown by size and sector of the companies listed on the European equity markets, and to the main historical reasons at the root of the relative underdevelopment of the Italian stock exchange. These elements should be taken into consideration to increase the number of Italian listed companies.

Keywords: equity markets, new listings

JEL: G1, G32

(a) Borsa Italiana Spa, *Research & Development*; e-mail: enrico.pellizzoni@borsaitalia.it

The author thanks Mario Anolli, Stefano Fabrizio, Giancarlo Giudici, Alessandra Franzosi, Luca Filippa, Stefano Paleari, Roberto Setola and Giovanni Siciliano for the useful comments on a preliminary version of the paper.



1. Introduzione

Il presente lavoro ha l'obiettivo di quantificare le possibilità di crescita del mercato azionario italiano per numero di società quotate, proponendo alcuni spunti di riflessione attraverso il raffronto tra la struttura industriale dei principali Paesi europei e la composizione dei listini nazionali. La rilevanza di un ulteriore sviluppo del mercato azionario italiano trova spunto nella constatazione di come, a fronte della notevole crescita registrata nell'ultimo decennio, si assiste ancora oggi a un sottodimensionamento rispetto agli altri principali mercati del nostro continente.

Gli effetti positivi che il grado di sviluppo del sistema finanziario (e in particolare del mercato azionario) può esercitare sui livelli di crescita dei sistemi economici sono ampiamente valutati nella letteratura accademica. Anche se l'evidenza empirica sul tema si è sviluppata solo recentemente, vari studi sembrano rilevare correlazioni positive tra variabili descrittive dello sviluppo dei sistemi finanziari nazionali - tra i quali i livelli di liquidità e capitalizzazione dei mercati azionari, l'ampiezza degli affidamenti bancari alle imprese e altri indicatori di efficienza del sistema bancario - e il livello di crescita generale dell'economia, misurata in termini di tassi di crescita della produzione pro-capite o di tassi di investimento reali. Demiurgic-Kunt e Maksimovic (1998), attraverso l'analisi di micro-dati aziendali, calcolano la percentuale di imprese che sono cresciute a tassi più elevati di quelli sostenibili con il solo autofinanziamento in 36 Paesi, e verificano come questa percentuale sia più elevata nei Paesi con sistemi finanziari più evoluti, e laddove lo sviluppo del mercato azionario (misurato in termini di livelli degli scambi) è maggiore. Levine e Zervos (1998) evidenziano che diverse misure di liquidità dei mercati azionari (oltre a indicatori di sviluppo del sistema bancario) sono positivamente correlate a indicatori di crescita sistemica (tasso di crescita della produzione pro-capite, accumulazione di capitale, crescita della produttività). Andrés, Hernando e Lopez-Salido (1999) rilevano una simile relazione positiva in uno studio su 21 paesi Ocse, attraverso un modello in cui la capitalizzazione complessiva del mercato azionario è inclusa tra le variabili esplicative¹. Rajan e Zingales (1998) infine dimostrano come i Paesi con un maggiore livello di sviluppo del sistema finanziario (misurato attraverso il rapporto tra il livello degli affidamenti bancari al settore privato e il rapporto tra capitalizzazione del mercato azionario e prodotto interno lordo) siano soggetti, nel medio termine, a tassi di crescita del valore aggiunto più elevati in quelle industrie che maggiormente necessitano di risorse esterne per finanziare lo sviluppo della propria attività.

Anche se dal punto di vista empirico non esiste ancora prova robusta dell'effettiva esistenza di una relazione causale tra il livello di ampiezza e sviluppo dei sistemi finanziari e i tassi di crescita delle economie nazionali - e quindi non solo dell'esistenza di semplici correlazioni positive tra indicatori - è invece evidente come la disponibilità per le imprese di un mercato azionario sviluppato ed efficiente costituisca un fattore rilevante a livello *firm specific*, poiché mette a disposizione una fonte alternativa di reperimento di

(1) Altri studi simili sono Bassanini, Scarpetta e Hemmings (2001) e Leahey, Schich et al. (2001).

risorse finanziarie a supporto della crescita aziendale e una modalità per gli imprenditori di diversificare il proprio patrimonio (Chemmanur e Fulghieri, 1999). La quotazione in Borsa offre di per sé la possibilità di un più agevole accesso alla raccolta di capitale di rischio nella misura in cui esistano, per vari motivi, vincoli di autofinanziamento o di finanziamento esterno attraverso il canale del debito (funzione di *capital raising*). La rilevanza di questa opportunità è ovviamente diversa nelle fasi del ciclo di sviluppo dell'impresa e in funzione della velocità della crescita aziendale richiesta dalle differenti condizioni competitive. In un contesto quale quello italiano, caratterizzato da imprese di piccole e medie dimensioni, spesso operanti in specifiche nicchie di mercato, sempre più soggette alla competizione internazionale e all'impatto dell'evoluzione tecnologica, e non più in grado di beneficiare delle svalutazioni del tasso di cambio, queste opportunità appaiono di particolare rilevanza.

Funzione non meno importante della precedente, l'accesso al mercato azionario rende possibile una più efficiente allocazione dei rischi all'interno del sistema economico, muovendo le risorse degli azionisti venditori su nuovi progetti (funzione di *risk sharing*), incrementando la liquidità dei loro investimenti (funzione di *liquidity provision*) e rendendo disponibili agli investitori nuove possibilità di diversificazione del proprio portafoglio.

Va infine ricordato che l'esistenza di un mercato finanziario sviluppato, liquido ed efficiente genera esternalità positive sulla creazione di nuove imprese, specie nei settori innovativi (si veda Michelacci e Suarez, 2000): già Schumpeter all'inizio del secolo sottolineava la rilevanza del finanziamento dell'attività innovativa in condizioni di crescente complessità organizzativa e tecnologica. Le condizioni istituzionali che favoriscono la quotazione di società in settori a elevato contenuto tecnologico generano infatti disponibilità di "capitale informato" (*venture capital, private equity*) che, stimolando la creazione e agevolando lo sviluppo di nuove imprese, genera effetti positivi sul livello di benessere generale (Barry, 1990).

Se quindi il ricorso al mercato borsistico - in quanto componente del sistema finanziario nazionale - è in grado di assicurare maggiori opportunità a imprese, imprenditori e investitori, e di favorire i processi di crescita a livello sistemico, particolare attenzione dovrebbe essere dedicata alla costruzione di soluzioni di contesto meglio in grado di favorire tale processo, in termini di dimensioni ed efficienza del mercato, ed efficacia delle regole che ne interessano il funzionamento. Inoltre, come sottolineato in Pagano (1993) e Subrahmanyam e Titman (1999), l'esistenza di condizioni di contesto favorevoli alla quotazione è particolarmente rilevante in quanto il diverso livello di sviluppo dei mercati azionari può essere spiegato attraverso l'esistenza di esternalità positive per le imprese quotate derivanti dall'accesso a mercati il più possibile ampi e liquidi. Le condizioni regolamentari e normative che agevolano l'accesso al mercato sono necessarie per coordinare i comportamenti delle imprese verso percorsi in grado di autoalimentarsi e sostenerne la crescita, una volta attivati.

Il tema è ampio e riguarda una serie di miglioramenti sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta, per evitare il costituirsi di un "circolo vizioso che va dalla piccola dimensione delle imprese alla bassa domanda di servizi finanziari", a causa del quale "le



imprese mancano di cogliere favorevoli opportunità di investimento e di crescita” (Banca d’Italia, 2002). In particolare è necessario creare meccanismi di *governance* più efficaci nelle imprese, stimolare la costituzione di investitori istituzionali che valorizzino l’investimento anche in società di medie e piccole dimensioni - per valorizzare al meglio l’*asset class* delle piccole e medie imprese, creando così maggiore *appeal* per l’operazione di quotazione - evitare di sfavorire, come spesso successo in passato, il finanziamento tramite *equity* rispetto al finanziamento tramite debito e infine intervenire con un’opera di comunicazione e formazione sulle attitudini individuali degli imprenditori, che sembrano ancora costituire una delle maggiori cause della scarsa propensione alla quotazione da parte delle imprese italiane.

Il presente lavoro vuole costituire una premessa all’analisi di tali fattori - che sarà oggetto di indagine approfondita in lavori di prossima pubblicazione - e si focalizza sull’offerta potenziale di quotazione attraverso la quantificazione della reale dimensione del bacino di società effettivamente quotabili oggi presente in Italia. Tale bacino costituisce, in un contesto imprenditoriale di grande vitalità quale quello italiano, un elemento rilevante. L’analisi mira a quantificare la dimensione di crescita potenziale del numero di società quotate, a segmentare il campione di società quotabili per caratteristiche dimensionali, settoriali, di performance e di struttura finanziaria, e a individuare eventuali caratteristiche specifiche delle società non ancora approdate sul mercato.

Il lavoro è articolato come segue: il capitolo 2 mette a confronto la dimensione e la composizione dei listini dei principali Paesi europei, allo scopo di evidenziare eventuali differenze dimensionali e/o settoriali nella loro composizione². Le evidenze rilevate vengono associate al confronto internazionale sulla dimensione e composizione dei sistemi industriali dei relativi Paesi. La lettura congiunta dei dati ha l’obiettivo di evidenziare eventuali differenze alla base delle quali si potrebbero trovare motivazioni di natura industriale in grado di giustificare l’attuale diversa dimensione dei mercati azionari.

Il terzo capitolo focalizza l’attenzione sull’Italia, allo scopo di quantificare la dimensione del bacino di imprese quotabili, che costituisce le basi di potenziale crescita del mercato azionario. Il campione viene analizzato in termini di ripartizione settoriale, dimensionale e geografica, e vengono descritti i principali indicatori finanziari delle imprese che lo costituiscono.

Nel quarto capitolo vengono proposte alcune riflessioni sui motivi che hanno storicamente condotto a un limitato ricorso alla quotazione da parte delle imprese italiane, e vengono proposti alcuni spunti sulle modalità grazie alle quali potrebbero essere innovate le condizioni di contesto che influenzano la scelta della quotazione da parte delle imprese, incentivandone in questo modo l’accesso al mercato.

Il quinto capitolo traccia le principali conclusioni del lavoro.

(2) A eccezione del capitolo 2, dove vengono effettuati confronti di natura generale, il lavoro si focalizza sulle imprese operanti nei settori diversi dall’intermediazione finanziaria. Restano invece incluse le attività a essa ausiliarie (sulla base della classificazione Nace Rev.1 sono quindi presenti le società appartenenti al gruppo J, codici 65 e 66). La classificazione Nace Rev.1, utilizzata a livello comunitario (Eurostat), è omologa a quella attualmente adottata dall’Istituto Nazionale di Statistica (Ateco 91).

2. Dimensione dei listini e caratteri strutturali delle economie dei principali Paesi europei

I dati riportati in tavola 1 evidenziano come, nonostante la significativa crescita nell'ultimo decennio, il mercato azionario italiano presenti ancora un rilevante *gap* dimensionale rispetto ai principali mercati europei. La quarta posizione raggiunta per capitalizzazione a fine 2001 (con un dato complessivo per Borsa, Nuovo Mercato e Mercato Ristretto di 592,3 miliardi di euro) dopo Regno Unito (2.442,4), Francia (1.319,3) e Germania (1.203,7), che si conferma anche considerando un raffronto più allargato che include altri mercati di dimensioni rilevanti quali Svizzera, Svezia e Finlandia, è stata frutto di un percorso di rapida crescita che ha interessato il mercato italiano nel corso degli anni Novanta.

Dal 1990 a fine 2001, la capitalizzazione complessiva è cresciuta in Italia al tasso annuo del 15,8%, a fronte del 14,5% per il mercato tedesco, dell'11,7% per il mercato inglese, del 16,5% per l'insieme di Francia, Olanda e Belgio e del 20,9% del mercato spagnolo³. Da fine 1997 a oggi la crescita annua è stata in Italia del 17,1%, contro il 12,2% della Germania, il 5,2% del Regno Unito e il 15,1% per Francia, Belgio e Olanda. Ciò nonostante, la capitalizzazione del mercato italiano resta in valore assoluto pari a circa la metà del valore dei mercati tedesco e francese e circa 4 volte inferiore al mercato inglese.

Tavola 1 - Numero e capitalizzazione delle società nazionali quotate per le principali Borse europee (1990-2001, dati a fine anno)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Numero di società nazionali quotate												
Italia ⁽¹⁾	266	270	263	255	256	250	244	235	239	264	291	288
Belgio ⁽²⁾	179	176	171	165	162	150	143	138	146	159	161	116
Francia ⁽²⁾	871	839	786	726	724	710	702	740	914	968	1 021	791
Germania ⁽³⁾	656	665	665	664	666	678	681	700	741	933	744	749
Olanda ⁽²⁾	203	204	187	....	....	184	185	199	225	233	234	182
Spagna ⁽⁴⁾	427	431	401	374	374	362	357	384	479	718	1 020	1 458
UK ⁽⁵⁾	1 701	1 621	1 918	1 927	1 747	1 971	2 091	2 046	1 957	1 826	1 926	1 923
Capitalizzazione delle società nazionali quotate (MD euro)												
Italia ⁽¹⁾	118.1	94.3	99.1	95.8	155.8	171.7	202.7	314.7	485.2	726.6	818.4	592.3
Belgio ⁽²⁾	50.3	55.3	52.8	70.1	66.6	74.2	94.6	127.6	209.2	183.7	196.7	186.3
Francia ⁽²⁾	243.7	295.4	294.5	410.0	367.8	372.8	469.3	620.3	844.4	1 499.5	1 540.8	1 319.3
Germ. ⁽³⁾	271.4	305.0	287.3	409.1	395.7	422.5	528.7	758.7	931.6	1 428.9	1 352.9	1 203.7
Olanda ⁽²⁾	91.9	105.7	111.4	161.0	176.8	208.5	297.3	431.1	517.8	693.6	682.2	564.9
Spagna ⁽⁴⁾	64.9	74.0	68.2	102.1	97.8	110.0	151.4	266.0	342.7	430.7	537.1	525.8
UK ⁽⁵⁾	723.8	867.3	1 006.9	1 276.9	1 202.0	1 424.3	1 594.6	1 992.3	2 342.0	2 909.2	2 871.3	2 442.4

(1) Include le società quotate in Borsa, sul Nuovo Mercato e sul Mercato Ristretto

(2) Il dato per il 2001 è riferito alle società quotate su Euronext. La discontinuità nella produzione delle statistiche ha influenzato il dato più recente

(3) Include le società quotate sul mercato principale (Amtlicher Handel), sul Neuer Markt e sul Geregelter Markt. Non include le società del Freiverkehr Markt

(4) Il dato non è direttamente confrontabile con quello degli altri Paesi, poiché include anche Sim e Simcav (Sociedades de Inversion Mobiliaria e Sociedades de Inversion Mobiliaria de Capital Variable, negoziate solo alle grida e sostanzialmente illiquide)

(5) Include le società quotate sul mercato principale e sull'Aim (entrambi gestiti dal London Stock Exchange)

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Fese, Wfe e singole Borse

(3) Dati di variazione calcolati al netto della variazione dei tassi di cambio nel periodo 1990-2001.



Il quarto posto in Europa per capitalizzazione non trova però riscontro nella crescita del numero di società quotate, che rappresenta il fattore di crescita dei dati di capitalizzazione meglio correlato all'incremento di rappresentatività del listino azionario all'interno dell'economia nazionale.

Le società domestiche quotate in Italia erano a fine 2001 solo 288, a fronte di valori nettamente superiori negli altri principali mercati considerati (1.923 per il Regno Unito, 791 per la Francia e 749 per la Germania). Il numero di società domestiche quotate in Italia è inferiore anche alla Grecia (331) e simile a quello di Svezia (285) e Svizzera (263). Nel decennio 1990-2000 il numero di società quotate è cresciuto in Italia del 9,4%, meno della Germania (+13,4%), del Regno Unito (+13,2%) e della Francia (+17,2%). Solo dalla fine del 1997 il numero di società quotate è cresciuto in modo significativo (+23,8%), più del mercato tedesco (+6,3%) e inglese (+5,9%), anche se meno del mercato francese (+38,0%). La distanza che separa l'Italia dai principali Paesi europei resta comunque ancora rilevante in termini assoluti. I tassi di crescita del mercato italiano, anche se in linea o più elevati rispetto agli altri mercati, non si sono quindi nel decennio dimostrati sufficienti per colmare la distanza dovuta a un punto di partenza inferiore, sia in termini di numero di società quotate sia in termini di capitalizzazione.

I dati evidenziati in tavola 2 mostrano come la minor dimensione del mercato italiano non si registri solo in termini assoluti: lo stesso *ranking* viene evidenziato anche normalizzando la dimensione dei mercati rispetto a quella delle economie cui gli stessi fanno riferimento.

Tavola 2 - Prodotto interno lordo, numero di imprese attive nei principali Paesi europei e rapporto con la dimensione dei mercati azionari nazionali

	Italia	Germania	UK	Francia	Olanda	Belgio	Spagna	EU15
Indicatori economici								
Prodotto interno lordo (MLD euro)								
- anno 1997	1 026.3	1 874.6	1 302.7	1 250.7	333.7	217.5	494.1	8 932.8
- anno 2001	1 216.7	2 066.1	1 586.9	1 464.6	424.8	256.6	650.2	10 721.5
Imprese attive, escluse le società individuali (dati in migliaia, anno 1997): tutti i settori								
- numero	1 804.4	2 179.9	1 232.2	1 147.0	304.1	151.2	1 064.2	9 140.0
- numero di addetti	12 291.8	27 742.0	18 572.6	14 420.9	5 028.6	2 623.4	9 299.9	100 651.8
Imprese attive, escluse le società individuali (dati in migliaia, anno 1997): società non finanziarie ⁽¹⁾								
- numero	1 778.3	2 143.8	1 209.3	1 134.2	295.3	149.9	1 051.0	9 005.4
- numero di addetti	11 764.3	26 550.7	17 592.4	13 807.8	4 808.7	2 517.5	8 924.4	96 198.7
Numero di imprese attive ogni 100 000 abitanti (anno 1997)								
- Industria ed energia	989	395	573	416	284	453	604	547
- Servizi	4 990	3 295	3 851	3 136	2 876	4 001	4 930	3 808
Rapporto tra dimensione dei mercati azionari e indicatori economici								
Capitalizzazione/Pil								
- anno 1990	17.3%	18.1% ⁽²⁾	80.9%	24.1%	37.8%	30.8%	20.8%	..
- anno 1993	11.9%	24.8%	123.8%	37.2%	58.7%	37.9%	26.7%	..
- anno 1997	30.7%	40.5%	152.9%	49.6%	129.2%	58.7%	53.8%	..
- anno 2001	48.7%	58.3%	153.9%	90.1%	133.0%	72.6%	80.9%	..
Numero di società quotate a fine 1997								
- per 1 000 imprese attive, escl. società individuali	0.13	0.32	1.66	0.65	0.65	0.91	0.36	..

(1) Sono esclusi i servizi finanziari, a eccezione delle attività a essi ausiliarie. I dati sono al 1997 per i vari Paesi e al 1996 per l'aggregato EU15

(2) Dato stimato

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Eurostat, Wfe e Datastream

Per ottenere confronti significativi sulla dimensione dei mercati è infatti necessario tenere in considerazione in prima battuta almeno la sottostante dimensione delle economie nazionali, che definisce l'ampiezza del "bacino potenziale" di società dalle quali le Borse possono attingere⁴.

Il livello del rapporto tra capitalizzazione e prodotto interno lordo, seppur soggetto a limiti nell'evidenziare il peso del mercato azionario rispetto alla dimensione dell'economia nazionale e nel raffronto tra diversi Paesi⁵, è in Italia il più basso tra i principali Paesi europei: raggiunge a fine 2001 il 48,7%, contro il 58,3% della Germania, il 72,6% della Spagna e dati superiori all'80% negli altri Paesi (oltre il 100% in Gran Bretagna e Olanda). Nonostante i progressi compiuti negli ultimi anni, questo differenziale si è solo in parte ridotto dalla fine del 1997, quando il rapporto tra capitalizzazione e Pil era pari in Italia al 30,7% contro il 40,5% per il mercato tedesco, il 49,6% per il mercato francese e dati superiori al 50% per Regno Unito, Spagna, Olanda e Belgio.

Il sottodimensionamento del mercato italiano, una volta considerata la dimensione delle economie nazionali, è ancora più evidente in rapporto al numero di società quotate. A fine 1997 (ultimo anno per cui si dispone di dati omogenei *cross country* sul numero di società attive) il numero di società quotate per ogni 1.000 imprese attive, escluse le imprese individuali, era in Italia pari a 0,13, il valore nettamente più basso tra i 7 Paesi considerati e ben al di sotto non solo di Francia, Olanda, Belgio e Regno Unito (tutte con valori superiori a 0,65) ma anche di Germania e Spagna (rispettivamente 0,32 e 0,36)⁶. Anche considerando il numero di società quotate a fine 2001 per tener conto della maggior crescita del mercato italiano nell'ultimo quadriennio (ipotizzando quindi che il numero di società attive non si sia modificato rispetto al 1997) i risultati non sono molto diversi: il dato sale a 0,16 per l'Italia, contro 0,34 per la Germania, 0,69 per la Francia, 0,57 per il Belgio, 0,60 per l'Olanda e oltre 1,50 per il Regno Unito.

Questa tendenza si conferma anche con riferimento alle sole società non finanziarie (attive quindi nei settori industriali e dei servizi non finanziari), visto che il rapporto tra numero di società attive a fine 1997 e numero di società quotate a fine 2001 in questi settori rimane su valori pressoché analoghi a quelli registrati per il totale del mercato (0,12 per l'Italia, 0,37 per la Germania, 0,58 per la Francia e 1,19 per il Regno Unito).

L'analisi delle motivazioni alla base delle differenze *cross country* evidenziate deve approfondire almeno quattro ordini di considerazioni, ciascuna delle quali può contribuire a giustificare i risultati ottenuti, a parità di altre condizioni:

(4) Nei paragrafi 2.1 e 2.2 si introdurranno inoltre considerazioni comparative che interessano la struttura dimensionale e settoriale delle diverse economie nazionali. Per effettuare confronti omogenei si è inoltre fatto riferimento alle sole società nazionali quotate.

(5) Oltre a essere un indicatore fortemente influenzato dell'andamento dei corsi azionari, il valore assoluto del rapporto tra capitalizzazione e Pil risente del peso assunto dalle partecipazioni detenute da società quotate in altre società quotate, che può gonfiare il livello di capitalizzazione complessiva attraverso un *multiple counting* del valore di tali partecipazioni. Laddove l'entità delle partecipazioni a cascata o incrociate è rilevante, il dato di capitalizzazione sovrastima l'effettivo valore economico complessivo del mercato e quindi il rapporto capitalizzazione/Pil. L'uso di tale rapporto per confronti *cross country* subisce quindi la diversa rilevanza del fenomeno nei vari Paesi.

(6) L'indicatore risente della diffusione, largamente presente in Italia, del fenomeno dei gruppi di imprese. In presenza di strutture di gruppo, dove una sola società è di fatto quotabile sul mercato in rappresentanza dell'intero gruppo, il numero di imprese attive sovrastima il numero di imprese attive indipendenti e quindi quotabili. Viene di conseguenza sottostimato anche il rapporto tra il numero di società quotate e il numero di imprese attive effettivamente quotabili.



- l'esistenza di diverse caratteristiche dimensionali nella struttura industriale dei vari Paesi, che definisce una diversa numerosità di società effettivamente quotabili e, quindi, un diverso numero di società quotate⁷;
- la composizione settoriale delle economie nazionali, per evidenziare la maggiore o minore presenza di settori con caratteristiche strutturali più favorevoli alla quotazione;
- le differenti caratteristiche delle società fino a oggi quotate nei diversi mercati, per evidenziare se in qualcuno di essi vi siano dei gruppi di società quotabili non ancora adeguatamente rappresentati;
- l'esistenza di una diversa propensione alla quotazione, giustificabile attraverso una disomogenea valutazione del *trade off* tra costi e vantaggi dell'accesso al mercato azionario da parte delle imprese, e/o dall'esistenza di fattori istituzionali, fiscali e regolamentari differenziali nei diversi Paesi che abbiano storicamente influenzato lo sviluppo dei mercati.

Mentre i primi due aspetti, che saranno oggetto del presente capitolo, sono esogeni all'attività delle Borse (essendo legati alla struttura industriale delle diverse economie), il terzo e il quarto punto lo sono solo in parte, potendo essere influenzati rispettivamente dalle competenze regolamentari in tema di scelte dei requisiti di ammissione alla quotazione e dalle attività di marketing e comunicazione che le società di gestione dei mercati possono mettere in atto in modo diretto. Nel capitolo 4 si ritornerà sulle possibili motivazioni relative all'esistenza di una diversa propensione alla quotazione da parte delle imprese italiane.

2.1 Gli effetti della struttura dimensionale delle imprese

La misurazione di indicatori della "propensione alla quotazione" da parte delle imprese, che sembra rappresentare un importante elemento per cercare di spiegare la diversa dimensione dei mercati, dovrebbe in verità considerare il bacino di società effettivamente "quotabili" - ossia con le caratteristiche strutturali idonee a un'ipotesi di accesso al mercato azionario - e non la generalità delle imprese⁸. Ciò nonostante, a causa della mancanza di una stima omogenea sul numero di società quotabili nei principali Paesi europei, si rende necessario ripiegare su indicatori indiretti o su approssimazioni dell'indicatore ideale che rapporta il numero di società quotate e quotabili, quali il rapporto tra società quotate e società che superano una certa soglia dimensionale⁹. Sembra in particolare opportuno focalizzare l'attenzione sul numero di imprese con almeno 50 addetti. Dai dati in tavola 3 emergono varie considerazioni significative:

(7) Visto che per le piccole e medie imprese la quotazione risulta più difficile (poiché i costi legati alla quotazione sono almeno in parte di natura fissa e inversamente proporzionali alla liquidità del titolo, a sua volta direttamente legata alla dimensione aziendale) i Paesi che presentano un maggior peso economico del settore delle piccole e medie imprese dovrebbero mostrare, in termini relativi, un minor numero di società quotate.

(8) Un tentativo di stimare in modo omogeneo il numero di società quotabili nei principali Paesi europei è riportato in "Le piccole e medie imprese in Europa e la Borsa" in Ref.Irs (2002). Lo studio evidenzia un numero di società quotabili pari a 1.841 in Italia, 2.226 in Francia e 1.284 in Germania.

(9) Il gruppo delle società con almeno 50 addetti, cui si farà qui riferimento, rappresenta a livello macroeconomico la classe delle medio-grandi imprese. Le imprese con oltre 250 addetti rappresentano la classe delle grandi imprese.

- in termini relativi, le imprese con oltre 50 addetti hanno in Italia un'incidenza inferiore rispetto agli altri Paesi (sia per numero di unità che per occupati complessivi)¹⁰. In Italia sono infatti solo l'1% del numero totale, contro il 2,6% in Germania e il 2,4% in Francia e nel Regno Unito, e occupano il 36,5% degli addetti totali, contro il 54,0% in Germania, il 64,9% nel Regno Unito e il 53,0% in Francia;
- nonostante l'elevata numerosità complessiva delle imprese italiane, già evidenziata in tavola 2, in termini assoluti il numero di imprese con oltre 50 addetti è il più basso tra i principali Paesi. A fronte di circa 19.000 società in Italia, ve ne sono 56.900 in Germania, 27.900 in Francia e 30.100 nel Regno Unito;
- le società italiane con oltre 250 addetti sono circa 3.800, contro 13.400 in Germania, 4.600 in Francia e 6.700 nel Regno Unito. Il peso delle grandi imprese è il più basso tra i principali Paesi europei per numero di società attive e numero di addetti;
- il numero di società quotate a fine 1997 per ogni 1.000 imprese con più di 50 addetti è pari per il nostro Paese a 12,4 contro valori pari a 12,3 per la Germania, 17,6 per l'Olanda, 22,6 per la Spagna, 26,5 per la Francia e oltre 30 per Belgio e Regno Unito;

Tavola 3 - Caratteristiche della struttura dimensionale delle imprese nei principali Paesi europei (anno 1997)

	Italia	Germania	UK	Francia	Olanda	Belgio	Spagna	EU15
Ripartizione del numero di imprese (escluse le società individuali) per classe dimensionale								
- 1-9 addetti	90.1%	81.4%	85.1%	86.0%	82.2%	82.4%	88.1%	86.1%
- 10-49 addetti	8.8%	16.0%	12.5%	11.5%	14.1%	14.8%	10.3%	11.9%
- 50-250 addetti	0.8%	2.0%	1.9%	2.0%	3.1%	2.1%	1.4%	1.6%
- oltre 250 addetti	0.2%	0.6%	0.5%	0.4%	0.7%	0.7%	0.2%	0.4%
Ripartizione del numero di imprese con oltre 50 addetti								
- 50-250 addetti	80.0%	76.5%	77.8%	83.3%	81.8%	75.0%	85.7%	80.0%
- oltre 250 addetti	20.0%	23.5%	22.2%	16.7%	18.2%	25.0%	14.3%	20.0%
Ripartizione degli addetti impiegati (escluse le società individuali) per classe dimensionale								
- 1-9 addetti	40.1%	25.0%	19.1%	25.8%	21.4%	30.2%	35.2%	27.1%
- 10-49 addetti	23.4%	21.0%	16.0%	21.3%	18.6%	19.1%	24.6%	20.9%
- 50-250 addetti	13.1%	11.7%	13.4%	16.2%	19.9%	13.0%	15.4%	14.5%
- oltre 250 addetti	23.4%	42.3%	51.5%	36.8%	40.1%	37.7%	24.8%	37.5%
Ripartizione degli addetti impiegati nelle imprese con oltre 50 addetti								
- 50-250 addetti	64.0%	64.2%	54.4%	56.8%	48.4%	59.5%	61.5%	58.9%
- oltre 250 addetti	36.0%	35.8%	45.6%	43.2%	51.6%	40.5%	38.5%	41.1%
Imprese attive con oltre 50 addetti								
- Numero (in migliaia)	19.0	56.9	30.1	27.9	11.3	4.2	17.0	184.3
- Numero medio di addetti	236.3	263.0	400.6	274.2	266.0	319.1	219.4	284.6
- Numero di società quotate ogni 1 000	12.4	12.3	68.0	26.5	17.6	32.9	22.6	..
Imprese attive con oltre 250 addetti								
- Numero (in migliaia)	3.8	13.4	6.7	4.6	2.1	1.0	2.4	36.9
- Numero medio di addetti	756.7	875.9	1 431.3	1 142.3	978.1	948.9	948.9	1 025.7
- Numero di società quotate ogni 1 000	61.9	52.3	306.3	159.4	96.5	132.4	157.7	..

Le mancate quadrature nelle somme sono dovute ad arrotondamenti
Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Eurostat

(10) A ulteriore sostegno del maggior peso delle piccole e medie imprese in Italia, le società della classe fino a 9 addetti contano per il 90,1% in termini di numerosità e hanno un peso sull'occupazione complessiva pari al 40,1%. Entrambi questi dati sono i più elevati tra i principali Paesi europei (tavola 3).



- in relazione all'aspetto dimensionale, la ripartizione percentuale tra società nella fascia 50-250 dipendenti (medie imprese) e oltre 250 addetti (grandi imprese) non presenta sostanziali differenze *cross country* (circa l'80% delle imprese è nella fascia tra 50 e 250 addetti);
- il numero medio di occupati delle principali società italiane è inferiore alla media europea: considerando le imprese con oltre 50 addetti, tale numero è pari a 236,3 per l'Italia, dato superiore solo a quello della Spagna (219,4). Il numero medio di addetti per la sola categoria delle grandi imprese (756,7) è il più basso tra tutti quelli registrati.

Semberebbero quindi almeno due i fattori che concorrono alla minore dimensione del mercato borsistico italiano, in termini di numero di società quotate, rispetto ai principali *competitors* europei, mentre un terzo elemento, seppur rilevante, vede l'Italia allineata agli altri Paesi considerati:

- il bacino di società italiane con caratteristiche idonee alla quotazione è inferiore rispetto a quello dei Paesi più direttamente concorrenti: ciò vale sia se si considera come "soglia di quotabilità" quella dei 50 addetti, sia quella dei 250 addetti¹¹;
- come evidenziato dai rapporti tra numero di società quotate e numero di imprese quotabili (con oltre 50 o oltre 250 addetti), la bassa consistenza numerica del gruppo di società italiane di medie-grandi dimensioni giustifica la minore dimensione del mercato azionario solo rispetto al mercato tedesco. Nel confronto con gli altri casi, un effetto molto rilevante viene giocato da una diversa "propensione alla quotazione" da parte delle imprese¹²;
- a parità di altre condizioni, la ripartizione del numero di imprese nelle fasce di media (50-250 addetti) e grande dimensione (oltre 250 addetti) è invece simile e non sfavorisce il contesto italiano: non esiste in altre parole una "polarizzazione" delle imprese quotabili verso le categorie di minori dimensioni, per le quali potrebbero esservi maggiori difficoltà per l'accesso al mercato.

Ulteriori considerazioni interessanti in questa direzione possono essere ottenute analizzando la composizione dei listini per descrivere la tipologia delle società fino a oggi quotate. Resta infatti da chiedersi se i differenti livelli di propensione alla quotazione evidenziati rispetto alla totalità delle imprese siano l'effetto di comportamenti generalizzati o se possano essere attribuiti a specifiche categorie di società finora poco presenti sul listino. Facendo riferimento al parametro dimensionale, si osserva come l'incidenza numerica delle imprese a bassa capitalizzazione sia molto differente nei vari mercati (tavola 4). A fronte di una composizione delle Borse europee caratterizzata da un numero consistente di imprese classificabili nella categoria delle *small caps*, a eccezione della Spagna (il

(11) Poiché è obiettivo del lavoro stimare in modo puntuale la dimensione del bacino di società italiane quotabili in Borsa, nell'analisi successiva si è cercato di superare i limiti della definizione di quotabilità adottata per il calcolo di questi indicatori, utilizzando criteri più stringenti che sono descritti con dettaglio nel capitolo 3.

(12) Per tener conto della crescita del mercato italiano nell'ultimo quadriennio è possibile calcolare il rapporto tra società quotate e quotabili anche con riferimento al numero di società quotate a fine 2001. Il *ranking* in base a tale rapporto non muta la situazione in modo considerevole (15,2 per l'Italia, 29,9 per la Francia, 13,2 per la Germania e 63,9 per la Gran Bretagna). Ancora oggi la propensione alla quotazione da parte delle imprese italiane sembra quindi notevolmente inferiore - ad eccezione del caso tedesco - rispetto a quanto accade negli altri Paesi europei.

cui dato esclude Sim e Simcav) il mercato italiano presenta la minore incidenza di società con capitalizzazione fino a 100 milioni di euro (che possiamo definire, per semplicità, *micro caps*). Appartengono a questa classe dimensionale il 40,5% del numero delle società italiane quotate, contro il 48,7% dell'Olanda e valori superiori al 50% negli altri mercati (57,9% in Francia, 64,5% nel Regno Unito e 69,8% in Germania). Il mercato italiano risulta sottopesato, seppur in maniera minore, anche considerando il gruppo di società con capitalizzazione fino a 300 milioni di euro: tale classe incide per il 67,6% in Italia, il 74,4% in Francia, il 78,5% nel Regno Unito e l'85,3% in Germania.

Tavola 4 - Distribuzione dimensionale delle società domestiche, non finanziarie, quotate sui principali mercati europei (giugno 2002) ⁽¹⁾

	Italia Borsa Italiana	Germania Deutsche Börse	UK London SE	Francia Euronext Paris	Belgio Euronext Bruxelles	Olanda Euronext Amsterdam	Spagna Bolsa de Madrid
Distribuzione per capitalizzazione (ML euro)							
- Media	1 583.2	1 071.5	1 087.3	1 410.8	1 031.4	2 354.5	2 239.1
- 1° decile	28.0	2.2	3.6	5.4	7.9	7.4	49.5
- 2° decile	56.5	5.9	7.8	12.0	30.0	21.4	87.2
- 3° decile	83.9	10.9	13.8	19.9	41.9	34.5	137.3
- 4° decile	117.3	19.5	22.0	34.5	60.2	52.1	217.8
- 5° decile	176.0	33.2	41.2	61.7	96.8	102.6	353.9
- 6° decile	292.5	56.7	74.5	114.6	139.9	196.8	647.8
- 7° decile	521.1	116.8	150.7	214.5	230.5	442.7	1 524.4
- 8° decile	1 307.6	240.9	353.6	516.9	668.2	873.4	2 269.0
- 9° decile	2 872.5	854.5	1 194.8	1 888.8	1 682.2	3 276.8	4 149.5
- Market cap. 5ª società	9 881.7	29 488.2	73 869.2	38 971.7	4 380.3	17 419.6	13 869.1
- Market cap. 10ª società	7 055.1	22 096.8	25 030.9	22 435.9	1 213.9	9 749.6	5 038.4
Ripartizione del numero di imprese per classi di capitalizzazione (ML euro)							
- Fino a 100	40.5%	69.8%	64.5%	57.9%	51.7%	48.7%	25.0%
- 100 - 300	27.1%	15.5%	14.0%	16.5%	21.2%	15.6%	22.1%
- 300 - 800	13.3%	7.6%	8.6%	9.2%	8.6%	13.6%	13.5%
- 800 - 2 000	8.6%	3.9%	5.6%	6.8%	9.9%	9.7%	17.3%
- 2 000 - 5 000	4.3%	3.2%	5.5%	6.1%	5.3%	6.5%	16.3%
- Oltre 5 000	6.2%	3.7%	1.7%	3.5%	3.3%	5.8%	5.8%
Incidenza sulla capitalizzazione totale delle prime							
- 10 società	55.2%	41.5%	46.8%	43.0%	73.9%	75.2%	64.1%
- 30 società	79.0%	70.5%	64.2%	69.9%	91.1%	93.0%	84.8%
- 50 società	86.9%	80.5%	73.5%	80.8%	96.0%	96.6%	93.2%

(1) Si è utilizzata la classificazione settoriale *FTSE Global Classification System* e sono state escluse le società appartenenti all'*Economic Group "Financials"* (cod.80) e al *Subsector "Mining finance"* (cod.045). I dati di Francia, Belgio e Olanda fanno riferimento ai titoli quotati presso Euronext; il dato per London Stock Exchange include il mercato principale e l'Aim; il dato per Deutsche Börse include tutte le società i cui titoli sono scambiati attraverso Xetra; il dato per Borsa Italiana include Borsa, Nuovo Mercato e Mercato Ristretto; il dato per la Spagna non include Sim e Simcav. I dati di capitalizzazione sono tratti da Datastream per Deutsche Börse e Bolsa de Madrid. La composizione dei listini è tratta da Datastream per Bolsa de Madrid. In tutti gli altri casi si è fatto riferimento ai dati forniti dalle singole Borse

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati delle singole Borse e Datastream

In accordo a questa considerazione, se si considerano i dati mediani della distribuzione delle capitalizzazioni (il cui dato medio è fortemente influenzato dalla dimensione delle *blue chips*) il dato per l'Italia è il più elevato a eccezione della Spagna. Mentre il 30% delle imprese ha una capitalizzazione inferiore a 19,9 milioni di euro in Francia, a



10,9 milioni in Germania e a 13,8 nel Regno Unito, il primo 30% delle imprese quotate in Italia arriva già a una capitalizzazione di 84 milioni di euro.

In definitiva, sembrerebbe apparire una relazione tra il minor numero di società quotate (con riferimento particolare al mercato italiano e a quello spagnolo, che ne condivide molte caratteristiche) e una minor presenza nei listini delle imprese di piccole e soprattutto piccolissime dimensioni. La differente propensione alla quotazione registrata in precedenza nel confronto *cross country* sembrerebbe trovare quindi un'importante motivazione in comportamenti specifici di questa categoria di imprese. Si tornerà su questo punto nel capitolo 4, al fine di valutare se la minor presenza del gruppo delle *small caps* in Italia possa essere collegata più all'esistenza di resistenze alla quotazione da parte delle imprese o alla mancanza di un contesto di mercato in grado di valorizzare la presenza sul mercato di questa categoria di società. Tali fattori sembrano di grande importanza, anche alla luce delle caratteristiche del bacino di società italiane quotabili di cui si darà descrizione nel capitolo 3.

Gli effetti delle differenze evidenziate (minor presenza di imprese di piccole dimensioni e minor numero di società quotate) rendono il listino italiano più concentrato rispetto a Francia, Germania e Regno Unito, come evidenziato dalle incidenze percentuali delle prime 10, 30 e 50 imprese rispetto al totale della capitalizzazione del mercato.

La maggiore concentrazione del listino italiano si verifica inoltre in presenza di una minore dimensione delle *blue chips* quotate nel raffronto con le *large caps* europee¹³. A giugno 2002 facevano parte dell'indice Stoxx50 solo 3 società italiane, a fronte di 13 società inglesi, 8 francesi, 8 tedesche, 7 svizzere e 6 olandesi. In termini di capitalizzazione il peso delle società italiane è addirittura inferiore rispetto all'incidenza per numero di società e pari al solo 3,3%, contro il 38,4% delle società inglesi, il 16,6% delle società svizzere, l'11,9% delle società francesi e l'11,0% circa delle società tedesche e olandesi. Anche allargando il campione di analisi alle 350 società incluse nell'indice S&P Europe 350, il peso dell'Italia è contenuto in termini di numero di società rappresentate (28, contro 128 società inglesi, 45 francesi e 32 tedesche) e ancor di più per peso complessivo all'interno dell'indice (5,4%, contro 40,4% per il Regno Unito, 13,5% per la Francia, 9,1% per la Germania e 8,0% per l'Olanda)¹⁴. Nella classifica elaborata da Business Week, che considera le prime 1.000 società mondiali per valore di mercato, le sole 28 società italiane presenti nella classifica non vanno oltre il 67° posto (Telecom Italia), con solo 3 società tra le prime 100 e 12 tra le prime 500.

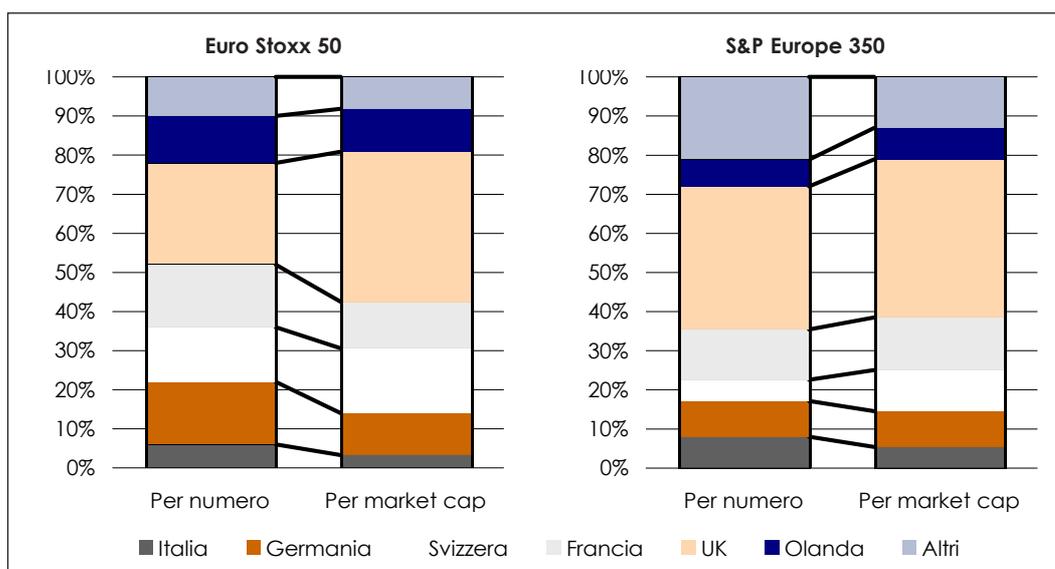
(13) La minore dimensione delle medie-grandi imprese italiane quotate deriva dalla minore dimensione delle principali società del nostro Paese nel confronto con le principali società internazionali. Fortune (si veda "Le classificazioni internazionali sulle imprese: risultati e limiti metodologici" in CsC, 2002), che costruisce annualmente un *ranking* delle prime 500 società mondiali per fatturato, indica come nel 2001 solo 8 sono italiane, contro 34 tedesche, 37 francesi, 33 inglesi, 12 olandesi (di cui 2 a proprietà congiunta inglese-olandese e 1 olandese-belga), 6 spagnole e 3 belga. Delle 8 società italiane comprese nella classifica, solo 5 sono società industriali e solo 2 (Fiat ed Eni) si collocano tra le prime 100.

(14) Il numero di società italiane incluse negli indici riportati può risentire del minor livello di flottante (che costituisce un criterio di selezione, insieme ai livelli di liquidità, per entrambi gli indici) rispetto alle società europee comparabili per dimensione. Le considerazioni riportate non sono però diverse da quelle che risultavano dall'analisi degli stessi indici a inizio anno 2000, ossia prima dell'adozione del *free float* in luogo della capitalizzazione complessiva quale criterio di selezione.

La lettura congiunta dei risultati evidenziati (minore incidenza numerica delle classi dimensionali inferiori, dati medi di capitalizzazione superiori, maggiore incidenza sul peso della capitalizzazione complessiva delle *blue chips*, minori dimensioni delle *blue chips*) fa emergere i tratti che caratterizzano il mercato azionario italiano rispetto ai principali mercati europei:

- una minore dimensione del listino in termini numerici, dovuta alla piccola dimensione delle imprese attive nazionali e a una minore propensione alla quotazione, che si riflette in modo principale in una minor presenza relativa sul listino delle società definibili quali *micro caps*;
- un minor livello di capitalizzazione complessiva, dovuta alla limitata dimensione relativa delle *large caps* italiane, che è compensata solo in parte dalla maggiore dimensione media delle imprese nelle altre classi dimensionali;
- una concentrazione superiore rispetto ai mercati maggiori, che si verifica pur in presenza di *large caps* di dimensioni ridotte, e che è quindi principalmente dovuta al minor numero di società quotate.

Figura 1 - Composizione geografica per capitalizzazione degli indici EuroStoxx 50 e S&P Europe 350 ⁽¹⁾



(1) Dati al 26.6.2002 per l'indice Stoxx50 e al 12.9.2002 per l'indice S&P Europe 350
Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Stoxx e Standard & Poor's

In assenza di società italiane non ancora quotate di dimensioni maggiori di quelle già approdate sul listino o di un numero elevato di società non ancora quotate che possano comunque rientrare nella categoria delle *blue chips* (come si darà evidenza nel capitolo 3), la crescita dimensionale del mercato italiano per capitalizzazione e numero di società quotate sembra dover passare attraverso la valorizzazione della quotazione non solo delle *mid* e *small caps*, per le quali sono già state recentemente organizzate delle modalità di negoziazione *ad hoc*, ma anche attraverso l'attenzione alla classe delle *micro caps*,



conformemente a quanto finora avvenuto negli altri principali mercati europei.

2.2 Gli effetti della struttura settoriale delle economie

Poiché è presumibile che il dato medio di propensione alla quotazione possa essere influenzato, oltre che da fattori dimensionali, anche dalla differente composizione settoriale dell'economia (visto che la spinta alla quotazione dipende dai fattori *business specific* che contraddistinguono le esigenze di finanziamento nei diversi settori) è significativo considerare alcuni indicatori della ripartizione delle imprese attive "quotabili" (quindi con almeno 50 addetti) e delle società quotate per differenti macrosettori di attività. I dati in tavola 5 evidenziano per l'Italia la massima incidenza di società nei settori industriali e dell'energia (62,8%, che supera di quasi 20 punti percentuali il dato medio a livello europeo) e il dato più basso per il settore della distribuzione e turismo (7,9%), degli altri servizi (6,4%, costituito da attività immobiliari, noleggio, informatica, ricerca e attività professionali, sanità e servizi sociali, attività ricreative e sportive) e dei servizi alle imprese (8,2%). Il dato per il settore dei trasporti e comunicazioni è di circa 1 punto percentuale superiore alla media europea, mentre il settore dell'intermediazione finanziaria è in linea con il dato aggregato (3,4% contro 3,1%). Le costruzioni (5,0%) si collocano al di sotto del dato medio di circa 4 punti percentuali.

Il secondo elemento di interesse riguarda i settori a maggiore contenuto tecnologico, strutturalmente più inclini alla quotazione a causa dell'elevata necessità di risorse per sostenere l'attività innovativa e per l'esistenza di elevate asimmetrie informative nella relazione tra prestatore e prenditore di fondi in situazione di forte incertezza tecnologica e commerciale dei prodotti e minore disponibilità relativa di *assets* materiali da porre a garanzia (si veda al riguardo Zara, 1996). Anche se in termini di numero di imprese la situazione italiana è solo di poco al di sotto della media europea (con un leggero minor peso delle attività *technology driven* di tipo manifatturiero, costituite da elettronica, aerospazio e farmaceutica), la minor incidenza in termini di occupati e valore aggiunto rispetto al totale lascia intuire una minore dimensione media delle imprese italiane anche in questi settori: nel caso delle attività manifatturiere *high tech*, il numero medio di addetti è pari in Italia a 216,0, contro valori pari a 386,5 per la Germania, 329,4 per la Francia e 303,1 per la Gran Bretagna.

A fronte di queste differenze nella composizione settoriale delle economie nazionali, la composizione dei mercati azionari presenta difformità generali e alcune specificità del mercato italiano (tavola 6):

- una elevata incidenza numerica delle società finanziarie nel raffronto con Francia, Germania e Olanda, dove il settore conta rispettivamente per il 16,1%, il 12,9% e il 14,0% delle imprese quotate, contro il 28,1% per l'Italia. Il dato per l'Italia è in linea con quello spagnolo e belga e superato solo dal dato inglese;
- una maggiore incidenza del settore finanziario per capitalizzazione rispetto a tutti gli altri Paesi (con la sola eccezione del Belgio);

Tavola 5 - Caratteristiche della struttura settoriale delle imprese nei principali Paesi europei (anno 1997)

	Italia	Germania	UK	Francia	Olanda	Belgio	Spagna	EU15
Ripartizione del numero di imprese con oltre 50 addetti, per settore								
- Industria e energia	62.8%	39.2%	36.0%	38.6%	29.1%	40.4%	39.1%	40.6%
- Costruzioni	5.0%	11.4%	4.6%	8.5%	9.3%	9.1%	12.6%	9.1%
- Distribuzione e turismo	7.9%	15.0%	22.1%	19.5%	18.5%	21.8%	19.2%	20.2%
- Trasporti e comunicazioni	6.2%	4.2%	5.3%	6.9%	8.7%	6.9%	5.5%	5.5%
- Intermediazione finanziaria	3.4%	3.0%	3.1%	3.1%	2.6%	2.4%	2.8%	3.1%
- Servizi alle imprese	8.2%	14.6%	14.1%	11.3%	9.8%	10.0%	10.9%	10.2%
- Altri servizi	6.4%	12.6%	14.8%	12.2%	21.9%	9.4%	9.9%	11.3%
Numero medio di addetti nelle imprese con oltre 50 addetti, per settore								
- Industria e energia	200.7	285.9	295.1	283.8	223.1	264.5	195.6	255.8
- Costruzioni	151.2	85.2	229.3	167.9	135.2	128.1	143.2	134.9
- Distribuzione e turismo	319.3	286.5	496.3	225.2	248.1	209.1	225.0	245.4
- Trasporti e comunicazioni	614.5	469.3	602.7	561.2	337.8	485.1	339.3	483.4
- Intermediazione finanziaria	657.0	594.7	875.8	652.4	627.9	859.8	708.0	618.9
- Servizi alle imprese	155.1	280.7	208.6	295.2	310.6	509.5	296.0	262.3
- Altri servizi	199.6	185.0	422.2	155.9	296.7	317.5	198.6	248.3
Numero di società quotate ogni 1 000 imprese attive (anno 1997), nei settori ⁽¹⁾								
- Industriali ed energia	9.3	16.7	55.8	32.7	30.6	44.6	33.2	..
- Intermediazione finanziaria	101.3	53.1	786.0	139.8	93.3	397.6	205.9	..
- Altri settori	9.1	7.2	38.8	16.5	9.2	9.6	6.8	..
Technology driven industries: incidenza ⁽²⁾								
- per numero di imprese:	1.80%	1.56%	4.04%	1.88%	2.78%	1.70%	0.36%	1.88%
- di cui <i>Manufacturing activities</i> ⁽³⁾	0.02%	0.03%	0.04%	0.05%	0.00%	0.04%	0.06%	0.02%
- di cui <i>Information & communication technology services</i>	1.78%	1.53%	4.01%	1.84%	2.78%	1.66%	0.31%	1.86%
- per dipendenti	14.4%	22.5%	18.9%	22.9%	...	16.4%	9.0%	18.2%
- per valore aggiunto ⁽⁴⁾	15.7%	25.7%	24.7%	29.2%	17.8%	22.0%	13.5%	23.3%

Le mancate quadrature nelle somme sono dovute ad arrotondamenti

(1) Dati stimati sulla base della ripartizione settoriale delle imprese quotate a fine giugno 2002

(2) Per il numero di imprese incidenza rispetto al numero totale di imprese; per dipendenti e valore aggiunto incidenza sui rispettivi totali per le industrie manifatturiere

(3) Il raggruppamento include *Pharmaceuticals* (Nace Group 24.4), *Aircrafts and spacecrafts* (Nace Group 35.5), *Electronics and communications* (Nace Div.32) e *Office machinery & computers* (Nace Div.30)

(4) Valore aggiunto al costo dei fattori

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Eurostat

- una minore presenza complessiva delle società nei settori industriali (*resources, basic industries, general industries, cyclical e non cyclical consumer goods*) pari per numero di società al 41,8%, contro il 43,9% della Francia, il 46,3% dell'Olanda e il 48% circa di Germania, Belgio e Spagna. Il valore è superiore solo a quello per il Regno Unito;
- una minore incidenza delle società nei settori industriali per capitalizzazione rispetto agli altri Paesi, a eccezione della Spagna;
- un numero di società nelle *technology driven industries* (farmaceutica e biotecnologie, aerospazio e difesa, elettronica, telecomunicazioni e *information technology* incidono per il 21,0%) inferiore a Germania (30,0%), Francia (28,7%) e Regno Unito (23,1%). Considerando le sole imprese nel settore dell'*information technology*, l'incidenza percentuale è nettamente inferiore a Francia, Germania e Olanda.



La principale differenza settoriale nella composizione del mercato domestico rispetto agli altri Paesi europei è quindi individuabile nel maggior peso delle società finanziarie quotate rispetto a quanto avviene negli altri mercati, a fronte di una maggiore numerosità delle società industriali all'interno del tessuto economico nel confronto *cross country*.

Tavola 6 - Distribuzione settoriale delle società domestiche quotate sui principali mercati europei (giugno 2002) ⁽¹⁾

	Italia Borsa Italiana	Germania Deutsche Börse	UK London SE	Francia Euronext Paris	Belgio Euronext Bruxelles	Olanda Euronext Amsterdam	Spagna Bolsa de Madrid
Ripartizione settoriale per numero di società							
- Basic industries	10.3%	9.6%	5.1%	7.4%	16.6%	8.9%	20.9%
- Cyclical consumer goods	10.3%	10.0%	4.1%	10.9%	2.0%	9.5%	6.5%
- Cyclical services	14.7%	16.6%	25.9%	19.8%	10.6%	16.8%	15.1%
- Financials	28.1%	12.9%	35.7%	16.1%	29.1%	14.0%	25.2%
- General industries	13.7%	17.0%	6.8%	11.7%	13.3%	16.2%	9.4%
- Information technology	9.3%	17.6%	9.3%	17.6%	7.3%	16.8%	1.4%
- Non-cyclical consumer goods	6.2%	11.1%	6.7%	12.7%	15.2%	8.9%	10.8%
- Non-cyclical services	2.4%	2.2%	2.3%	2.0%	2.6%	6.1%	3.6%
- Resources	1.4%	0.3%	3.2%	1.2%	1.3%	2.8%	1.4%
- Utilities	3.7%	2.5%	1.0%	0.5%	2.0%	-	5.8%
- Financials	28.1%	12.9%	35.7%	16.1%	29.1%	14.0%	25.2%
- Industrials ⁽²⁾	41.8%	48.1%	25.8%	43.9%	48.4%	46.3%	48.9%
- Services ⁽³⁾	30.1%	38.9%	38.5%	39.9%	22.5%	39.6%	25.9%
- Technology driven industries ⁽⁴⁾	21.0%	30.0%	23.1%	28.7%	21.5%	29.2%	5.8%
Ripartizione settoriale per capitalizzazione							
- Basic industries	1.9%	8.5%	3.2%	8.1%	7.9%	4.4%	7.5%
- Cyclical consumer goods	3.3%	12.8%	0.4%	8.3%	0.3%	2.2%	4.1%
- Cyclical services	8.1%	7.5%	15.4%	13.2%	1.8%	9.7%	6.7%
- Financials	37.4%	29.5%	28.0%	13.3%	55.8%	25.7%	34.0%
- General industries	4.6%	16.7%	2.7%	8.8%	3.6%	8.6%	1.5%
- Information technology	1.1%	5.6%	1.2%	6.5%	0.6%	2.7%	1.4%
- Non-cyclical consumer goods	2.9%	10.4%	19.2%	20.2%	16.5%	14.5%	3.2%
- Non-cyclical services	18.5%	5.7%	9.0%	8.5%	5.2%	7.3%	21.6%
- Resources	12.8%	0.0%	16.8%	12.1%	0.0%	25.0%	5.7%
- Utilities	9.3%	3.3%	4.1%	1.1%	8.3%	-	14.2%
- Financials	37.4%	29.5%	28.0%	13.3%	55.8%	25.7%	34.0%
- Industrials ⁽²⁾	25.5%	48.4%	42.3%	57.4%	28.3%	54.7%	22.0%
- Services ⁽³⁾	36.9%	22.1%	29.7%	29.3%	15.9%	19.6%	43.9%
- Technology driven industries ⁽⁴⁾	33.7%	24.8%	42.9%	27.0%	17.0%	18.0%	21.9%

Si è utilizzata la classificazione settoriale FTSE Global Classification System

(1) I dati di Francia, Belgio e Olanda fanno riferimento ai titoli domestici quotati presso Euronext; il dato per London Stock Exchange include il mercato principale e l'Aim; il dato per Deutsche Börse include tutte le società i cui titoli sono scambiati attraverso Xetra; il dato per Borsa Italiana include Borsa, Nuovo Mercato e Mercato Ristretto; il dato per la Spagna non include Sim e Simcav. I dati di capitalizzazione sono tratti da Datastream per Deutsche Börse e Bolsa de Madrid. La composizione dei listini è tratta da Datastream per Bolsa de Madrid. In tutti gli altri casi si è fatto riferimento ai dati forniti dalle singole Borse

(2) Il gruppo include Resources, Basic industries, General industries, Cyclical consumer goods e Non cyclical consumer goods

(3) Il gruppo include Cyclical services, Non cyclical services, Utilities e Information technology

(4) Il gruppo include i codici 48 (Pharmaceuticals & biotechnology), 21 (Aerospace & defence), 253 (Electronic equipment), 67 (Telecommunication services) e 90 (Information technology)

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati delle singole Borse e Datastream

Questa indicazione appare di notevole rilevanza, poichè suggerisce che la minore dimensione numerica del mercato azionario italiano possa essere collegata a comportamenti specifici delle società che operano nei settori industriali: questa considerazione è confermata dal valore dell'indicatore di propensione alla quotazione per questa categoria di imprese, pari a 9,3 per l'Italia, contro 16,7 per la Germania, dati prossimi a 30 per Francia, Olanda e Spagna, 44,6 per il Belgio e 55,8 per il Regno Unito. Gli analoghi indicatori per le società di servizi e per il settore dell'intermediazione finanziaria non suggeriscono considerazioni dello stesso tipo, anche se la propensione alla quotazione per le società di servizi, anche se in linea con Olanda e Belgio e superiore a Germania e Spagna, resta notevolmente inferiore a Francia e Regno Unito.

La minor presenza di società quotate operanti nei settori *high tech* sembra invece più dovuta a fattori dimensionali che a una scarsa presenza di imprese attive operanti in questi settori. Le altre differenze settoriali sembrano minime e non presentano situazioni specifiche che caratterizzano il nostro Paese.

I risultati ottenuti dalle considerazioni sulla composizione settoriale e dimensionale delle economie sembrano evidenziare come la minore dimensione del mercato italiano rispetto alle principali piazze finanziarie (Francia, Germania, Inghilterra) possa essere solo in parte spiegata alla luce dei fattori esogeni dovuti a una diversa composizione delle strutture produttive, se non limitatamente agli aspetti relativi alla dimensione delle imprese. La composizione settoriale dell'economia non sembra sfavorevole e presenta anzi un peso elevato di società industriali, per le quali la quotazione dovrebbe essere un'opportunità rilevante.

Il minor numero di società italiane quotate deve essere quindi spiegato anche alla luce di aspetti differenti, di natura istituzionale (differenze nello sviluppo dei sistemi finanziari nazionali e fattori normativi più o meno favorevoli al ricorso al mercato azionario) e culturale, che generano una diversa propensione alla quotazione nei diversi Paesi. Questi elementi saranno approfonditi per l'Italia nel capitolo 4.

Resta da chiedersi, prima di descrivere le principali determinanti istituzionali, normative e culturali della minor dimensione del mercato italiano, quali ne siano le reali potenzialità di crescita. A tal fine sarà rivolta particolare attenzione ai settori industriali e dei servizi che, come evidenziato, pur costituendo i macrosettori più significativi dell'economia italiana, sembrano ancora soffrire di una sostanziale lontananza dal mercato azionario.



3. Il bacino di società quotabili in Italia

3.1 I criteri di selezione

Le considerazioni dei paragrafi precedenti rendono di particolare interesse l'analisi del tessuto industriale alla ricerca di una stima il più possibile precisa della dimensione dell'insieme di società italiane quotabili, che consenta di valutare le potenzialità di crescita del mercato borsistico in termini di ampiezza del listino e di capitalizzazione complessiva dello stesso¹⁵.

L'individuazione dell'insieme di società italiane quotabili è stata effettuata estrapolando dall'Archivio Elettronico della Centrale dei Bilanci¹⁶ un insieme di imprese italiane rispondenti a specifici requisiti di dimensione, redditività operativa e caratteristiche della struttura proprietaria. Ai fini della selezione sono state considerate le società agricole, industriali e dei servizi, escludendo dalla ricerca le società immobiliari, finanziarie, di *leasing* e le *holdings* finanziarie¹⁷.

L'utilizzo di requisiti di selezione di natura quantitativa e l'esclusione del settore finanziario comporta una sottostima del numero complessivo di società italiane quotabili, non solo per l'assenza delle società finanziarie dal campione utilizzato in fase di *screening*, ma anche per la probabile mancata selezione di società non finanziarie, spesso di piccole dimensioni, caratterizzate da elevati tassi di crescita (società *high growth*) e quindi idonee a una quotazione sul Nuovo Mercato. Se il primo aspetto può essere considerato di non elevata rilevanza ai fini della determinazione del numero complessivo di società italiane quotabili (in considerazione del fatto che ampia parte delle imprese bancarie e assicurative italiane risulta già approdata al listino), va considerato come l'individuazione delle realtà *high growth*, *high tech* e/o particolarmente innovative quotabili poco si presta a essere effettuata sulla base di campionamenti basati su stringenti requisiti di natura quantitativa. La valutazione sull'idoneità alla quotazione per questa categoria di società sconta infatti il profilo di maggior rischio (e relativa redditività attesa) dei *business plan* prospettici, piuttosto che i risultati storici conseguiti. Tale analisi deve quindi essere effettuata sulla base di fattori *firm specific* anche qualitativi, assai più di quanto accada nel caso di realtà di tipo tradizionale.

Si è quindi ritenuto opportuno, nella consapevolezza di sottostimare la dimensione

(15) Altre analisi di questo tipo sono presenti in Massari (1992) e Fabrizio (1998).

(16) L'Archivio Elettronico della Centrale dei Bilanci contiene serie storiche dei dati di bilancio per circa 40.000 società di capitali italiane, con esclusione delle imprese bancarie e assicurative. L'ampiezza del campione fa sì che esso risulti rappresentativo dell'universo delle società italiane non finanziarie e copra in maniera esaustiva l'insieme delle società soggette ai parametri di selezione imposti in fase di *screening*.

(17) Sono definite *holdings* finanziarie le società che hanno come finalità d'impresa la sola "assunzione di partecipazioni al fine di successivi smobilizzi" e non la gestione operativa delle società partecipate. Ai sensi dell'art.1 del d.lgs. n° 87/1992 tali soggetti sono tenuti a redigere un bilancio consolidato "finanziario", al pari di banche, società di gestione di fondi comuni di investimento, società di intermediazione mobiliare, e dei soggetti operanti nel settore finanziario previsti dal titolo V del TU in materia bancaria e creditizia, ai sensi dell'art.25, comma 2, della Legge 142/1992. Fanno quindi parte del campione solo le *holdings* operative ("pure" o "miste", a seconda che la società *holdings* assuma solo le funzioni di pianificazione, finanza e controllo, oppure incorpori direttamente anche attività produttive), che redigono invece gli schemi di bilancio consolidato secondo le disposizioni dell'art.44 del d.lgs. n°127/1991.

dell'universo delle imprese che potrebbero affrontare con successo l'iter procedurale necessario per arrivare all'ammissione a quotazione, trascurare le realtà *high growth* di piccole dimensioni e focalizzare l'attenzione su realtà più consolidate, potenzialmente candidate a una quotazione in Borsa.

Ai fini della selezione, sono state incluse nel campione le società per azioni con un fatturato per l'anno 2000 pari ad almeno 50 milioni di euro, almeno 50 dipendenti (allo scopo di eliminare eventuali realtà di natura prevalentemente commerciale) e una redditività operativa - misurata in termini di margine operativo lordo - positiva in termini assoluti in almeno uno degli ultimi tre anni di bilancio disponibili (2000, 1999 e 1998).

Il prevalente utilizzo di un criterio di natura dimensionale ha considerato il fatto che gli attuali requisiti formali per l'ammissione alla quotazione sui mercati di Borsa Italiana¹⁸ - così come sui principali mercati internazionali - rappresentano oggi delle condizioni di selezione necessarie ma non sufficienti. Nell'attuale contesto di crescente segmentazione dell'offerta di quotazione viene attribuita sempre maggiore importanza alla verifica di requisiti di natura sostanziale quali l'esistenza di un *business plan* coerente, l'affidabilità del *management team* e la garanzia di adeguati meccanismi di pianificazione, *investor relations* e *corporate governance* all'interno dell'impresa, oltre all'esistenza delle necessarie condizioni di solidità patrimoniale e redditività attuale e/o prospettica.

Ai fini della costruzione del campione si è quindi scelto di utilizzare criteri di selezione dimensionali più stringenti rispetto alle soglie minime definite nel Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana Spa, e di tenere in maggiore considerazione la dimensione del business aziendale e la solidità della struttura reddituale e patrimoniale delle società candidate.

La definizione quantitativa dei requisiti di natura dimensionale è stata effettuata con riferimento all'insieme delle società quotate in Borsa nel corso degli ultimi tre anni. La scelta di un criterio dimensionale minimo per fatturato pari a 50 milioni di euro, come si può osservare dai dati evidenziati in figura 2, rappresenta una scelta allineata alle caratteristiche delle società recentemente quotate - in solo 4 casi il fatturato delle società era inferiore a 50 milioni di euro, collocandosi appena al di sotto di tale soglia - che tiene conto della progressiva maggiore attenzione dedicata da Borsa Italiana alla valorizzazione delle società quotate di medie e piccole dimensioni (si pensi ad esempio alla costituzione del segmento Star) e delle caratteristiche delle società quotate sui principali mercati europei¹⁹.

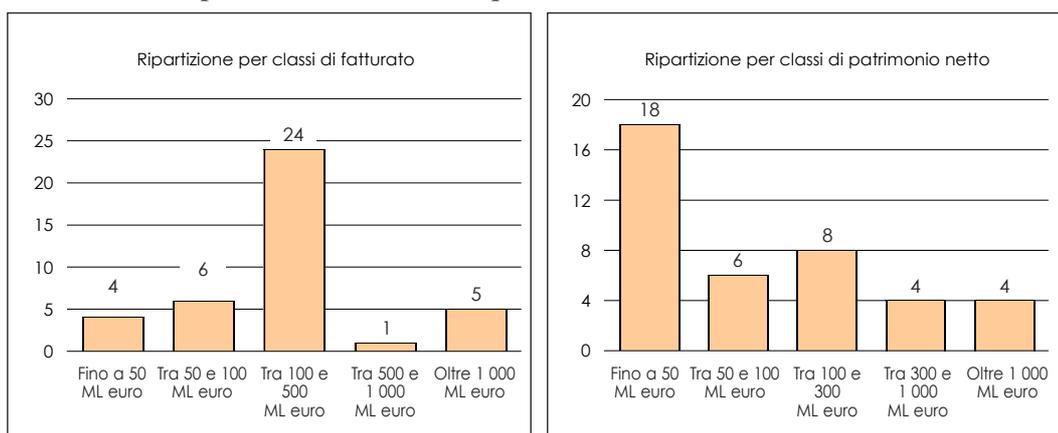
(18) Gli attuali requisiti quantitativi per l'ammissione in Borsa si sostanziano in una capitalizzazione di mercato prevedibile pari ad almeno 5 milioni di euro e un flottante superiore al 25%. Per l'ammissione al segmento Star la capitalizzazione non deve superare gli 800 milioni di euro, mentre il flottante deve essere maggiore del 35%.

(19) I dati relativi alla dimensione del patrimonio netto dell'ultimo dato di bilancio pre-collocamento per le neo quotate del periodo 1999-2001, a supporto dell'esclusione dai criteri di selezione di requisiti relativi alla consistenza del patrimonio, evidenziano come il requisito minimale di capitalizzazione previsto nei Regolamenti dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana - anche nell'ipotesi di bassissimi valori del rapporto *price/book* - non abbia di fatto negli ultimi anni rappresentato un vincolo all'ammissione a quotazione. Il valore mediano del patrimonio netto delle società quotate nel periodo 1999-2001 è stato pari a circa 39,6 milioni di euro, contro una capitalizzazione minima richiesta di soli 5 milioni di euro. Va inoltre considerato che il riferimento regolamentare si basa sul dato di capitalizzazione post-offerta, che include anche le azioni di nuova emissione collocate in sede di Ipo. Non avrebbe dunque senso effettuare uno *screening* sulla base del patrimonio pre-quotazione, a meno di ipotizzare l'entità dell'aumento di capitale finalizzato all'ammissione sul mercato.



Focalizzando l'analisi sulle caratteristiche delle società recentemente quotate in Borsa, non si considera in questa sede l'ipotesi di costituzione di mercati specificamente disegnati per categorie di imprese di minori dimensioni, che porterebbero ad ampliare notevolmente il bacino di società italiane quotabili. Il requisito relativo alla positività del margine operativo lordo anche in uno solo degli ultimi 3 esercizi ha l'obiettivo di effettuare uno *screening* tra le società con caratteristiche dimensionali idonee alla quotazione, non imponendo però condizioni eccessivamente restrittive. Risultati reddituali transitoriamente non positivi, specie in un arco temporale ristretto (i 3 esercizi disponibili) possono infatti essere dovuti a una pluralità di fattori spesso non riconducibili a effettive situazioni di difficoltà dal punto di vista operativo (fasi di ciclo non favorevoli, riorganizzazioni aziendali etc.). La volontà di selezionare il campione di società strutturalmente idonee alla quotazione (e non solo le società con caratteristiche reddituali tali da ipotizzare un possibile immediato accesso al mercato) prevale in questo caso sulla possibilità di imporre requisiti più restrittivi.

Figura 2 - Società non finanziarie quotate in Borsa nel periodo 1999-2001: fatturato e patrimonio netto ante quotazione ⁽¹⁾



(1) Dati da prospetto informativo sull'ultimo anno pre-quotazione
Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Ai criteri dimensionali e di redditività è stata aggiunta la condizione di indipendenza da società o gruppi italiani quotati, che consente di eliminare dal campione le ipotesi di quotazione rientranti nella categoria dei cosiddetti *carve outs*. La realizzazione di Ipos di società controllate da società quotate, infatti, avviene di norma con una tempistica e sulla base di motivazioni (industriali, finanziarie e fiscali) differenti da quanto accade per società di natura indipendente da realtà già quotate²⁰, in considerazione del fatto che il gruppo

(20) Pagano, Panetta e Zingales (1998) evidenziano come in Italia, nel periodo 1982-1992, le quotazioni a seguito di *carve outs* siano state effettuate da società di maggiori dimensioni, con maggiore profittabilità e minori livelli di indebitamento rispetto alle Ipos di società indipendenti, e come tali operazioni siano state giustificate più da fattori di natura finanziaria (cogliere finestre temporali nelle quali il mercato valuta le società del settore con multipli superiori alla media) che di valenza puramente industriale. Gli autori evidenziano inoltre come le stesse dimensioni industriali delle società quotate a seguito di *carve outs* siano sostanzialmente differenti da quelle che caratterizzano le operazioni di Ipos per così dire pure.

di riferimento della società ha già avuto accesso alle opportunità di finanziamento rese disponibili dal mercato azionario attraverso la quotazione della capogruppo o di una società operativa. L'esclusione dei casi di *carve outs* riflette l'impossibilità di quantificare un indicatore di quotabilità per questo tipo di situazioni, a fronte di una possibile sottostima del numero di realtà italiane potenzialmente quotabili; in secondo luogo consente di individuare le imprese la cui quotazione apporterebbe al mercato realtà imprenditoriali "nuove" per il mercato in quanto indipendenti da gruppi già presenti sul listino, con un effettivo contributo addizionale ai livelli di capitalizzazione e nuove reali opportunità di diversificazione per gli investitori.

Sono state inoltre escluse dal campione le società facenti riferimento a gruppi esteri (quotati o non quotati); si è contravvenuto a questa regola di esclusione nel solo caso in cui il gruppo, nonostante l'esistenza di una capogruppo estera, avesse attività operative pressoché completamente basate in Italia, e la capogruppo estera avesse quindi sole finalità di controllo. L'esclusione delle imprese controllate da società estere operative trova giustificazione nell'ipotesi che in questi casi la quotazione, laddove possibile, avvenga con elevata probabilità sul mercato di riferimento della capogruppo, anche se è ovviamente ipotizzabile una quotazione sul mercato italiano nei casi in cui esistano particolari strategie aziendali o dove la notorietà del marchio sia particolarmente elevata in Italia. Anche in questo senso la dimensione del campione di società quotabili potrebbe subire un sottodimensionamento, seppur di entità trascurabile.

Infine, nel caso di società facenti capo a gruppi non quotati, è inclusa nel campione la sola società capogruppo²¹, attraverso i dati di bilancio consolidato. L'esclusione dal campione delle società controllate ha consentito di stimare in maniera precisa il numero complessivo delle realtà quotabili operanti in Italia, evitando di contare più volte realtà aziendali di fatto appartenenti alla stessa entità economica di riferimento. Il dato di bilancio consolidato ha consentito di fotografare in modo più preciso la reale dimensione economica del gruppo. Nei casi in cui non fosse disponibile il dato di bilancio consolidato per la società capogruppo, nel campione è stata inserita la principale società operativa per fatturato attraverso il dato di bilancio civilistico o, nel caso di strutture di gruppo con più livelli di controllo, il bilancio consolidato della controllante più prossima alla capogruppo. Infine, nel caso di *holdings* operative estere a capo di gruppi con attività industriali prevalentemente collocate in Italia, è inclusa nel campione la principale società operativa italiana del gruppo.

Riassumendo rientrano nella definizione di società "quotabili" le società per azioni italiane:

- agricole, industriali e dei servizi, escludendo quindi le società immobiliari, finanziarie, di *leasing* e le *holding finanziarie*;
- non facenti parte di gruppi italiani quotati;
- non facenti riferimento a società o gruppi esteri (a eccezione dei casi citati);

(21) L'Archivio Elettronico della Centrale dei Bilanci contiene indicazioni sulla composizione di circa 800 gruppi italiani, che forniscono una copertura pressoché totale per la fascia di fatturato consolidato superiore ai 300 milioni di euro.



e rientranti in una delle seguenti categorie:

- società non facenti parte di strutture di gruppo, con fatturato all'anno 2000 pari ad almeno 50 milioni di euro, con almeno 50 dipendenti e un margine operativo lordo positivo in almeno uno tra i tre esercizi 1998, 1999 e 2000 (di qui in poi "requisiti quantitativi");
- società capogruppo di gruppi non quotati (fatti salvi gli aggiustamenti citati), rappresentative di gruppi nei quali almeno una società operativa presenti dati di bilancio conformi ai requisiti quantitativi di cui al punto precedente²².

3.2 Le caratteristiche delle società quotabili

3.2.1 La composizione geografica e settoriale

L'applicazione dei requisiti quantitativi e dei vincoli relativi alla struttura proprietaria e all'assetto dei gruppi ha portato all'individuazione di 1.188 società, che rappresentano la stima del numero di aziende italiane potenzialmente quotabili in Borsa. Secondo i criteri sopra descritti risulterebbe quindi quotabile circa una società su sedici nella classe di imprese attive italiane con oltre 50 addetti, in base ai dati Eurostat riferiti all'anno 1997 e riportati in tavola 3.

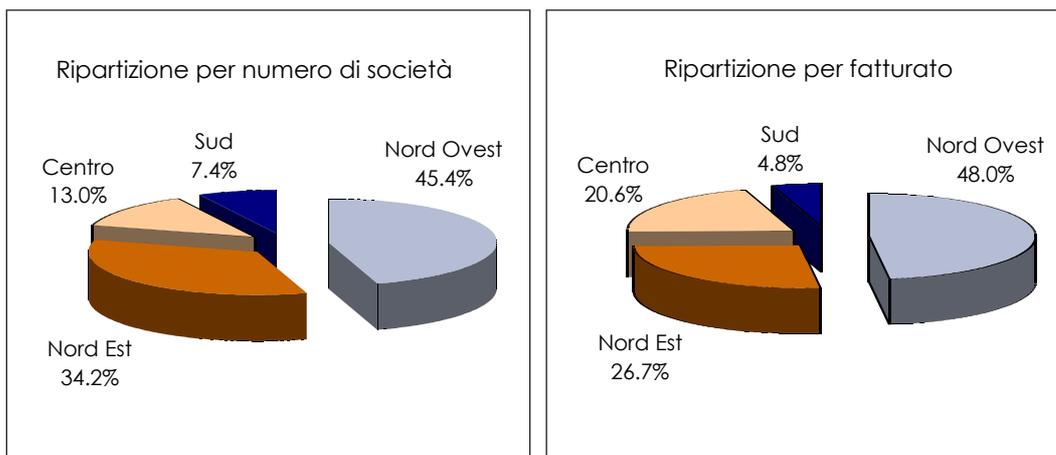
Tavola 7 - Ripartizione delle società quotabili per macrosettore e area geografica

Macrosettore	Area Nord Ovest		Area Nord Est		Area Centro		Area Sud		Totale	
	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%
Industriali	380	70.5%	303	74.6%	97	62.6%	49	55.7%	829	69.8%
Servizi	159	29.5%	103	25.4%	58	37.4%	39	44.3%	359	30.2%
Totale	539	45.4%	406	34.2%	155	13.0%	88	7.4%	1 188	100.0%

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci

La ripartizione geografica dell'insieme di società individuate (tavola 7) riflette la realtà economica del Paese: il 45,4% delle imprese quotabili si colloca nelle regioni del Nord Ovest e il 34,2% nel Nord Est, per un totale del 79,6% nelle regioni settentrionali. Il rimanente 20,4% si distribuisce per il 13,0% nelle regioni centrali e per il solo 7,4% nelle regioni del Sud. Il peso delle diverse aree cambia però notevolmente con riferimento all'incidenza sul fatturato e sul numero complessivo di addetti (figura 3 e tavola 8). In termini di numero di occupati, ad esempio, l'incidenza delle società nelle regioni centrali sale notevolmente, crescendo dal 13,0% al 36,5% grazie al contributo di alcune grandi società statali non ancora privatizzate; la quota delle regioni del Nord Ovest scende dal 45,4% al 38,9%, quella delle regioni del Nord Est dal 34,2% al 21,2% e quella del Sud addirittura dal 7,4% al solo 3,4%.

(22) Ai fini della classificazione settoriale, nel caso in cui la capogruppo sia rappresentata da una *holding* operativa classificata come società finanziaria, la società è stata riclassificata nel settore di riferimento della principale società operativa controllata.

Figura 3 - Ripartizione delle società quotabili per area geografica


Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci

Tavola 8 - Numero di imprese, fatturato e dipendenti delle società quotabili, per area geografica e regione

Area e regione	Società		Fatturato		Dipendenti	
	Numero	%	Totale (ML euro)	%	Numero	%
Nord Ovest	539	45.4%	99 556.1	48.0%	418 479	38.9%
Nord Est	406	34.2%	55 385.2	26.7%	227 638	21.2%
Centro	155	13.0%	42 712.8	20.6%	393 015	36.5%
Sud	88	7.4%	9 933.7	4.8%	36 800	3.4%
Abruzzo	15	1.3%	1 726.6	0.8%	4 732	0.4%
Basilicata	4	0.3%	322.6	0.2%	2 085	0.2%
Calabria	2	0.2%	302.9	0.1%	962	0.1%
Campania	31	2.6%	3 839.5	1.8%	14 135	1.3%
Emilia Romagna	176	14.8%	23 088.5	11.1%	98 090	9.1%
Friuli Venezia Giulia	33	2.8%	5 532.3	2.7%	24 223	2.3%
Lazio	62	5.2%	29 359.5	14.1%	343 627	31.9%
Liguria	29	2.4%	5 368.4	2.6%	17 026	1.6%
Lombardia	389	32.7%	74 186.5	35.7%	314 007	29.2%
Marche	19	1.6%	2 149.6	1.0%	10 136	0.9%
Molise	-	-	-	-	-	-
Piemonte	119	10.0%	19 833.2	9.6%	86 525	8.0%
Puglia	15	1.3%	1 965.2	0.9%	8 120	0.8%
Sardegna	10	0.8%	897.8	0.4%	3 534	0.3%
Sicilia	11	0.9%	879.1	0.4%	3 232	0.3%
Toscana	57	4.8%	9 441.6	4.5%	33 308	3.1%
Trentino Alto Adige	16	1.3%	1 654.4	0.8%	7 748	0.7%
Umbria	17	1.4%	1 762.1	0.8%	5 944	0.6%
Valle d'Aosta	2	0.2%	168.0	0.1%	921	0.1%
Veneto	181	15.2%	25 110.0	12.1%	97 577	9.1%
Totale	1 188	100.0%	207 587.7	100.0%	1 075 932	100.0%

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci

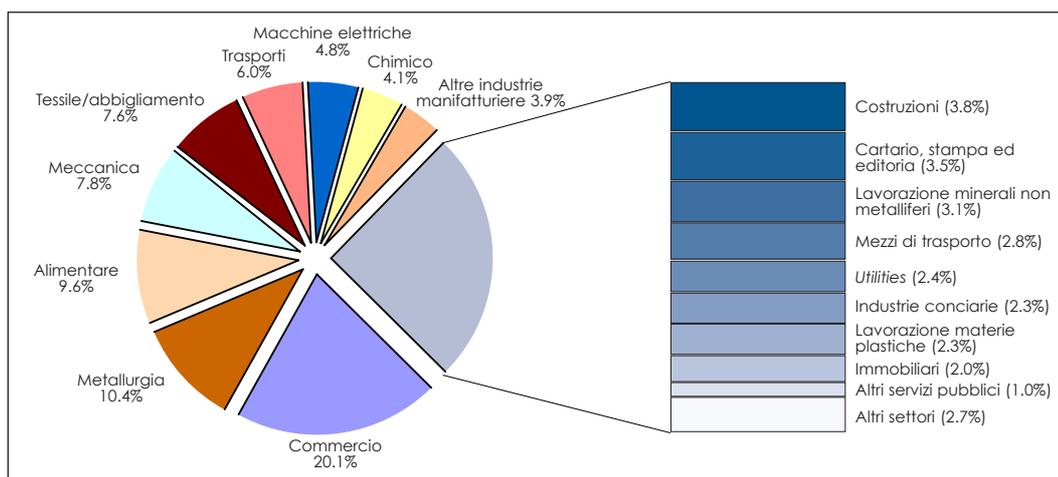
Le regioni più rappresentate per numero di società sono Lombardia (389), Veneto (181), Emilia Romagna (176) e Piemonte (119). L'elevatissima incidenza del Lazio per numero di addetti (31,9%) è dovuta alla presenza di 2 imprese (Ferrovie dello Stato e

Poste Italiane) che contano complessivamente circa 290.000 dipendenti, pari al 27,0% del totale dell'intero campione.

Con riferimento alla ripartizione per macrosettori (tavola 9), il campione è composto per la maggioranza (69,8%) da società operanti in settori industriali²³ e per la quota residua (30,2%) da società di servizi. Tale quota è sostanzialmente analoga a quella che si ottiene con riferimento al fatturato complessivo: il macrosettore delle società industriali pesa in questo caso per il 67,3%, contro il 32,7% del macrosettore dei servizi. Il gruppo di società quotabili è invece più equilibrato se si considera la ripartizione in base alla quota sul numero complessivo di addetti (54,2% per le società industriali, 45,8% per il macrosettore dei servizi). Unico tra le quattro macroaree, il Sud vede un'incidenza delle società quotabili nel macrosettore delle società industriali inferiore al 60% (55,7%, contro 44,3% per i servizi). Nelle regioni settentrionali il dato supera invece il 70%.

La ripartizione per settori delle società quotabili ricalca in gran parte la composizione della struttura industriale italiana. In termini di numero di società (figura 4), il settore più rappresentativo è quello delle società commerciali (20,1%), seguite dalle imprese del settore della produzione di metallo e prodotti in metallo (10,4%) e dalle produzioni tipiche del *made in Italy* (il 9,6% è rappresentato da società alimentari, il 7,8% da produttori di macchine e apparecchi meccanici, il 7,6% da società tessili). Quote significative, superiori al 4%, sono raggiunte anche dai settori dei trasporti, delle imprese costruttrici di macchine e di apparecchiature elettriche e ottiche e della produzione di prodotti chimici. Il *ranking* si conferma simile se si fa riferimento al fatturato complessivo anziché al numero di società, con una crescita delle società alimentari (10,8%), chimiche (5,2%), della produzione di metallo e prodotti in metallo (12,5%) e delle società di trasporti (10,8%).

Figura 4 - Ripartizione delle società quotabili per settori (in percentuale sul numero di società)



Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci

(23) Il macrosettore delle società industriali è qui rappresentato dall'aggregazione di agricoltura, silvicoltura e pesca (codici A e B della classificazione Ateco 91), industria in senso stretto (codici C, D ed E) e costruzioni (codice F). I settori rimanenti (escluse le società immobiliari, finanziarie, di *leasing* e le *holdings* finanziarie) confluiscono nel macrosettore dei servizi.

Tavola 9 - Numero di imprese, fatturato e dipendenti delle società quotabili, per macrosettore e settore di attività

Macrosettore e settore	Società		Fatturato		Dipendenti	
	Numero	%	Totale (ML euro)	%	Totale	%
Industriali	829	69.8%	139 645.8	67.3%	582 930	54.2%
Servizi	359	30.2%	67 941.9	32.7%	493 002	45.8%
- Agricoltura, caccia e silvicoltura (A)	1	0.1%	217.7	0.1%	138	0.0%
- Estrazione di minerali (C)	2	0.2%	125.0	0.1%	474	0.0%
- Industrie alimentari, delle bevande e del tabacco (DA)	114	9.6%	22 480.4	10.8%	62 056	5.8%
- Industrie tessili e dell'abbigliamento (DB)	90	7.6%	15 226.6	7.3%	82 468	7.7%
- Industrie conciarie, fabbricazione di prodotti in cuoio, pelle e similari (DC)	27	2.3%	3 175.6	1.5%	11 875	1.1%
- Industria del legno e dei prodotti in legno (DD)	8	0.7%	573.2	0.3%	4 042	0.4%
- Fabbricazione della pasta-carta, della carta e dei prodotti in carta; stampa ed editoria (DE)	42	3.5%	5 609.0	2.7%	17 750	1.6%
- Fabbricazione di coke, raffinerie di petrolio, trattamento dei combustibili nucleari (DF)	6	0.5%	4 873.1	2.3%	2 549	0.2%
- Fabbricazione di prodotti chimici e di fibre sintetiche e artificiali (DG)	49	4.1%	10 822.3	5.2%	41 660	3.9%
- Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche (DH)	27	2.3%	3 085.1	1.5%	18 408	1.7%
- Fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi (DI)	37	3.1%	4 921.1	2.4%	28 693	2.7%
- Produzione di metallo e fabbricazione di prodotti in metallo (DJ)	124	10.4%	25 958.5	12.5%	93 882	8.7%
- Fabbricazione di macchine e apparecchi meccanici, compresi l'installazione, il montaggio, la riparazione e la manutenzione (DK)	93	7.8%	13 363.5	6.4%	72 693	6.8%
- Fabbricazione di macchine elettriche e di apparecchiature elettriche e ottiche (DL)	57	4.8%	7 134.0	3.4%	45 276	4.2%
- Fabbricazione di mezzi di trasporto (DM)	33	2.8%	6 764.5	3.3%	36 196	3.4%
- Altre industrie manifatturiere (DN)	46	3.9%	4 482.0	2.2%	16 500	1.5%
- Produzione e distribuzione di energia elettrica, gas e acqua (E)	28	2.4%	5 537.0	2.7%	19 630	1.8%
- Costruzioni (F)	45	3.8%	5 297.4	2.6%	28 640	2.7%
- Commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli, motocicli e di beni personali e per la casa (G)	239	20.1%	37 634.7	18.1%	92 094	8.6%
- Alberghi e ristoranti (H)	8	0.7%	1 316.4	0.6%	23 584	2.2%
- Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni (I)	71	6.0%	22 388.4	10.8%	344 526	32.0%
- Intermediazione monetaria e finanziaria (J)	3	0.3%	258.3	0.1%	914	0.1%
- Attività immobiliari, noleggio, informatica, ricerca, altre attività professionali e imprenditoriali (K)	24	2.0%	2 037.9	1.0%	9 683	0.9%
- Sanità e altri servizi sociali (N)	2	0.2%	161.5	0.1%	1 473	0.1%
- Altri servizi pubblici, sociali e personali (O)	12	1.0%	4 144.7	2.0%	20 728	1.9%
Totale	1 188	100.0%	207 587.7	100.0%	1 075 932	100.0%

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci

I pesi cambiano invece notevolmente in funzione del numero di dipendenti, a causa dei differenti livelli di *labour intensity* dei vari comparti; i trasporti salgono fino al 32,0% del totale, mentre il contributo delle società commerciali si riduce al solo 8,6%. Il peso del settore alimentare passa al 5,8%, le imprese chimiche al 3,9% e le società produttrici di metallo e prodotti in metallo all'8,7%.

L'incrocio tra il settore di appartenenza delle società quotabili e la regione geografica di riferimento evidenzia, a livello locale, aspetti caratteristici delle produzioni distrettuali tipiche del *made in Italy* (la tavola 10 riporta l'incrocio tra settori e regioni). Si conferma come molte delle società *leader* all'interno delle diverse aree di specializzazione produttiva italiane, anche se dotate delle caratteristiche idonee alla quotazione e spesso con posizioni di *leadership* a livello internazionale, non siano ancora approdate sul mercato azionario (per considerazioni sul ruolo che la quotazione può svolgere per la crescita dei distretti italiani si veda Tantazzi, 2002). Non a caso, un numero consistente di socie-



tà quotabili è presente²⁴:

- per il settore tessile (codice DB) nelle provincie di Bergamo (9 società, distretto del cotoniero e nobilitazione), Biella-Vercelli e Vicenza (8 società, distretti della lana), Como (6, seta), Treviso (5, abbigliamento) e Mantova (4, calze femminili);
- per il settore delle industrie conciarie e della fabbricazione di prodotti in pelle e cuoio (codice DC) nelle provincie di Vicenza (8, conceria), Treviso (4, calzature sportive) e Verona (3, calzature);
- per la produzione di mobili (codice DN-3610) nelle zone di Como-Milano (7), Udine-Pordenone (6), Vicenza-Treviso (5) e Bari-Matera (3);
- per le macchine industriali (codice DK) nelle provincie di Brescia (9, macchine tessili), Modena (9, macchine utensili e per l'imballaggio), Bologna (6, macchine per l'imballaggio), Padova (6, macchine tessili e per lavorazione della plastica) e Reggio Emilia (6, pompe, macchine agricole e per l'imballaggio);
- per i prodotti non metallici (codice DI) nelle provincie di Modena e Reggio Emilia (rispettivamente 15 e 3) che dominano la produzione italiana e mondiale di piastrelle ceramiche;
- per i prodotti metallici (codice DJ) nelle provincie di Brescia (28, pentole, posateria e ferramenta) e Verona (7, caldaie e bruciatori);
- per la produzione di gioielli e oreficeria (codice DN-3620) nelle provincie di Vicenza (7) e Arezzo (4).

Tavola 10 - Ripartizione delle società quotabili per settore e regione

	Liguria	Lombardia	Piemonte	Valle d'Aosta	Nord Ovest	Emilia Romagna	Friuli Venezia Giulia	Trentino Alto Adige	Veneto	Nord Est	Lazio	Marche	Toscana	Umbria	Centro	Abruzzo	Basilicata	Calabria	Campania	Puglia	Sardegna	Sicilia	Sud	Totale
A	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1
C	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1
DA	2	32	10	-	44	23	3	5	15	46	4	-	4	3	11	3	-	-	4	3	2	1	13	114
DB	-	35	17	-	52	8	-	1	18	27	-	1	5	2	8	2	-	-	-	1	-	-	-	3
DC	-	1	1	-	2	3	-	-	16	19	-	2	2	-	4	-	-	-	-	2	-	-	-	2
DD	-	2	2	-	4	3	-	-	-	3	-	-	-	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	8
DE	1	13	5	-	19	3	1	-	5	9	3	1	8	1	13	-	-	-	1	-	-	-	-	1
DF	1	2	-	-	3	1	-	-	-	1	-	1	-	-	1	-	-	-	1	-	-	-	-	1
DG	1	24	4	-	29	7	1	-	3	11	3	-	3	1	7	1	-	-	-	-	1	-	-	2
DH	-	10	5	-	15	2	1	-	6	9	1	1	-	-	2	1	-	-	-	-	-	-	-	1
DI	-	2	1	-	3	24	3	-	3	30	-	1	-	3	4	-	-	-	-	-	-	-	-	3
DJ	1	63	17	1	82	13	4	-	17	34	-	3	2	-	5	-	-	-	1	1	1	-	-	3
DK	1	30	12	-	43	26	2	-	17	45	-	3	1	-	4	1	-	-	-	-	-	-	-	1
DL	1	24	5	1	31	8	1	-	7	16	4	1	3	-	8	-	1	-	1	-	-	-	-	2
DM	2	7	8	-	17	2	1	-	3	6	1	-	5	-	6	1	-	-	2	-	-	1	-	4
DN	1	12	2	-	15	-	6	1	13	20	1	2	4	1	8	-	2	-	-	1	-	-	-	3
E	-	7	1	-	8	7	-	3	2	12	1	-	3	-	4	2	-	-	-	1	-	1	-	4
F	2	7	4	-	13	6	1	-	6	13	7	1	3	-	11	2	1	-	2	2	-	1	-	8
G	8	75	18	-	101	30	5	3	37	75	20	2	11	3	36	1	-	2	12	4	4	4	4	27
H	-	5	-	-	5	-	-	-	2	2	-	-	1	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
I	7	14	5	-	26	8	4	3	5	20	10	-	2	2	14	1	-	-	6	-	2	2	11	71
J	-	2	-	-	2	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	3
K	1	16	2	-	19	-	-	-	1	1	3	-	-	-	3	-	-	-	1	-	-	-	-	1
N	-	1	-	-	1	-	-	-	-	1	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	2
O	-	5	-	-	5	2	-	-	3	5	2	-	-	-	2	-	-	-	-	-	-	-	-	12
Tot.	29	389	119	2	539	176	33	16	181	406	62	19	57	17	155	15	4	2	31	15	10	11	88	1 188

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci

(24) Per l'individuazione delle aree di specializzazione produttiva si è fatto riferimento a Fortis (1998).

3.2.2 La composizione dimensionale

Passando a considerare il fattore dimensionale (tavola 11 e figura 5), la ripartizione per classi evidenzia la prevalenza delle imprese di piccole dimensioni, con fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro (41,8%) e tra 75 e 100 milioni di euro (18,5%); le altre tre classi presentano un'incidenza sostanzialmente simile, con un peso tra l'11,6% e il 15,6%. Rispetto al numero di dipendenti le classi con maggiore numerosità sono quelle intermedie, con un numero di addetti compreso tra 100 e 250 (361 casi, pari al 30,4%) e tra 250 e 500 (323 casi, pari al 27,2%). Il contributo al fatturato e al numero di dipendenti complessivi è ovviamente crescente con il passare verso le classi di maggiore dimensione, a eccezione della classe di fatturato compresa tra 50 e 75 milioni di euro che, grazie all'elevato numero di casi rappresentati, incide per il 14,5% del fatturato totale.

In termini di altre variabili dimensionali (dati non riportati), il dato mediano di patrimonio netto delle società del campione ammonta a oltre 15 milioni di euro (il dato medio supera i 60 milioni); oltre il 75% delle imprese del campione è dotato di un patrimonio superiore ai 7,2 milioni di euro. Le attività medie sono pari a 239 milioni di euro, mentre il dato mediano è di 73,6 milioni e il 75% del campione supera i 48,8 milioni di euro.

Tavola 11 - Ripartizione delle società quotabili per classi dimensionali

Fatturato (ML euro)	N°	%	Totale	%	Dipendenti	N°	%	Totale	%
Classi dimensionali									
Tra 50 e 75	497	41.8%	30 116.0	14.5%	Tra 50 e 100	158	13.3%	11 802	1.1%
Tra 75 e 100	220	18.5%	18 942.0	9.1%	Tra 100 e 250	361	30.4%	62 434	5.8%
Tra 100 e 150	185	15.6%	22 405.8	10.8%	Tra 250 e 500	323	27.2%	114 960	10.7%
Tra 150 e 250	138	11.6%	26 363.3	12.7%	Tra 500 e 1 000	171	14.4%	119 826	11.1%
Oltre 250	148	12.5%	109 760.7	52.9%	Oltre 1 000	175	14.7%	766 910	71.3%
Totale	1 188	100.0%	207 587.7	100.0%	Totale	1 188	100.0%	1 075 932	100.0%
Distribuzione									
Media	..	..	174.7	..	Media	..	..	906	..
Mimino	..	..	50.0	..	Mimino	..	..	50	..
p10 (1° decile)	..	..	54.0	..	p10 (1° decile)	..	..	87	..
p25 (1° quartile)	..	..	62.1	..	p25 (1° quartile)	..	..	156	..
Mediana	..	..	83.5	..	Mediana	..	..	295	..
p75 (3° quartile)	..	..	144.7	..	p75 (3° quartile)	..	..	600	..
p90 (9° decile)	..	..	303.9	..	p90 (9° decile)	..	..	1 287	..
Massimo	..	..	7 016.1	..	Massimo	..	..	176 255	..

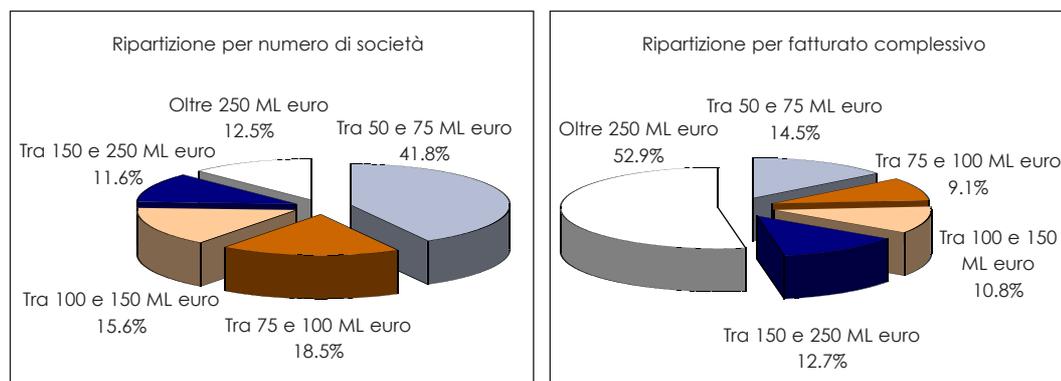
Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci

La dimensione unitaria delle società quotabili è quindi sostanzialmente modesta: al di là del dato medio (pari a 174,7 milioni di euro), il dato mediano di fatturato è di soli 83,5 milioni di euro; inoltre il 75% delle imprese ha un fatturato inferiore a 144,7 milioni di euro e addirittura il 90% ha un fatturato al di sotto di 303,9 milioni di euro. Il dato sottolinea la carenza di grandi imprese italiane ancora non quotate, se nella definizione di “grande impresa” si fa riferimento ai raggruppamenti dimensionali caratteristici delle società quotate, più che alla nozione di grande impresa normalmente utilizzata nelle analisi economiche. Questo aspetto va attentamente tenuto in considerazione, come d'altro



canto già fatto con la creazione del segmento Star, nel definire le modalità di proposta di opportunità di quotazione alle imprese italiane ancora non approdate sul listino. In base ai dati evidenziati, il gruppo di imprese quotabili è per la quasi totalità costituito da società destinate a rientrare nei segmenti delle *medium* e *small caps*.

Figura 5 - Ripartizione delle società quotabili per classi dimensionali



Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci

La tavola 12 analizza più nel dettaglio la distribuzione dimensionale delle società selezionate, ripartendo tale distribuzione per macroarea e per regione. A conferma della maggior presenza di imprese di grandi dimensioni nelle regioni centrali (sostanzialmente nel Lazio, dove hanno sede le maggiori società non ancora quotate, a controllo statale e non ancora privatizzate quali Ferrovie dello Stato, Poste Italiane, Rai Holding), il fatturato medio delle imprese dell'area supera nettamente quello delle altre tre, posizionandosi a 275,6 milioni di euro. Ciò nonostante, la distribuzione per dimensione appare abbastanza omogenea, visto che i dati mediani sono simili e posizionati intorno a 83 milioni di euro (in ordine crescente 79,7 milioni per il Nord Est, 81,5 per il Sud, 83,3 per il centro e 86,9 per il Nord Ovest). Si evidenzia per le regioni del Nord Ovest la presenza di imprese di dimensioni leggermente superiori rispetto alle imprese del Nord Est e del Sud: oltre al più elevato dato mediano, l'incidenza percentuale delle imprese di dimensioni inferiori tende infatti a essere minore (le imprese con fatturato inferiore a 75 milioni di euro sono pari al 37,7% del totale, contro valori superiori al 40% per le altre aree) e i dati relativi ai percentili della distribuzione al 25% e 75% si dimostrano consistentemente superiori.

Le stesse considerazioni si ottengono facendo riferimento al numero medio di addetti (2.536 al Centro, 776 nel Nord Ovest, 561 nel Nord Est e 418 al Sud) e al dato mediano: il più elevato è quello del Nord Ovest (325), seguito da Nord Est e Centro con 285, e Sud con 228.

Tavola 12 - Ripartizione delle società quotabili per classe di fatturato, area geografica e regione

Area geografica e regione	Fatturato (ML euro)						Classe (numero società)				
	Media	p10	p25	Mediana	p75	p90	50-75	75-100	100-150	150-200	oltre 250
Milioni di euro											
Nord Ovest	184.7	53.5	63.3	86.9	156.6	341.2	203	111	85	68	72
Nord Est	136.4	54.4	61.5	79.7	131.5	266.7	189	74	61	39	43
Centro	275.6	56.1	64.6	83.3	177.8	436.7	63	25	21	19	27
Sud	112.9	52.6	56.2	81.5	131.9	225.9	42	10	18	12	6
Abruzzo	115.1	53.2	59.9	85.8	175.7	209.0	6	2	3	3	1
Basilicata	80.6	52.0	66.3	82.1	95.0	106.5	1	2	1	-	-
Calabria	151.4	113.6	113.6	151.4	189.2	189.2	-	-	1	1	-
Campania	123.9	53.2	55.8	95.9	133.4	248.9	12	4	9	3	3
Emilia Romagna	131.2	54.8	61.2	80.3	127.4	271.3	82	29	33	14	18
Friuli Venezia G.	167.6	51.7	54.9	70.8	140.2	323.2	19	3	4	2	5
Lazio	473.5	56.1	63.8	116.7	242.5	1018.5	24	4	9	10	15
Liguria	185.1	53.6	69.2	95.3	208.5	546.5	11	4	4	3	7
Lombardia	190.7	53.2	62.2	86.8	153.1	321.0	155	68	66	50	50
Marche	113.1	53.1	60.1	74.6	144.7	266.0	10	1	4	2	2
Molise	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Piemonte	166.7	55.5	68.2	87.2	157.7	366.1	37	37	15	15	15
Puglia	131.0	52.1	55.2	102.4	205.3	226.7	6	1	3	4	1
Sardegna	89.8	51.3	55.0	56.2	64.4	223.3	9	-	-	-	1
Sicilia	79.9	54.4	57.5	62.4	76.2	105.1	8	1	1	1	-
Toscana	165.6	58.0	65.8	80.2	158.0	358.5	22	14	6	7	8
Trentino Alto Ad.	103.4	55.3	59.7	75.9	129.7	185.4	8	3	2	2	1
Umbria	103.7	53.8	67.6	80.5	90.1	250.7	7	6	2	-	2
Valle d'Aosta	84.0	81.5	81.5	84.0	86.5	86.5	-	2	-	-	-
Veneto	138.7	54.9	63.5	80.6	134.9	252.2	80	39	22	21	19
Totale	174.7	54.0	62.1	83.5	144.7	303.9	497	220	185	138	148

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci

In relazione agli aspetti settoriali, la distribuzione dimensionale per fatturato è omogenea all'interno dei macrosettori industriali e dei servizi: la mediana (rispettivamente 83,7 e 82,9 milioni di euro) è simile e molto prossima al dato generale (83,5 milioni), così come i valori al 25% della distribuzione (62,1 e 61,9 milioni di euro). Dall'ultimo quartile della distribuzione (147,2 e 140,8 milioni di euro) emerge un leggero spostamento verso dimensioni superiori nel macrosettore delle società industriali. Questa tendenza è confermata dai dati relativi ai dipendenti: il dato mediano delle società industriali è pari a 325 contro 198 nel macrosettore dei servizi, e i singoli percentili della distribuzione si mantengono costantemente superiori (dati non riportati in tabella).

In termini di fatturato il settore con maggiori dimensioni medie è quello della lavorazione di coke e petrolio (812,2 milioni di euro), che non a caso presenta 3 imprese su 6 nella classe di fatturato più elevata. Seguono il settore dei servizi pubblici (345,4, grazie al contributo di Rai Holding), quello dei trasporti (315,3) e il settore chimico (220,9). Al di là delle dimensioni medie, vale però la pena sottolineare la presenza di un certa incidenza di imprese medio-grandi ancora non quotate anche in settori tradizionali, oltre che in quelli più propriamente caratterizzati da elevate economie di scala quali il settore energetico, della lavorazione del petrolio e il settore chimico. Hanno un fatturato di oltre 150 milioni di euro:



Tavola 13 - Ripartizione delle società quotabili per classe di fatturato, macrosettore e settore

Macrosettore e settore	Fatturato (ML euro)						Classe (numero società)				
	Media	p10	p25	Mediana	p75	p90	50-75	75-100	100-150	150-200	oltre 200
Industriali	170.4	54.1	62.1	83.7	147.2	321.0	309	145	116	88	98
Servizi	182.4	53.6	61.9	82.9	140.8	267.3	188	75	69	50	50
- Agricoltura, caccia e silvicoltura (A)	217.7	217.7	217.7	217.7	217.7	217.7	-	-	-	1	-
- Estrazione di minerali (C)	62.5	58.9	58.9	62.5	66.1	66.1	2	-	-	-	-
- Industrie alimentari, delle bevande e del tabacco (DA)	197.2	55.9	65.6	89.4	154.8	366.1	38	25	22	10	19
- Industrie tessili e dell'abbigliamento (DB)	169.2	56.4	64.8	95.9	175.4	289.2	25	22	18	16	9
- Industrie conciarie, fabbricazione di prodotti in cuoio, pelle e similari (DC)	117.6	54.6	63.5	80.6	104.9	247.9	13	6	3	3	2
- Industria del legno e dei prodotti in legno (DD)	71.6	53.3	55.1	76.6	81.6	93.2	4	4	-	-	-
- Fabbricazione della pasta-carta, della carta e dei prodotti in carta; stampa ed editoria (DE)	133.5	54.2	57.9	78.3	158.0	202.6	20	6	5	8	3
- Fabbricazione di coke, raffinerie di petrolio etc. (DF)	812.2	52.6	80.5	353.1	684.1	3349.8	1	1	1	-	3
- Fabbricazione di prodotti chimici e di fibre sintetiche e artificiali (DG)	220.9	53.3	70.8	107.9	230.5	507.6	17	6	6	9	11
- Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche (DH)	114.3	52.1	55.6	72.3	158.8	189.9	14	3	2	7	1
- Fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi (DI)	133.0	51.9	62.0	74.1	104.5	310.0	19	6	4	3	5
- Produzione di metallo e fabbricazione di prodotti in metallo (DJ)	209.3	54.0	63.5	86.1	181.7	351.6	47	24	16	16	21
- Fabbricazione di macchine e apparecchi meccanici etc. (DK)	143.7	54.5	60.6	74.4	124.1	309.6	49	14	12	6	12
- Fabbricazione di macchine elettriche e di apparecchiature elettriche ed ottiche (DL)	125.2	51.8	57.2	80.2	110.1	191.0	28	9	14	2	4
- Fabbricazione di mezzi di trasporto (DM)	205.0	61.2	72.7	88.9	135.6	419.7	9	9	7	2	6
- Altre industrie manifatturiere (DN)	97.4	53.5	62.5	73.9	110.9	169.2	23	10	6	5	2
- Produzione e distribuzione di energia elettrica, gas e acqua (E)	197.8	52.1	61.9	80.1	164.6	438.9	13	5	2	3	5
- Costruzioni (F)	117.7	52.1	57.2	70.2	115.6	255.4	25	6	4	5	5
- Commercio all'ingrosso e al dettaglio (G)	157.5	54.9	63.8	85.8	136.6	235.7	94	48	46	30	21
- Alberghi e ristoranti (H)	164.6	53.6	64.9	120.4	237.2	417.8	3	-	2	1	2
- Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni (I)	315.3	53.1	61.5	84.7	190.7	461.3	32	8	7	9	15
- Intermediazione monetaria e finanziaria (J)	86.1	53.0	53.0	72.5	132.7	132.7	2	-	1	-	-
- Attività immobiliari, noleggio, informatica etc. (K)	84.9	51.2	54.8	72.4	96.2	135.5	13	5	4	2	-
- Sanità e altri servizi sociali (N)	80.8	61.5	61.5	80.8	100.0	100.0	1	1	-	-	-
- Altri servizi pubblici, sociali e personali (O)	345.4	53.3	62.2	83.6	112.4	496.2	5	2	3	-	2
Totale	174.7	50.0	62.1	83.5	144.7	7016.1	497	220	185	138	148

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci

- ventinove imprese su 114 (25,4%) nel settore alimentare;
- venticinque imprese su 90 (27,8%) nel settore tessile;
- undici imprese su 42 (26,2%) nel settore cartario;
- ventiquattro imprese su 71 (33,8%) nel settore dei trasporti;

- otto imprese su 27 (29,6%) nel settore della lavorazione di plastica e gomma.

La dimensione mediana per numero di dipendenti conferma i settori elencati nelle posizioni più elevate: oltre ad alcuni settori con un numero limitato di osservazioni, per i quali il dato è poco significativo, si collocano nelle prime posizioni le industrie tessili e le *public utilities* (452 dipendenti la dimensione mediana), i mezzi di trasporto (440), le imprese che realizzano prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi (424) e le società del settore dei trasporti (413).

3.2.3 Una stima della capitalizzazione potenziale delle società quotabili

Attraverso l'analisi dei dati di bilancio disponibili per le società del campione e degli opportuni multipli sui mercati azionari europei, è infine interessante ipotizzare il possibile contributo che deriverebbe alla capitalizzazione del mercato italiano (oltre che al numero di società quotate) attraverso la quotazione delle società individuate dalla selezione²⁵. La metodologia utilizzata si basa sull'utilizzo dei rapporti *price to sales* registrati sui mercati europei a fine anno 2001, relativi agli indici settoriali della famiglia FTSE Eurotop 300 di fonte Bloomberg. L'utilizzo di dati settoriali si rende necessario per tenere in considerazione i diversi livelli di redditività, crescita attesa e rischiosità che caratterizzano i diversi comparti e che influiscono sulla valutazione di mercato delle società in essi operanti²⁶. Va considerato che una stima più puntuale richiederebbe di tenere in considerazione anche differenze nei multipli di valutazione in funzione della dimensione aziendale, che influiscono sulla liquidità dei titoli e si riversano, almeno idealmente, in differenze valutative per l'esistenza di uno sconto che compensi i minori livelli di liquidità sulle imprese di minori dimensioni. La non disponibilità di multipli relativi alle diverse classi dimensionali (e non solo ai diversi settori) ha portato a trascurare questa variabile, nella consapevolezza di aver così aggiunto un ulteriore grado di approssimazione alla valutazione conclusiva.

Il contributo complessivo alla capitalizzazione di mercato che deriverebbe dalla quotazione delle società individuate nel campione sarebbe pari a circa 200 miliardi di euro (tavola 14), con un contributo rilevante proveniente dai macrosettori dei beni di consumo non ciclici (*non cyclical consumer goods*, che include i settori alimentare, farmaceutico e l'*health care*) e dei servizi ciclici (*cyclical services*, vale a dire distribuzione, *entertainment*, media, trasporti e servizi di supporto) pari in entrambi i casi al 27,7%. Seguono i settori dei beni di consumo ciclici (*cyclical consumer goods*, che include automobili, prodotti per la casa e abbigliamento) e delle industrie di base (*basic industries*) con quote rispettivamente pari a 16,2% e 11,4%. Scendendo nel dettaglio dei singoli settori, gli

(25) Vale la pena sottolineare che ogni valutazione di questo genere rappresenta un puro esercizio di calcolo e comporta inevitabili approssimazioni, che rendono il dato interessante non tanto per il suo valore puntuale, quanto per la definizione di un ordine di grandezza finalizzato a considerazioni di massima.

(26) Per poter utilizzare i multipli settoriali si è proceduto ad associare i settori Ateco 91 ai diversi *Sectors* utilizzati dalla classificazione *FTSE Global Classification System*. Il dettaglio della riclassificazione utilizzata è riportato in Appendice 1 (tavola 21).



apporti più consistenti proverrebbero dai prodotti per la casa e tessile (15,0%, caratterizzato da un numero notevole di società di dimensioni medio-grandi, anche se una sola di dimensioni tali da rientrare nelle prime 10 posizioni della classifica) dalla farmaceutica e biotecnologie (12,7%; il settore include tre società nelle prime 6 posizioni e ben 6 nelle prime 20), dai trasporti (10,6%, grazie al contributo delle Ferrovie dello Stato) e dall'alimentare (9,6%, con tre società nelle prime 20).

Il campione include 35 società (il 2,3% del campione) che supererebbero per capitalizzazione la soglia degli 800 milioni di euro, attualmente in uso per l'ammissione al segmento *blue chip*. Salendo a 1,6 miliardi di euro (che corrisponde alla soglia di capitalizzazione relativa alle prime 50 società quotate in Borsa) sono state individuate 16 società. Considerazione a questa complementare, nel campione delle imprese quotabili rientrano oltre 1.100 società con una capitalizzazione potenziale inferiore a 800 milioni di euro; circa 780 avrebbero una capitalizzazione inferiore a 100 milioni di euro (la classe in termini relativi finora meno presente sul listino italiano rispetto agli altri mercati). La possibile capitalizzazione aggiuntiva del gruppo di società non *blue chip* può essere stimata nell'ordine di 125 miliardi di euro. Questo contributo potrebbe contribuire a ridurre l'evidenziato disallineamento nella composizione dimensionale del mercato italiano rispetto alle altre piazze finanziarie principali, dovuto principalmente proprio alla scarsa presenza di società nella classe delle *small caps* e in particolare delle *micro caps*.

Data la distribuzione dei livelli di capitalizzazione calcolati ai fini della stima, non va comunque trascurato che l'accesso al mercato per un numero significativo delle società individuate dovrebbe avvenire su segmenti o mercati che prevedano opportuni meccanismi di sostegno della liquidità e modalità di negoziazione ad hoc, al fine di assicurare un efficiente meccanismo di formazione dei prezzi anche in presenza di capitalizzazioni molto ridotte.

Nel raffronto con i dati relativi alla capitalizzazione di Borsa a fine anno 2001, la dimensione delle società ancora non quotate è significativa, testimoniando le possibilità di crescita, anche in termini di capitalizzazione, del listino italiano. Prendendo a confronto i dati di *market cap* delle società quotate a fine 2001, l'aggregato delle società industriali e dei servizi (escludendo quindi le società finanziarie, che non sono oggetto di attenzione ai fini del presente lavoro) pesava per circa 350 miliardi di euro: il potenziale contributo apportato dal campione di società quotabili, tenendo conto delle inevitabili approssimazioni comportate da calcoli di questo tipo, potrebbe far salire questo valore per una quota del 60% circa. Questa stima, che ipotizza la capitalizzazione potenziale di tutte le società individuate, dovrebbe in realtà tener conto del livello di propensione alla quotazione valutato nel secondo capitolo. Prendendo a riferimento il dato per l'anno 1997, sulla base dei dati storici di propensione alla quotazione identificati in precedenza, è ragionevole ipotizzare che circa il 15% delle società quotabili possa essere effettivamente interessato in modo concreto ad accedere al mercato azionario. Una stima più realistica del contributo addizionale alla capitalizzazione del mercato azionario italiano derivante dalla quotazione delle società individuate dovrebbe quindi collocarsi al di sotto di 110 miliardi di euro, dato ottenuto considerando il primo 15% delle società quotabili in ordine decrescente per capitalizzazione ed escludendo i principali casi di società a controllo pubblico e non ancora privatizzate.

Tavola 14 - Una stima della capitalizzazione di mercato apportata dalle società quotabili (dati a fine anno 2001)

N°	Economic Group N° Sector	Sales (ML euro)	Price/ sales	Market cap (ML euro)	%
00	Resources	5 188.4	..	5 535.9	2.7%
	04 Mining	125.1	1.35	168.8	0.1%
	07 Oil & gas	5 063.3	1.06	5 367.1	2.6%
10	Basic Industries	47 278.9	..	23 456.1	11.4%
	11 Chemicals	7 293.2	0.85	6 199.2	3.0%
	13 Construction & building materials	8 804.0	0.69	6 074.8	3.0%
	15 Forestry & paper	3 655.3	0.80	2 924.2	1.4%
	18 Steel & other metals	27 526.5	0.30	8 257.9	4.0%
20	General Industries ⁽¹⁾	17 479.5	..	9 881.9	4.8%
	21 Aerospace & defence	892.7	0.81	723.1	0.4%
	25 Electronic & electrical equipment	5 484.0	0.84	4 606.6	2.2%
	26 Engineering & machinery	11 102.8	0.41	4 552.2	2.2%
30	Cyclical consumer goods	35 763.5	..	33 134.1	16.2%
	31 Automobiles & parts	8 777.4	0.27	2 369.9	1.2%
	34 Household goods & textiles	26 986.1	1.14	30 764.2	15.0%
40	Non cyclical consumer goods	30 725.4	..	56 630.7	27.7%
	41 Beverages	1 861.1	1.96	3 647.7	1.8%
	43 Food producers & processors	18 636.4	1.06	19 754.6	9.6%
	44 Health	1 413.1	2.55	3 603.4	1.8%
	47 Personal care & household products	450.9	1.43	644.8	0.3%
	48 Pharmaceuticals & biotechnology	6 163.4	4.22	26 009.4	12.7%
	49 Tobacco	2 200.6	1.35	2 970.8	1.5%
50	Cyclical services	47 379.7	..	56 640.0	27.7%
	52 General retailers	15 205.9	0.82	12 468.8	6.1%
	53 Leisure, entertainment & hotels	2 739.2	0.88	2 410.5	1.2%
	54 Media & photography	5 306.7	1.72	9 127.5	4.5%
	58 Support services	9 743.5	1.12	10 912.7	5.3%
	59 Transport	14 384.4	1.51	21 720.5	10.6%
60	Non cyclical services	17 300.6	..	9 661.0	4.7%
	63 Food & drug retailers	17 218.3	0.55	9 470.0	4.6%
	67 Telecommunication services	82.3	2.32	191.0	0.1%
70	Utilities	5 537.0	..	6 506.9	3.2%
	72 Electricity	1 394.8	1.38	1 924.8	0.9%
	73 Gas distribution	3 505.8	1.14	3 996.6	2.0%
	78 Water	636.4	0.92	585.5	0.3%
90	Information technology	934.8	..	3 376.0	1.6%
	93 Information technology hardware	168.5	2.48	417.8	0.2%
	97 Software & computer services	766.4	3.86	2 958.2	1.4%
	Tutti i settori	207 587.7	..	204 822.4	100.0%
	Capitalizzazione delle società non finanziarie quotate	..	..	351 175.1	100.0%
	Contributo addizionale delle società quotabili	..	..	204 822.4	58.3%
	Totale	..	..	555 997.5	158.3%

(1) E' stato escluso il Sector "Diversified industrials"

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci e FTSE

L'arco temporale in cui questa previsione troverà effettiva probabilità di realizzarsi e la possibilità che la propensione alla quotazione da parte delle imprese cresca nel tempo - in modo tale da ipotizzare un più ampio bacino di società realisticamente interessate alla quotazione - dipenderanno dalle capacità del sistema finanziario italiano di offrire condizioni normative, fiscali e regolamentari incentivanti per l'accesso al mercato azionario, e dall'effettiva volontà delle imprese di utilizzare la quotazione a supporto delle proprie scelte strategiche.



3.2.4 Le caratteristiche reddituali e la struttura finanziaria delle società quotabili

Per effettuare confronti sulle caratteristiche reddituali e finanziarie del campione di società quotabili - oltre a considerare le distribuzioni dei principali indicatori di bilancio - si è provveduto a costruire dei bilanci di tipo aggregato che possono essere confrontati con i dati cumulati per le imprese italiane dei settori *energy, manufacturing, building, trade, transport* e *other services* (i settori dai quali sono state selezionate le imprese del campione di società quotabili) tratti dalla banca dati Bach e relativi a un campione di circa 40.000 società²⁷.

Il dato di Roe aggregato è pari al 4,3%, la redditività sul capitale investito (Roic) al 5,4%, e il Roa all'1,1% (tavola 15). Sono leggermente più elevati i dati medi sul campione delle società, con un Roe del 5,9%, un Roic del 10,4% e un Roa pari all'1,8%. In termini di profittabilità, gli indicatori si collocano intorno al 9,8% per il rapporto tra margine operativo lordo e vendite (9,2% il dato medio), al 4,4% per il rapporto tra margine operativo netto e vendite (5,1%), all'1,5% per il rapporto tra utile netto e vendite (1,6%). I risultati sono sostanzialmente in linea con l'aggregato più ampio delle imprese Bach, che presentano per l'anno 2000 un *Ebitda margin* pari al 10,1% e un *Ebit margin* pari al 4,7%. I dati leggermente inferiori per Roe (che si confronta con il 6,9% delle imprese Bach) e *net margin* (2,3%) possono essere spiegati, come si vedrà nel seguito, da un maggior peso degli oneri finanziari. La percentuale di società in utile o in pareggio nel 2000 è pari al 79,5%, leggermente inferiore al dato rilevato da Banca d'Italia (2002) sul totale delle imprese italiane con oltre 50 addetti (85,0%).

La struttura del passivo vede un'incidenza pari al 25,4% dei mezzi propri, superata dal contributo dei debiti finanziari (31,5%). I debiti commerciali incidono per il 18,2% e completano il passivo il contributo di fondi accantonati, debiti tributari e debiti diversi per un'incidenza totale del 24,9%. Circa i 2/3 dei debiti finanziari sono debiti verso banche (19,2% sul totale del passivo), di cui a lungo termine per una quota pari al 7,7% del passivo. I dati elaborati sulla base dei bilanci cumulati Bach forniscono un'incidenza del 31,3% del patrimonio netto, del 27,7% per i debiti finanziari (di cui 17,7% verso banche e 5,9% verso banche, a lungo termine), del 23,7% per i debiti commerciali e del 17,3% per le altre passività. Nel complesso quindi la struttura del passivo delle società quotabili si dimostra più indebitata rispetto alla totalità delle imprese dei settori di interesse, visto che il *leverage* è pari a 1,24 e si confronta con un valore pari a 0,88 per l'aggregato dei dati Bach. Ciò nonostante il costo dell'indebitamento finanziario, pari per l'aggregato del campione al 4,8% (6,2% il dato per l'aggregato Bach), non sembra generare problemi alla gestione operativa, visto che il rapporto tra oneri finanziari e margine operativo lordo è contenuto e pari a 0,21, anche se leggermente superiore al dato aggregato Bach (0,18).

Il dato mediano, pari a 0,20, conferma questa considerazione. Anche il rapporto tra attività e passività correnti, pari a 1,78, non suggerisce problemi di liquidità.

(27) La banca dati Bach (*Bank for the Accounts of Companies Harmonised*) è di fonte Commissione Europea e contiene dati annuali armonizzati di bilanci aziendali per 11 Paesi europei, per il Giappone e per gli Stati Uniti. La fonte per l'Italia è Centrale dei Bilanci, la medesima utilizzata per gli scopi del presente lavoro. I confronti sono quindi effettuati su grandezze omogenee.

Tavola 15 - Principali indicatori di bilancio per le società quotabili (anno 2000)

	Aggregato	Media	Sd	Mediana
Redditività				
Return on equity (Roe)	4.27%	5.91%	21.02%	5.52%
Return on invested capital (Roic)	5.43%	10.39%	13.43%	8.88%
Return on assets (RoA)	1.09%	1.82%	3.62%	1.03%
Profittabilità				
Ebitda margin (Mol / vendite)	9.80%	9.19%	8.32%	7.76%
Ebit margin (Mon / vendite)	4.36%	5.11%	6.23%	4.25%
Net margin (Utile netto / vendite)	1.50%	1.62%	3.72%	0.82%
Liquidità				
Rapporto corrente (attività correnti / passività correnti)	1.78	1.97	10.19	1.34
Struttura finanziaria (incidenza percentuale rispetto al totale delle passività)				
Patrimonio netto	25.45%	23.39%	15.23%	20.02%
Debiti finanziari	31.51%	34.19%	16.84%	34.88%
- di cui verso banche	19.24%	28.66%	16.44%	29.45%
- di cui verso banche, a lungo termine	7.66%	8.19%	8.60%	6.04%
Debiti commerciali	18.18%	28.55%	14.32%	26.21%
Altre passività	24.86%	13.86%	8.92%	12.25%
Leverage e costo dell'indebitamento				
Leverage (debiti finanziari / patrimonio netto)	1.24	2.69	3.23	1.80
(Debiti finanziari + debiti commerciali) / patrimonio netto	1.95	5.17	7.38	3.30
Debt cost (oneri finanziari ⁽¹⁾ / debiti finanziari)	4.77%	6.30%	2.82%	5.72%
Oneri finanziari ⁽¹⁾ / (debiti finanziari + debiti commerciali)	3.02%	3.22%	1.69%	3.09%
Interest coverage (oneri finanziari / Mol)	0.21	0.24	3.58	0.20

(1) La voce include gli oneri su debiti commerciali e diversi
Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci

Tavola 16 - Principali componenti dei livelli di redditività delle società quotabili (anno 2000)

	Aggregato	Media	Sd	Mediana
Roe	4.27%	6.44%	21.35%	5.83%
Leverage e costo dell'indebitamento				
modified Ebit margin ((utile + oneri fin. + imposte) / vendite)	5.77%	5.11%	6.23%	4.25%
Assets turnover (vendite / attivo)	0.72	1.35	0.81	1.14
Equity multiplier (attivo / patrimonio netto)	3.93	7.12	8.14	4.98
Interest burden ((utile + imposte) / (utile + oneri fin. + imposte))	63.99%	58.44%	275.72%	62.99%
Tax burden (utile / (utile + imposte))	40.73%	40.58%	490.36%	45.42%
Leverage e costo dell'indebitamento				
modified Roi (Mon / (patrimonio netto + debiti finanziari))	5.54%	10.60%	13.85%	8.93%
Leverage (debiti finanziari / patrimonio netto)	1.24	2.69	3.23	1.80
Debt cost (oneri finanziari ⁽¹⁾ / debiti finanziari)	4.77%	6.30%	2.82%	5.72%
Tax & extraordinary burden	0.65	1.45	16.39	0.35

(1) La voce include gli oneri su debiti commerciali e diversi
Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci



Tavola 17 - Principali indicatori di bilancio per le società quotabili, per aree geografiche (indicatori su bilanci aggregati, anno 2000)

Area geografica	Roe	Ebit margin	Assets turnover	Leverage	% deb. banche	% deb. banche LT	Of / deb. fin.	Of / Mol
Nord Ovest	9.63%	6.05%	1.00	1.34	26.77%	10.29%	6.06%	0.19
Nord Est	6.45%	5.31%	1.01	1.14	26.59%	9.35%	6.62%	0.21
Centro	-1.19%	-0.42%	0.34	1.17	8.71%	4.31%	2.53%	0.24
Sud	6.21%	1.93%	0.96	1.84	30.06%	12.39%	6.24%	0.38
Totale	4.27%	4.36%	0.72	1.24	19.24%	7.66%	4.77%	0.21

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci

Tavola 18 - Principali indicatori di bilancio per le società quotabili, per classi dimensionali (indicatori su bilanci aggregati, anno 2000)

Classi di fatturato (ML euro)	Roe	Ebit margin	Assets turnover	Leverage	% deb. banche	% deb. banche LT	Of / deb. fin.	Of / Mol
Tra 50 e 75	6.57%	5.26%	0.99	1.16	25.23%	7.45%	5.92%	0.20
Tra 75 e 100	6.57%	4.94%	1.11	1.35	27.49%	8.87%	6.16%	0.22
Tra 100 e 150	11.67%	4.28%	0.85	1.28	21.47%	7.25%	6.77%	0.22
Tra 150 e 250	6.50%	4.40%	1.04	1.28	27.65%	8.30%	6.55%	0.24
Oltre 250	2.50%	4.03%	0.58	1.23	16.06%	7.55%	3.94%	0.20
Totale	4.27%	4.36%	0.72	1.24	19.24%	7.66%	4.77%	0.21

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci

I dati medi relativi alle componenti della redditività sul patrimonio²⁸ (tavola 16) registrano, oltre al dato di *Ebit margin* già sottolineato, un rapporto tra vendite e attivo (indicatore di efficienza operativa) pari a 0,7 e un rapporto tra attivo e patrimonio netto pari a 3,9 (indicatore di struttura finanziaria); la gestione finanziaria e straordinaria riduce il margine operativo netto nel 36,0%, mentre l'effetto dell'imposizione fiscale riduce del 59,3% l'utile prima delle tasse. La relazione della leva finanziaria indica che il livello dell'indebitamento genera un effetto positivo, grazie a una redditività operativa sul totale di patrimonio netto e debiti finanziari pari al 5,5% che si confronta con un inferiore costo dell'indebitamento (4,8%, come già evidenziato)²⁹.

Le migliori performance sono registrate dalle imprese del Nord Ovest (con i dati più elevati per Roe, *Ebit margin* e peso degli oneri finanziari sul margine operativo lordo), seguite dalle società del Nord Est, che presentano tra l'altro il minor grado di *leverage*. Le imprese del Centro hanno livelli più bassi di profittabilità e minori livelli di indebitamen-

(28) La ripartizione del Roe individuata fa riferimento alla relazione (dove $Ebt = Net\ income + taxes$ e $Ebit = Net\ income + taxes + interest\ expense$):

$$Roe = \frac{Net\ income}{Equity} = \frac{Net\ income}{Ebt} * \frac{Ebt}{Ebit} * \frac{Ebit}{Sales} * \frac{Sales}{Assets} * \frac{Assets}{Equity}$$

$$= Tax\ burden * Interest\ burden * modified\ Ebit\ margin * Assets\ turnover * Equity\ multiplier$$

(29) La ripartizione del Roe individuata fa riferimento alla relazione della leva finanziaria (dove D indica i debiti finanziari e Of indica gli oneri finanziari):

$$Roe = s * \left[Roi - \frac{D}{E} * (Roi - r) \right] = \frac{Net\ income}{Ebit - Of} * \left[\frac{Ebit}{Equity + D} - \frac{D}{Equity} * \left(\frac{Ebit}{Equity + D} - \frac{Of}{D} \right) \right]$$

$$= Tax\ \&\ extraordinary\ burden * [modified\ Roi - Leverage * (modified\ Roi - Debt\ cost)]$$

to. Il dato è però influenzato da alcuni casi particolari di grandi imprese pubbliche (Poste Italiane, Ferrovie dello Stato, Rai Holding ed Ente Tabacchi Italiani): escludendo dal campione tali casi isolati i risultati si riallineano a quelli generali, con valori di Roe pari a 10,7%, *Ebit margin* del 4,3%, un *leverage* pari a 1,1 e un *interest coverage* del 21,8%. Probabilmente a causa della concentrazione del campione nella categoria delle medie e grandi imprese, non si registrano regolarità pronunciate con riferimento alle classi dimensionali di fatturato. La classe delle grandi imprese (oltre 250 milioni di euro di fatturato) evidenzia dati disallineati a causa dei casi citati in precedenza (che si collocano per fatturato tra le prime 10 società). Escludendo queste situazioni il Roe delle società di grandi dimensioni raggiunge il 9,5%, l'*Ebit margin* il 6,1%, il *leverage* è pari a 1,3 e l'*interest coverage* è pari al 19,5%. A livello settoriale l'effetto dei casi individuati influenza principalmente il macrosettore dei servizi (Roe dell'11,6%, *Ebit margin* del 2,2%, *leverage* pari a 1,5 e *interest coverage* pari al 24,2% in assenza delle osservazioni citate) e i settori dei trasporti e comunicazioni (Roe del 13,3%, *Ebit margin* del 16,0%, *leverage* pari a 1,3 e *interest coverage* pari al 24,5% in assenza di tali osservazioni).

La variabilità dei dati settoriali è elevata (tavola 19). Solo in tre casi si assiste a valori negativi per margini e/o redditività. I settori con margini più elevati (escludendo quelli per cui si hanno meno di 5 osservazioni disponibili, per i quali il dato è poco significativo) sono quelli dei servizi pubblici, sociali e personali (19,1%), il chimico (9,8%), l'industria tessile (9,0%), delle *utilities* (8,25%), della produzione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi (7,9%), della fabbricazione di articoli in gomma (7,1%) e delle macchine e apparecchi meccanici (6,9%). In termini di ritorno sul capitale proprio prevalgono invece le società di servizi (11,9% per il commercio, 16,5% per alberghi e ristoranti), anche se si registrano valori interessanti per alcune industrie manifatturiere (lavorazione della gomma con l'11,2%, industrie conciarie con il 12,4%, società petrolifere e chimiche con il 12,6% e lavorazione del metallo con il 10,5%). Le industrie con migliori risultati per margini e redditività sono anche le industrie con minori livelli di incidenza degli oneri finanziari rispetto al margine operativo lordo.



**Tavola 19 - Principali indicatori di bilancio per le società quotate, per settori
(indicatori su bilanci aggregati, anno 2000)**

Settori	Roe	Ebit margin	Assets turnover	Leverage	% deb. banche	% deb. banche LT	Of / deb. fin.	Of / Mol
Industriali	7.73%	6.58%	0.95	1.18	27.51%	10.28%	6.36%	0.20
Servizi	-0.26%	-0.25%	0.48	1.32	10.49%	4.89%	2.89%	0.26
- Agricoltura, caccia e silvicoltura (A)	-70.86%	-4.36%	1.26	5.76	50.87%	0.03%	3.96%	-0.82
- Estrazione di minerali (C)	7.94%	9.65%	0.80	0.25	12.80%	2.62%	12.47%	0.15
- Industrie alimentari, delle bevande e del tabacco (DA)	8.08%	5.98%	1.15	0.94	28.25%	8.33%	6.36%	0.18
- Industrie tessili e dell'abbigliamento (DB)	7.81%	9.04%	0.88	0.98	27.39%	8.38%	6.88%	0.19
- Industrie conciarie, fabbricazione di prodotti in cuoio e similari (DC)	12.43%	6.84%	1.29	1.50	35.71%	6.38%	6.77%	0.21
- Industria del legno e dei prodotti in legno (DD)	7.02%	5.30%	0.77	1.99	45.91%	17.79%	4.79%	0.26
- Fabbricazione della pasta-carta, della carta e dei prodotti in carta; stampa ed editoria (DE)	6.82%	5.76%	0.96	1.19	30.32%	9.78%	5.61%	0.19
- Fabbricazione di coke, raffinerie di petrolio etc. (DF)	12.64%	4.51%	1.64	4.62	52.37%	36.56%	5.30%	0.23
- Fabbricazione di prodotti chimici e di fibre sintetiche e artificiali (DG)	9.52%	9.80%	0.87	0.66	22.85%	7.00%	6.59%	0.14
- Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche (DH)	11.20%	7.10%	1.03	1.16	24.12%	8.99%	5.98%	0.15
- Fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi (DI)	5.34%	7.86%	0.79	1.11	27.42%	15.05%	5.71%	0.15
- Produzione di metallo e fabbricazione di prodotti in metallo (DJ)	10.52%	6.21%	0.99	1.46	30.66%	11.83%	6.16%	0.20
- Fabbricazione di macchine e apparecchi meccanici etc. (DK)	6.75%	6.86%	0.89	1.42	27.30%	10.07%	5.89%	0.20
- Fabbricazione di macchine elettriche e di apparecchiature elettriche e ottiche (DL)	7.37%	6.12%	1.02	1.65	28.03%	11.26%	6.14%	0.19
- Fabbricazione di mezzi di trasporto (DM)	3.93%	3.01%	0.86	1.54	23.29%	13.48%	8.50%	0.42
- Altre industrie manifatturiere (DN)	9.41%	5.53%	1.40	1.53	30.07%	10.59%	7.38%	0.22
- Produzione e distribuzione di energia elettrica, gas e acqua (E)	4.01%	8.25%	0.53	0.73	14.84%	7.30%	5.14%	0.15
- Costruzioni (F)	-0.83%	3.17%	0.84	2.50	27.24%	5.50%	8.11%	0.53
- Commercio all'ingrosso e al dettaglio (G)	11.85%	2.21%	1.73	1.78	28.16%	6.94%	5.52%	0.27
- Alberghi e ristoranti (H)	16.50%	6.10%	1.41	2.13	23.31%	11.26%	7.12%	0.18
- Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni (I)	-2.46%	-8.90%	0.21	1.28	7.22%	4.67%	2.23%	0.41
- Intermediazione monetaria e finanziaria (J)	....	....	.....	....	....	....	....	....
- Attività immobiliari, noleggio, informatica etc. (K)	7.79%	4.39%	0.47	0.88	4.40%	1.20%	5.38%	0.11
- Sanità e altri servizi sociali (N)	4.05%	27.90%	0.41	3.92	6.39%	3.74%	3.19%	0.16
- Altri servizi pubblici, sociali e personali (O)	4.15%	19.05%	0.86	0.48	7.31%	2.40%	6.33%	0.03
Totale	4.27%	4.36%	0.72	1.24	19.24%	7.66%	4.77%	0.21

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Centrale dei Bilanci

4. Gli spazi di crescita del mercato azionario italiano

Le analisi svolte nei paragrafi precedenti lasciano intuire come la diversa ampiezza dei listini azionari dei Paesi europei sia solo in parte spiegabile attraverso la composizione dei singoli sistemi industriali e come in Italia, a fronte di un numero ancora limitato di società quotate, il bacino di società quotabili sia ampio e polarizzato nella categoria delle piccole e medie imprese. Senza la volontà di essere esaustivo, questo capitolo ha l'obiettivo di evidenziare le principali motivazioni riportate in letteratura a spiegazione dell'ancora limitata dimensione del listino italiano, evidenziando i recenti cambiamenti di contesto e gli esistenti spazi di miglioramento.

Pagano (1993) evidenzia come la probabilità che le imprese si quotino possa essere spiegata dall'esistenza di esternalità positive legate all'esistenza di un mercato ampio e liquido, e come il diverso livello di sviluppo dei mercati nei diversi Paesi possa quindi essere dovuto a fenomeni di *path dependence*. Le quattro più importanti ragioni alla base del relativo minore sviluppo del mercato azionario italiano³⁰, che possono in chiave prospettica presentare significativi spazi di miglioramento e consentire di creare le condizioni necessarie a coordinare le decisioni delle imprese verso un percorso di più rapida crescita del mercato in grado di autoalimentarsi, sembrano le seguenti:

- la funzionalità delle regole di governo societario e dei principi di *corporate governance*;
- l'effetto della fiscalità d'impresa;
- la capacità del sistema finanziario italiano di valorizzare la presenza in Borsa delle piccole e medie imprese;
- l'atteggiamento degli imprenditori italiani verso la quotazione.

Se è vero che risulta assai difficile trovare evidenze conclusive a spiegazione dell'effetto storicamente rivestito da ciascuno degli aspetti considerati, è possibile ipotizzare che ognuno abbia rappresentato quantomeno una concausa dell'attuale scarsa dimensione del mercato azionario italiano. Su ciascuno di essi sembrerebbe quindi opportuno intervenire, con modalità diverse, per costruire le condizioni necessarie per attenuare il *gap* che ancora ci separa dai principali mercati europei.

L'esistenza di una correlazione tra il grado di sviluppo del mercato azionario e la presenza di solide regole di governo societario volte a proteggere gli azionisti di minoranza da fenomeni di espropriazione di *private benefits* da parte di *managers* e azionisti di controllo (tanto maggiori laddove il fenomeno della separazione tra proprietà e controllo è più accentuato) è stata evidenziata in letteratura da La Porta et al. (1997)³¹. Come argomentato in Siciliano (2001), le lacune dell'ordinamento italiano rispetto a tali fattori avrebbero nel lungo periodo determinato una cronica riduzione della domanda di investi-

(30) Una dettagliata analisi delle motivazioni storiche del fenomeno, anche se di importanza rilevante, va oltre gli scopi del presente lavoro. Si veda al riguardo Siciliano (2001).

(31) Gli autori sottolineano l'importanza di garantire il diritto di recesso in operazioni societarie di particolare rilevanza, la possibilità di indire l'assemblea e di richiedere l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori con una percentuale ridotta del capitale votante, il rispetto dalla regola *one share one vote*, la possibilità di ricorrere al voto per delega e al voto di lista per la nomina degli amministratori, e la riduzione del periodo di indisponibilità delle azioni per la partecipazione alle assemblee societarie.



mento in azioni, fattore alla base dello storico minor rendimento delle azioni italiane (“l’elevato rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza (...) abbia mantenuto il livello dei corsi azionari su livelli bassi e abbia disincentivato la partecipazione al mercato da parte di una più vasta platea di risparmiatori”). Ciò a sua volta avrebbe indotto effetti disincentivanti sui livelli di offerta, sconsigliando alle imprese il ricorso alla quotazione, fino a giungere all’attuale situazione di sottodimensionamento rispetto ai principali mercati europei. Tale effetto si sarebbe registrato in misura inferiore ad esempio in Francia, grazie a una più efficace normativa sulle operazioni in conflitto di interessi e di tutela dei creditori nelle imprese inserite in strutture di gruppo, e in Germania, grazie al ruolo svolto dalle banche nel condizionare e sorvegliare l’operato degli amministratori, nel loro ruolo di azionisti (diretti e attraverso la raccolta di deleghe presso i risparmiatori), creditori e soggetti rappresentati nei consigli di sorveglianza. Questa tesi sembra poter rappresentare uno dei fattori di maggiore rilevanza che hanno inciso negativamente sullo sviluppo del mercato italiano almeno fino agli anni Novanta. I più recenti mutamenti normativi (le leggi sull’Opa e sull’*insider trading*, riprese nel Testo Unico della Finanza insieme alla definizione di precisi meccanismi di controllo interno nelle società quotate³², le comunicazioni Consob in tema di *disclosure* delle operazioni con parti correlate e in conflitto di interessi) e l’introduzione di meccanismi di autoregolamentazione (il recente Codice di Autodisciplina delle società quotate) hanno rappresentato passi importanti verso una situazione di allineamento con la *best practice* internazionale. In chiave prospettica, oltre ai necessari interventi migliorativi sull’assetto normativo esistente (si vedano ad esempio Ferrarini, 2001 e 2002, e “Ritorno alle piramidi?” in Ref.Irs, 2002), sarebbe opportuno intervenire con accorgimenti volti a ridurre gli incentivi alla costituzione di strutture di gruppo con elevati livelli di sfruttamento della leva azionaria (attraverso meccanismi fiscali e normativi e con meccanismi di mercato disincentivanti per la quotazione di tale categoria di società), fattore ancora largamente presente in Italia e di importanza decisiva per un ultimo salto qualitativo dell’organizzazione del nostro mercato nella garanzia della tutela delle minoranze.

Con riferimento al fattore fiscale (come evidenziato in Jorgenson e Landeau, 1993) la tassazione delle imprese ha storicamente favorito in Italia più che in altri Paesi l’utilizzo di strumenti di debito rispetto all’autofinanziamento o all’emissione di nuove azioni, una volta considerati gli effetti della tassazione a livello societario e a livello personale dei redditi da capitale prodotti dalle imprese stesse. Nel corso degli anni Ottanta il differenziale tra le aliquote marginali effettive sui redditi societari relative al finanziamento tramite debito ed emissione di nuove azioni ammontava a quasi 100 punti percentuali, contro valori prossimi a 60 per la Francia, 50 per la Germania e addirittura valori negativi per il Regno Unito. Anche nei primi anni Novanta tale differenziale si è mantenuto in Italia elevato. La necessità di ridurre questo forte svantaggio fiscale, che potrebbe aver storica-

(32) In particolare l’introduzione di meccanismi di controllo sull’operato degli amministratori (prevedendo più facilità nell’attivazione degli interventi giudiziari e la possibilità per gli azionisti di minoranza di promuovere azioni legali nei confronti di amministratori e sindaci), la disciplina delle deleghe del diritto di voto e la previsione di maggiori poteri per il collegio sindacale.

mente avuto un ruolo disincentivante per le operazioni di quotazione finalizzate alla raccolta di nuovo capitale di rischio, è stato uno degli obiettivi della riforma fiscale del 1997. Diversi studi³³ evidenziano come quella riforma, con l'introduzione di Irap e Dit, aveva consentito di colmare in misura sensibile il differenziale tra il costo marginale di finanziamento tramite debito ed *equity* (nel 2001 pari rispettivamente a 5 e 3,5 punti percentuali, rispetto a 11 punti percentuali per l'emissione di nuove azioni e 2,2 punti per il debito nel 1994) e aveva ulteriormente incentivato la quotazione attraverso specifici incentivi fiscali (SuperDit). Vale la pena sottolineare che il periodo di applicazione del congiunto Irap-Dit-SuperDit ha coinciso con un boom delle operazioni di collocamento per il mercato italiano, anche se non è semplice quantificare in che misura questo effetto trovi una spiegazione nell'esistenza di una forma di tassazione non penalizzante del capitale di rischio o in altri fattori esogeni, né identificare se tale relazione sia più legata agli effetti delle modalità di tassazione ordinaria o agli incentivi diretti alla quotazione³⁴. L'attuale revisione della materia della tassazione dei redditi d'impresa - basata sulla semplificazione del sistema di prelievo e sulla riduzione delle aliquote - sembrerebbe includere meccanismi che reintroducono una forte disomogeneità di trattamento fiscale tra le diverse fonti finanziarie, con un ritorno alla situazione pre 1997. Laddove non possano essere introdotti meccanismi di mantenimento della neutralità delle diverse fonti finanziarie (anche con modalità diverse dalla *dual income tax*), nell'ottica di non disincentivare il ricorso al finanziamento con capitale di rischio - che trova nella quotazione la sua forma più completa - sarebbe auspicabile tenere in considerazione la possibilità di mantenere almeno dei meccanismi di incentivo alla quotazione, anche se con forme differenti. Gandullia, Paleari e Redondi (2002) propongono che tale incentivo dovrebbe essere di natura permanente, circoscritto al nuovo capitale emesso in occasione dell'operazione di quotazione e di entità tale da compensarne i costi. In questo modo si eviterebbero effetti distorsivi sul *timing* della quotazione e verrebbero raggiunte le società con disponibilità di opportunità di investimento che creano valore e finanziabili in modo socialmente ottimale attraverso il ricorso al mercato.

Un ulteriore fattore che sembra rappresentare un sostanziale disincentivo per le imprese all'approdo sul mercato è relativo al differenziale di trasparenza, anche in materia tributaria, oggi richiesto alle società quotate nel confronto con le società non quotate. Se è irrealistico pensare di poter costruire sistemi di controllo sulle società non quotate così rigorosi come quelli esercitati dai meccanismi di *monitoring* del mercato sulle società quotate, sarebbe ipotizzabile prevedere che le società che decidessero di quotarsi (e di assoggettarsi in questo modo ai costi impliciti della trasparenza richiesta dal mercato), potessero ad esempio usufruire della chiusura di potenziali contenziosi fiscali relativi agli anni precedenti la quotazione. Una soluzione di questo tipo consentirebbe anche di evita-

(33) Si vedano al riguardo Giannini (1997), Franzosi (1999), Gandullia e Paleari (2001), Paleari (2000) e Staderini (2001).

(34) L'andamento del periodo 1997-1999 va sicuramente collegato anche all'andamento dei corsi azionari. Non a caso anche nel 1986 (anno particolarmente positivo sotto il profilo dell'andamento dei corsi, con un +64,0% per l'indice Mib) si registrò un numero considerevole di nuove quotazioni. Va però osservato che anche nel 1986 si era in presenza di un incentivo fiscale alla quotazione (introdotto nel 1983), che consisteva nell'esenzione dell'imposta sul *capital gain* in occasione delle operazioni di collocamento finalizzate alla quotazione.



re pericolose ricadute a danno degli azionisti di minoranza subentrati nel capitale in seguito all'operazione di Ipo³⁵. Ciò dovrebbe ovviamente avvenire parallelamente alla costituzione di opportuni meccanismi di *due diligence* in fase di *listing*, per evitare fenomeni di *adverse selection* che potrebbero deteriorare il livello qualitativo delle società candidate all'accesso al mercato azionario.

Un terzo tema di riflessione riguarda la scarsa capacità fino a oggi dimostrata dal nostro sistema finanziario di valorizzare la presenza sul mercato delle realtà di piccole e medie dimensioni, che come evidenziato nel lavoro rappresentano il bacino potenziale più consistente per il mercato italiano, ancora non del tutto sfruttato. Ci sembra che tale riflessione debba riguardare lo scarso sviluppo in Italia del settore del *venture capital* e del *private equity*, e di figure istituzionali specificamente rivolte all'investimento in *small caps*, più che la mancanza nel mercato azionario di soluzioni tecniche adatte alle caratteristiche di questa classe di titoli³⁶.

La difficile quotabilità delle imprese di piccole e medie dimensioni è stata infatti affrontata in Italia e in Europa in modo sistematico e con una tempistica non particolarmente diversa tra le Borse dei diversi Paesi, con soluzioni simili anche da un punto di vista regolamentare e di microstruttura dei mercati³⁷. Si è assistito alla creazione di segmenti/mercati *ad hoc* per assicurare maggiore visibilità alle imprese appartenenti a determinati settori o fasce dimensionali (*attribute led markets*). La segmentazione dell'offerta di quotazione da parte delle Borse europee ha introdotto operatori con la specifica funzione di sostenere gli scambi sui titoli meno liquidi, nella forma di *specialists* o *market makers* (la figura dello *specialist* è obbligatoria sia su Star che sul Nuovo Mercato). La presenza di *sponsors* nella fase di ammissione alla quotazione ha avuto l'obiettivo di fornire al mercato una forma di garanzia relativa alla qualità dei titoli quotati (dal 1998 le imprese ammesse a quotazione sul mercato italiano devono essere accompagnate da un intermediario che assolve a questa funzione). In Italia l'obbligo per gli *specialist* di produrre e diffondere analisi e *research* sulle società di competenza ha l'obiettivo di produrre un quantitativo sufficiente di informativa indiretta. Lo spazio per la quotazione di imprese di piccole e medie dimensioni è stato dunque creato nel nostro Paese contestualmente agli altri principali mercati europei. Ciò nonostante, il mercato italiano manca ancora di società

(35) Va ricordato come l'evidenza empirica abbia registrato, contestualmente alla diminuzione delle aliquote medie tra la situazione pre e post-quotazione per le società che si sono quotate nel periodo 1998-2000, una crescita del gettito fiscale complessivo, che può essere ricondotto all'incremento di trasparenza richiesto dall'operazione di quotazione. Si veda al riguardo "Il fisco e la Borsa: Tremonti - Visco - Tremonti" in Ref.Irs (2002).

(36) La difficile quotabilità delle imprese di piccola e media dimensione fa riferimento:

- alla scarsa conoscenza dell'impresa al momento della quotazione presso i possibili sottoscrittori;
- all'esistenza di un cosiddetto "premio per la mancanza di liquidità" che influenza la valutazione delle *small caps* sul mercato secondario e sul mercato primario in sede di valutazione ai fini dell'ammissione a quotazione;
- a problemi di informativa indiretta - cioè non ricavabile direttamente dall'andamento dei prezzi - dopo la fase di ammissione a quotazione, ossia al maggior costo informativo cui sono soggetti gli azionisti di società di piccole dimensioni per reperire le informazioni necessarie per esercitare attività di *monitoring*.

(37) Meccanismi simili per la gestione della negoziazione di *mid & small caps* sono presenti, anche se con pesi diversi, in tutti i principali mercati europei. Si pensi, oltre a Star e al Nuovo Mercato, all'Aim e a Techmark in Gran Bretagna, ai segmenti NextPrime e NextEconomy presso Euronext, al Neuer Market e al segmento Smax in Germania. Ciascuno di tali segmenti/mercati prevede caratteristiche specifiche in termini di diffusione di informativa, meccanismi di sostegno della liquidità, ruolo degli *sponsors* e attività promozionali mirate.

quotate nella fascia delle imprese a bassa e bassissima capitalizzazione, specie sul listino principale.

Nonostante la crescita negli ultimi anni, la dimensione del settore del *venture capital* e del *private equity* resta in Italia contenuta nel confronto con il caso inglese, francese e olandese. Il rapporto tra investimenti di *venture capital/private equity* e prodotto interno lordo era a fine 2001 pari a 0,25% in Italia, contro 0,38% in Francia, 0,48% in Olanda e 0,87% nel Regno Unito. E' interessante osservare come l'Italia sia invece allineata con la Germania (0,23%), il Paese che più si avvicina all'Italia per il valore degli indicatori di propensione alla quotazione descritti nel capitolo 2.

Resta inoltre un problema di domanda, dovuto alla scarsa presenza in Italia di operatori specializzati in grado di sviluppare le competenze specifiche richieste dall'investimento in *mid* e *small caps* (sia dal punto di vista della *research* che da quello della negoziazione) e che consentano agli investitori di utilizzare l'*asset class* delle piccole e medie imprese in modo economicamente favorevole³⁸. Il numero di fondi *small caps* italiani è in Italia di soli 50, con un'incidenza del 6% rispetto al totale dei fondi italiani (contro valori del 10% circa per Francia e Germania e quasi del 20% nel Regno Unito). Considerando i fondi comuni italiani non specializzati, la quota di *assets* investiti in *small & mid caps* italiane è pari al 15,9% del totale investito nazionale, contro il 31,9% dei fondi francesi³⁹.

La mancanza di operatori professionali attivi sulle società di piccola e media dimensione incide sui livelli di liquidità (che sono fisiologicamente non elevati, in senso assoluto, per questa categoria di imprese) rendendo il mercato meno efficiente e quindi meno appetibile per le imprese candidate. Potrebbe quindi essere d'interesse considerare la possibilità di prevedere agevolazioni alla domanda di titoli di piccole e medie imprese, che potrebbero favorire lo sviluppo dell'*industry* degli operatori specializzati e rafforzare, in via indiretta, l'offerta di quotazione di questa categoria di titoli.

In ultimo, come evidenziato anche quantitativamente nel capitolo 2, la propensione alla quotazione da parte delle imprese (anche a seguito dei fattori indiretti appena analizzati) resta in Italia inferiore a quanto accade negli altri Paesi europei. Al di là delle motivazioni "dinamiche" legate a una scarsa spinta alla crescita dimensionale da parte delle imprese italiane (che va a influire sul numero di società che necessitano di capitali per finanziare la crescita e che si rivolgono al mercato per soddisfare tali esigenze), sembra esistere una scarsa considerazione delle opportunità offerte dal mercato azionario anche tra le società ormai mature e che abbiano già raggiunto le dimensioni e le condizioni necessarie alla quotazione. La tavola 20 riporta la consistenza numerica delle operazioni di Ipo a partire dal 1990, distinguendo la quota di operazioni effettuate con la finalità di raccogliere risorse finanziarie da parte dell'impresa (funzione di *capital raising*) o di cede-

(38) L'investimento in *small caps* effettuato attraverso organi di investimento collettivo specializzati consente di limitare il costo per il reperimento dell'informativa e gestire in maniera efficiente le problematiche tecniche del *trading* su titoli a bassa liquidità (si veda al riguardo Petrella, 2002).

(39) I dati riportati fanno riferimento a elaborazioni Morningstar. Un fondo è definito specializzato in *mid e/o small caps* se investe almeno il 55% degli *assets* nella rispettiva categoria di imprese. Sono definite *large caps* le società che costituiscono il primo 5% della classifica in base alla capitalizzazione all'interno dell'area geografica di riferimento; *mid caps* le società che costituiscono il successivo 15%; *small caps* le società del rimanente 80%.



re una quota di proprietà da parte degli azionisti esistenti (con finalità di *risk sharing* e/o *liquidity provision*).

Tavola 20 - Borsa Italiana: numero di Ipos e capitale raccolto negli anni Novanta ⁽¹⁾

Anno	N° IPOs	Capitale raccolto	di cui:		Numero operazioni			Andamento indice
			aumento di capitale (OPS)	in vendita (OPV)	Solo OPS	OPVS	Solo OPV	
1990	3	24.4	10.9	13.6	-	2	1	-25.1%
1991	4	94.2	31.0	63.2	1	1	2	-2.2%
1992	2	857.0	857.0	-	2	-	-	-11.7%
1993	-	-	-	-	-	-	-	+37.4%
1994	3	3 743.7	96.9	3 646.8	-	-	3	+3.3%
1995	11	3 657.6	254.5	3 403.1	3	7	1	-6.9%
1996	12	1 606.9	702.8	904.0	1	10	1	+13.1%
1997	10	817.5	227.0	590.5	2	7	1	+58.2%
1998	16	1 672.5	568.7	1 103.8	4	10	2	+41.0%
1999	27	21 590.9	1 436.4	20 154.6	2	19	6	+22.3%
2000	45	6 595.2	4 945.0	1 650.3	16	24	5	+5.4%
2001	18	2 345.7	1 322.6	1 023.0	7	9	2	-25.1%

(1) Non sono incluse le ammissioni a quotazione non a seguito di offerta pubblica
Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Escludendo le considerazioni relative ai costi dell'operazione di quotazione (Pellizzoni et al., 2001), in una condizione in cui sono preferiti investimenti a minore livello di rischio a parità di rendimento atteso e con maggiore liquidità, un imprenditore proprietario di un'impresa dovrebbe avvicinarsi alla Borsa per raggiungere tali obiettivi attraverso la cessione sul mercato di una quota della partecipazione detenuta. Tale scelta è però strettamente condizionata all'orizzonte temporale dell'investimento effettuato: tali opportunità possono non essere avvertite quando l'orizzonte temporale è particolarmente lungo, ossia "quando un imprenditore fa dell'impresa il punto di riferimento di tutta la propria attività e talvolta della sua stessa esistenza" (Massari 1992).

Questo tipo di atteggiamento è largamente presente in Italia: in Consiglio di Borsa (1997) si evidenziava come per il 55% delle imprese in un campione di società con oltre 20 dipendenti l'impresa rappresentasse "un patrimonio familiare"⁴⁰. In Ispo (2002) si evidenziano alcune caratteristiche rilevanti della diffidenza verso l'intervento di soggetti esterni nella gestione dell'azienda, che costituiscono ulteriori indicatori di scarsa disponibilità all'apertura del capitale al mercato. Circa la metà degli imprenditori di imprese familiari dichiara di non essere favorevole all'apertura del capitale a terzi o alla partecipazione di esperti all'interno del Consiglio di Amministrazione; gli intervistati dichiarano di non ritenere interessante la partecipazione del *management* agli utili della società e di non averne mai nemmeno considerato la cessione. Anche nell'importante momento del passaggio generazionale, gli aspetti ritenuti più critici sono la decisione su quali familiari responsabilizzare nella gestione dell'azienda (85% dei casi) e come gestire i problemi economici della successione (58%) piuttosto che trovare o inserire un manager (52%), effet-

(40) In aggiunta, a conferma della scarsa spinta alla crescita dimensionale che caratterizza le imprese italiane, secondo il 78% del campione "l'azienda deve crescere utilizzando le proprie risorse".

tuare una valutazione della società (51%) o trovare un compratore o un partner (25%). In queste condizioni non è sorprendente che oltre il 60% degli intervistati da Ispo dichiarino di non aver mai nemmeno considerato la quotazione in Borsa della società.

Premettendo che non si ha evidenza del fatto che questi fattori rappresentino un elemento differenziale rispetto agli altri Paesi, specie dell'Europa continentale, va rilevato che l'evoluzione temporale di tali atteggiamenti sembra registrare segnali di maggiore apertura negli ultimi anni, anche in risposta alle crescenti criticità generate da atteggiamenti di passività nei confronti delle emergenti condizioni ambientali (maggiore competizione internazionale, ricerca di economie di scala/scopo, necessità di innovazione, adozione di nuove tecnologie) e grazie al ricambio generazionale e manageriale che sta interessando in misura crescente parte delle società italiane idonee a una possibile quotazione.

Resta comunque interessante verificare se, con riferimento specifico alle imprese con caratteristiche di quotabilità, i vincoli attitudinali alla quotazione si dimostrino ancora oggi persistenti o se si possano registrare segnali di cambiamento, anche parziale⁴¹.

(41) E' intenzione di Borsa Italiana contribuire allo studio del fenomeno in questa direzione, indagando in maniera approfondita sull'attuale atteggiamento verso queste tematiche presso un campione di imprese con caratteristiche peculiari, quale quello delle società quotabili individuate dall'analisi. I risultati dell'indagine saranno oggetto di un lavoro di prossima pubblicazione.



5. Conclusioni

Nonostante la rapida crescita del mercato italiano nel periodo 1998-2001, la dimensione del listino resta ancora oggi inferiore a quella delle Borse tedesca, francese e inglese, che presentano rispettivamente circa due, tre e cinque volte il numero di società quotate in Italia. Il numero di società italiane quotate è inferiore anche ad altri mercati che fanno riferimento a economie di dimensioni inferiori. La composizione dimensionale e settoriale delle economie e la tipologia di società quotate evidenzia come alla base di queste differenze si trovino non solo motivazioni di natura industriale, legate alla maggiore concentrazione della struttura dimensionale delle imprese italiane verso le classi inferiori alla soglia di quotabilità, ma anche una minore propensione alla quotazione, come risulta da alcuni indicatori che rapportano il numero di società quotate a diverse definizioni del numero di società quotabili esistenti nei vari contesti nazionali.

Questa evidenza emerge in modo rilevante per le società più propriamente industriali, che pure costituiscono in termini numerici il gruppo di imprese di maggiore rilevanza relativa nell'economia italiana nel confronto con i principali Paesi europei.

Questa situazione sembra il frutto sia di atteggiamenti di diffidenza da parte dell'imprenditoria italiana verso l'apertura della proprietà, sia di condizioni di contesto che hanno reso storicamente poco attraente il mercato azionario per gli investitori e, di conseguenza, per le imprese. Anche se molte tra queste condizioni stanno nel tempo evolvendosi, la condizione di lontananza tra le imprese e il mercato azionario deve essere ancora oggi pienamente superata.

Resta così ancora ampio il bacino di società italiane che presentano caratteristiche idonee alla quotazione, anche escludendo le società finanziarie, le possibili operazioni di *carve out* e il gruppo di società di nuova costituzione e con alte potenzialità di crescita. La selezione, effettuata attraverso l'analisi del campione di società censite dalla Centrale dei Bilanci sulla base di requisiti dimensionali, di redditività e struttura proprietaria, ha consentito di individuare quasi 1.200 società che potrebbero essere interessanti per una prossima quotazione: tale valore supera di 4 volte il numero di imprese a oggi già quotate. Si tratta prevalentemente di società industriali (il 69,8% dei casi) e collocate nelle regioni settentrionali (79,8%), con una redditività in linea con quella dell'insieme dell'economia nazionale e livelli di indebitamento leggermente superiori, anche se non critici per l'incidenza che presentano rispetto alla gestione caratteristica. Il peso dei settori tipici del *made in Italy* è consistente e molte società *leader* all'interno dei distretti industriali italiani rientrano nel campione selezionato.

La polarizzazione del campione è nella categoria delle *micro* e *small caps*, che costituiscono oltre il 60% delle società quotabili individuate: solo 35 delle 1.188 società rientrerebbero invece nella categoria delle *blue chips* (un numero comunque consistente rispetto alle 42 società industriali e di servizi oggi negoziate nell'apposito segmento di Borsa) e solo 10 tra queste hanno le potenzialità per collocarsi tra le prime 50 per capitalizzazione. Sarà quindi necessario, per incrementare in misura consistente il numero di imprese quotate, stimolare la quotazione delle società che si collocano nelle fasce di capitalizzazione più basse che, al contrario di quanto fino a oggi accaduto nel confronto con

gli altri mercati europei, sono ancora scarsamente presenti sul listino, almeno in termini relativi. Ciò dovrà avvenire, anche in considerazione delle recenti problematiche emerse a livello internazionale, ponendo attenzione all'organizzazione di opportune modalità di negoziazione e alla definizione di condizioni di trasparenza informativa che valorizzino visibilità e liquidità dei titoli quotati (oltre a un accettabile *trade off* tra costi e benefici dell'operazione di quotazione), mantenendo al contempo un opportuno livello qualitativo degli emittenti in fase di ammissione.

Le recenti iniziative di segmentazione (in particolare la creazione del segmento Star) contribuiranno a valorizzare la presenza in Borsa per l'ampia categoria delle piccole e medie imprese, come già dimostrato dalla performance del segmento nei primi 15 mesi di attività. Dal momento del lancio l'indice Star ha ottenuto rendimenti superiori non solo agli indici dei corrispondenti mercati esteri dedicati alle *mid & small caps*, ma anche agli indici generali di Borsa. La comunità finanziaria sta dimostrando sempre maggiore interesse nei confronti delle società che, pur se di dimensioni medio piccole, hanno volontariamente deciso di proporsi sul mercato con elevati livelli di trasparenza e condizioni di *governance* allineate alle attuali *best practices*.

Il contributo alla capitalizzazione di mercato che potrebbe derivare dall'ingresso sul mercato di questo gruppo di società è nel complesso significativo e potrebbe raggiungere i 200 miliardi di euro, con un apporto al gruppo dei titoli industriali e dei servizi quotati stimabile intorno al 60% dell'attuale capitalizzazione. Una stima più realistica, che tenga conto degli attuali livelli di propensione alla quotazione delle imprese italiane, è nell'ordine di grandezza di 110 miliardi di euro.

Tale contributo rappresenterebbe comunque un importante passo per consentire al mercato italiano di effettuare il salto dimensionale necessario a rafforzare la propria posizione competitiva in Europa. Allo stesso tempo, la quotazione offrirebbe a queste imprese, prevalentemente operanti in settori tradizionali, un'occasione per raccogliere le risorse necessarie ad affermare la propria posizione a livello nazionale e internazionale, in settori sempre più soggetti alla pressione competitiva da parte delle economie emergenti, e alla necessità di innovare prodotti, processi, organizzazione e strategie. Agli imprenditori, la quotazione consentirebbe di diversificare il proprio patrimonio e ottenere maggiore liquidità per gli *assets* posseduti. Per gli investitori si aprirebbero nuove opportunità di investimento.

Questo processo deve essere agevolato attraverso meccanismi istituzionali e regolamentari che rendano il mercato e la quotazione maggiormente appetibili per imprese e investitori: fattori rilevanti sarebbero rappresentati dallo sviluppo dell'*industry* degli intermediari finanziari e degli investitori istituzionali specializzati sulle *small caps*, dalla garanzia dei massimi livelli di trasparenza nei comportamenti delle imprese e nelle loro politiche di comunicazione al mercato, dall'evitare di disincentivare fiscalmente il ricorso alla patrimonializzazione delle imprese. Tutto ciò non può però andare disgiunto da un profondo cambiamento di mentalità imprenditoriale, sia in termini di maggiore dinamicità nello sfruttare le opportunità di crescita disponibili, sia in termini di minore diffidenza verso l'utilizzo di modalità di finanziamento di natura innovativa e verso l'apertura del capitale.



Appendice 1

**Tavola 21 - Metodologia utilizzata per il raccordo tra la classificazione FTSE
Global Classification System e la classificazione Nace Rev. 1**

FTSE Global Classification System		Nace Rev. 1		
Cod.	Economic Group	Cod.	Sector	
		Settori		
00	Resources	04	Mining	10, 12, 13, 14
		07	Oil & gas	11, 23, 505
10	Basic Industries	11	Chemicals	241, 242, 243, 246, 247, 25
		13	Construction & building materials	203, 263, 264, 265, 266, 451, 4520, 453, 454
		15	Forestry & paper	01, 02, 05, 201, 202, 204, 205, 21
		18	Steel & other metals	261, 262, 267, 268, 27, 28
20	General Industries	21	Aerospace & defence	296, 353
		24	Diversified industrials	..
		25	Electronic & electrical equipment	3001, 31, 32, 332, 333
		26	Engineering & machinery	291-5, 351
30	Cyclical consumer goods	31	Automobiles & parts	34, 3541, 501, 502, 503, 504
		34	Household goods & textiles	17, 18, 19, 2970, 3542, 335, 361, 362
40	Non cyclical consumer goods	41	Beverages	159
		43	Food producers & processors	01, 05, 151-8
		44	Health	331, 85
		47	Personal care & household products	245
		48	Pharmaceuticals & biotechnology	244
		49	Tobacco	16
50	Cyclical services	52	General retailers	511, 512, 514 (escl. 5146), 515, 516, 517, 5212, 524, 525, 526
		53	Leisure, entertainment & hotels	363, 364, 365, 55, 633, 923-7
		54	Media & photography	22, 334, 921, 922
		58	Support services	37, 5270, 641, 67, 74, 75, 80, 90, 93
		59	Transport	60, 61, 62, 631, 632, 634
60	Non cyclical services	63	Food & drug retailers	513, 5146, 5211, 522, 523
		67	Telecommunication services	642
70	Utilities	72	Electricity	401
		73	Gas distribution	402, 403
		78	Water	41
80	Financials	81	Banks	
		83	Insurance	
		84	Life assurance	
		85	Investment companies	Non rilevante (67)
		86	Real estate	
		87	Speciality & other finance	
		89	Investment entities	
90	Information technology	93	Information technology hardware	3002
		97	Software & computer services	72

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Bibliografia

Andres, J., I. Hernando, J.D. Lopez-Salido (1999) “The role of the financial system in the growth-inflation link: the OECD experience”, *Banco de Espana Documento de Trabajo*, n° 9920

Banca d'Italia (2002) “Relazione annuale 2002. Considerazioni finali”, Roma

Barry, C., J. Muscarella, J. Peavy, M. Vetsuypens (1990) “The role of venture capital in the creation of public companies”, *Journal of Financial Economics*, n° 27

Bassanini, A., S. Scarpetta, P. Hemmings (2001) “Economic growth: the role of policies and institutions. Panel data evidence from OECD countries”, *OECD Economic Department working paper*, n° 283

Chemmanur, T. e P. Fulghieri (1999) “A theory of the going public decision”, *The Review of Financial Studies*, n° 12

CsC (2002) “Previsioni macroeconomiche e competitività dei settori produttivi”, www.confindustria.it, Giugno

Demirguc-Kunt, A. e V. Maksimovic (1998) “Law, Finance, and Firm Growth”, *Journal of Finance*, vol. 53.

Consiglio di Borsa (1997) “La creazione di un mercato innovativo per le piccole e medie imprese”, Milano

European Commission (2001) “Business in Europe. Statistical pocketbook”, Eurostat

European Commission (2001) “Enterprises in Europe: sixth report”, Eurostat

Fabrizio, S. (1998) “Le prospettive di crescita del mercato azionario italiano”, *Rivista AIAF*, n° 2

Ferrarini, G. (2001) “Share ownership, takeover law and the contestability of corporate control”, *working paper Ce.di.f*, n° 1/2001

Ferrarini, G. (2002) “Valore per gli azionisti e governo societario”, *working paper Ce.di.f*, n° 2/2002

Fortis, M. (1998) “Il *made in Italy*”, Il Mulino, Bologna



Franzosi, A. (1999) “Costo del capitale e struttura finanziaria: valutazione degli effetti di Irap e Dit”, *Contributi di Ricerca Irs*, n° 45

Gandullia, L.e S. Paleari (2001) “Le agevolazioni fiscali riservate alle società di nuova quotazione: una stima degli effetti di impatto”, *Economia Pubblica*, n° 3

Gandullia, L., S. Paleari, R. Redondi (2002) “Il disegno ottimale delle agevolazioni fiscali alla quotazione delle imprese”, *Rivista di Politica Economica*, *forthcoming*

Giannini, S. (1997) “The Italian corporate tax reform”, IFS, Londra

Ispo (2002) “Le imprese familiari alla svolta del passaggio generazionale” in collaborazione con *ILSole24Ore* e *3i*.

Jorgenson, D.W. e R. Landeau (1993) “Tax reform and the cost of capital. An international comparison”, *The Brookings Institutions*, Washington DC.

La Porta et al. (1997) “The legal determinants of external finance”, *Journal of Finance*, vol. 52

Leahy, M., S. Schich, G. Wehinger, F. Pelgrin, T. Thorgeirsson (2001) “Contributions of financial systems to growth in OECD countries”, *OECD Economic Department working papers*, n° 280

Levine, R. e S. Zervos (1998) “Stock market development and long run growth”, *American Economic Review*, vol. 88

Massari, M. (a cura di) (1992) “Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia. Risultati di una ricerca”, *ILSole24Ore Libri*, Milano

Michelacci, C. e J. Suarez (2000) “Business creation and the stock market”, *mimeo*

Paleari, S. (2000) “Competitività delle imprese e sistemi di tassazione del reddito: la riforma Visco per le società industriali della provincia di Bergamo”, *Pro-Universitate Bergomensis*, Bergamo

Pagano, M. (1993) “The flotation of companies on the stock market: a coordination failure model”, *European Economic Review*, n° 37

Pagano, M., F. Panetta, L. Zingales (1998) “Why do companies go public? An empirical analysis”, *Journal of Finance*, vol. 53



Pellizzoni, E. et al. (2001) “Attività, tempi e costi del processo di quotazione: un’analisi per il periodo 1999-2001”, Borsa Italiana

Petrella, G. (2002) “Are Euro area small cap an asset class? (Size diversification benefits: a spanning approach for euro area stocks)”, *forthcoming*

Rajan, R. e L. Zingales (1998) “Financial dependence and growth”, *American Economic Review*, vol. 88

Ref.Irs (2002) “Borsa 2002: Rapporto Ref.Irs sul mercato azionario”, Il Sole24Ore Libri, Milano

Siciliano, G. (2001) “Cento anni di Borsa in Italia”, Il Mulino, Bologna

Staderini, A. (2001) “Tax reforms to influence corporate financial policy: the case of the Italian business tax reform of 1997-1998”, Banca d’Italia, Temi di discussione n° 423, Novembre, www.bancaditalia.it

Subrahmanyam, A. e S. Titman “The going public decision and the development of financial markets”, *Journal of Finance*, vol. 54

Tantazzi, A. (2002), in Curzio, A.Q. e M. Fortis (editori) “Complexity and industrial clusters. Dynamics and models in theory and practice”, Phisica-Verlag Heidelberg, New York

Traù, F. (1999) “La questione dimensionale nell’industria italiana”, Bologna, Il Mulino

Zara, C. (1996) “Il finanziamento alla nascita e allo sviluppo delle imprese indipendenti a base tecnologica”, *working paper* n° 135, Sda Bocconi

Numeri pubblicati:

- N. 1 Il settore alimentare e la Borsa: opportunità e prospettive
Alessandra Franzosi - Enrico Pellizzoni (ottobre 2001)
- N. 2 Capitalizzazione di Borsa, settori istituzionali e portafoglio *retail*.
Analisi dell'evoluzione recente
Luca Filippa - Alessandra Franzosi (novembre 2001)
- N. 3 Investitori *retail* e Borsa
Risultati di un'indagine presso i risparmiatori italiani
Luca Filippa - Alessandra Franzosi (novembre 2001)
- N. 4 Il settore delle macchine utensili in Italia:
caratteri strutturali e potenzialità di sviluppo
Alessandra Franzosi - Enrico Pellizzoni (ottobre 2002)
- N. 5 Nuove quotazioni e clausole di *lock-up*
*Fabio Bertoni - Giancarlo Giudici - Pier Andrea Randone -
Christian Rochira - Paolo Zanoni* (dicembre 2002)
- N. 6 Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa
Enrico Pellizzoni (dicembre 2002)

I numeri della collana BItNotes pubblicati sono liberamente scaricabili dal sito Internet di Borsa Italiana, all'indirizzo Internet:
www.borsaitaliana.it/ita/subsite/datiestatistiche/bitnotes.



BORSA ITALIANA®
ITALIAN EXCHANGE

Research & Development
Piazza degli Affari, 6 - 20123 - Milano
Tel (02) 72426.478 - Fax (02) 86464323
e-mail: research@borsaitalia.it

www.borsaitaliana.it