



BORSA ITALIANA

BI*t*NOTES

N. 13 - GIUGNO 2005

Gli effetti della quotazione Evidenza dalle *mid & small caps* italiane

*Alessandra Franzosi
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

© Giugno 2005 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



Gli effetti della quotazione Evidenza dalle *mid & small caps* italiane

Alessandra Franzosi^a, Enrico Pellizzoni^b
Giugno 2005

Abstract

Il lavoro analizza gli effetti della quotazione su crescita, redditività operativa, struttura finanziaria e assetti organizzativi delle 127 *mid & small caps* non finanziarie che hanno effettuato un'*Initial Public Offering* sul mercato azionario italiano nel periodo 1995-2002. Sono stati quantificati gli effetti differenziali prodotti dalla quotazione sui principali indicatori di bilancio. E' stata inoltre indagata, con interviste personali presso la proprietà o il *management*, la percezione dei cambiamenti organizzativi realizzati per accedere al mercato azionario. La quotazione è un momento di forte accelerazione nell'evoluzione dell'impresa, con effetti che vanno al di là delle implicazioni finanziarie. La quotazione consente di mantenere tassi di sviluppo elevati e diversamente non perseguibili ed è momento di realizzazione di importanti investimenti e di crescita per linee esterne. Con l'Ipo si registra una significativa patrimonializzazione che consente di accedere a ulteriori finanziamenti bancari. Il *leverage* tende però a tornare in seguito sui livelli precedenti l'Ipo e il mercato azionario non viene utilizzato in modo sistematico dopo la quotazione per raccogliere ulteriori risorse di tipo *equity*. Anche per le imprese italiane, come già evidenziato in letteratura, gli anni successivi all'Ipo mostrano una flessione della redditività operativa.

La quotazione richiede cambiamenti significativi nei sistemi organizzativi aziendali, al fine di gestire la relazione con nuovi *stakeholders*. Le imprese hanno introdotto ex novo o modificato significativamente i sistemi di comunicazione, per adattarsi alla relazione con il mercato, e i sistemi di *corporate governance*, per garantire maggiore tutela agli azionisti di minoranza. Hanno apportato modifiche nei sistemi di controllo di gestione e di pianificazione strategica e nei sistemi di gestione del personale, con una crescita soprattutto qualitativa delle risorse umane impiegate. In occasione della quotazione è stata sovente razionalizzata la struttura di gruppo.

Le aziende ritengono che i benefici indotti da questi cambiamenti, in termini di maggiore capacità di relazionarsi con l'esterno e di maggiore efficienza gestionale, superano i costi dovuti alla loro implementazione. Secondo le società dell'indagine, si tratta di scelte auspicabili per qualsiasi azienda che intenda sviluppare strategie di crescita.

Keywords: equity markets, new listings, firm organisation

JEL: G1, G32, M10

(a) Borsa Italiana Spa, Research & Development; e-mail: alessandra.franzosi@borsaitaliana.it

(b) Borsa Italiana Spa, Research & Development; e-mail: enrico.pellizzoni@borsaitaliana.it

Le opinioni espresse impegnano esclusivamente gli autori e non sono in alcun modo ascrivibili a Borsa Italiana Spa. Gli autori restano gli unici responsabili di errori e imprecisioni.

The effects of listing Evidence from the Italian mid & small caps

Alessandra Franzosi^a, Enrico Pellizzoni^b
June 2005

Abstract

This paper analyses the decision to go public of 127 non financial mid & small cap companies on the Italian equity market during the period 1995-2002. Differences in pre and post Ipo financial indicators are calculated by econometric panel models. Companies' perception of the changes in the firm's organisation are investigated by a survey among their owners and managers.

Access to the equity market seems to be a relevant event during the firm's life cycle, with effects that overcome the straightforward changes in financial data.

Ipo helped to sustain the positive growth registered before the listing, considerably increasing investments in fixed assets and fuelling M&A activity. Flotation brought an immediate but temporary reduction in leverage and, as a medium term effect, it improved bargaining borrowing power. It was not a starting point for a systematic use of the equity market. As indicated by literature on international markets, Italian listed companies showed a decrease in operating performances after the Ipo.

Listing required relevant changes in companies' organisation systems, mainly to manage relations with new external stakeholders. Listed companies introduced or changed their communication systems. They modified corporate governance rules to ensure a higher degree of minority shareholders protection. They improved their planning and control systems and human resources management procedures, with an increase in employees' competences. Companies very often rationalised their group structure to maximise the market value at the Ipo.

Italian listed companies believe that benefits coming from these changes, in terms of better capability to manage relations outside the firm and improvements in management efficiency, were higher than implementation costs. They said that these changes created economic value, suggesting they are appropriate for any company willing to grow.

Keywords: equity markets, new listings, firm organisation

JEL: G1, G32, M10

(a) Borsa Italiana Spa, Research & Development; e-mail: alessandra.franzosi@borsaitaliana.it

(b) Borsa Italiana Spa, Research & Development; e-mail: enrico.pellizzoni@borsaitaliana.it

The opinions represent the authors' view and are not expression of any Borsa Italiana orientation. The authors are the only responsables for any possible error and inaccuracy.



1. Introduzione e finalità della ricerca

La quotazione in Borsa, in quanto evento di natura straordinaria, è una scelta aziendale in grado di modificare profondamente i comportamenti delle imprese dal punto di vista strategico e operativo.

La teoria economica associa alla scelta della quotazione, oltre alle conseguenze della ridefinizione della struttura proprietaria, rilevanti effetti di natura finanziaria (per la possibilità di dotarsi di una diversa struttura del passivo, ampliando e rafforzando la relazione con i fornitori di capitale di debito) e operativa (poiché l'Ipo consente di raccogliere risorse per la crescita e apporta un effetto immagine, che può influire sulle relazioni con gli *stakeholders*). Vi associa inoltre effetti di natura organizzativa: imponendo di relazionarsi con il mercato azionario e con nuove categorie di portatori di interesse, influenza le modalità con cui le società si strutturano internamente. Ciò accade poiché è obiettivo dell'impresa limitare le asimmetrie informative con i soggetti esterni, riducendo per questa via il costo del capitale in occasione dell'Ipo e di eventuali offerte secondarie. Tutto ciò indipendentemente dalla presenza di raccolta di capitale per l'impresa al momento dell'Ipo (attraverso un aumento di capitale), poiché la struttura proprietaria muta sostanzialmente anche nei casi di sola vendita di azioni da parte degli azionisti esistenti. La valutazione in sede di Ipo, di cui beneficiano anche gli azionisti venditori, sconta un premio per il rischio che dipende, tra gli altri fattori, dal livello di trasparenza informativa atteso dall'impresa una volta quotata.

L'obiettivo generale di questo lavoro è indagare, attraverso diverse chiavi di lettura, in che modo le imprese italiane abbiano "interpretato" la quotazione nella sua funzione teorica di propulsore dei progetti di crescita, di strumento di irrobustimento della struttura finanziaria, di incentivo ad adottare più efficienti modalità organizzative. Allo stesso tempo, è obiettivo della ricerca valutare, nella percezione delle imprese, quali siano stati i vantaggi e i costi del cambiamento della cultura e delle modalità di funzionamento dell'impresa associato alla quotazione.

Ci si attende infatti che le società "virtuose" si quotino in funzione della volontà di crescere e della consapevolezza del valore di lungo periodo di una struttura proprietaria aperta e trasparente e di un migliore controllo e pianificazione delle proprie *operations*, e che lo facciano in quanto il valore percepito di tali benefici è giudicato superiore ai costi di agenzia che devono essere sopportati per la raccolta di finanziamenti in un contesto di mercato.

L'analisi degli effetti della quotazione è in special modo rilevante in quei contesti economico-finanziari, tra i quali quello italiano, caratterizzati da un relativamente basso ricorso al mercato azionario da parte delle imprese, in particolare se di piccole e medie dimensioni.

In un recente lavoro riguardante le imprese quotabili in Italia (Franzosi e Pellizzoni, 2003) si rilevava come, a fronte della percezione di forti opportunità derivanti dalla quotazione, le imprese vi associassero un'estrema complessità. Questa motivazione, specie per le imprese poco orientate alla crescita e ancora prive di meccanismi di delega decisionale, era tra le più rilevanti nel determinare la lontananza dal mercato azionario. La veri-

fica, presso un gruppo consistente di società italiane quotate, dell'effettivo livello di impegno richiesto e dei vantaggi ottenuti attraverso la fase di cambiamento che porta all'Ipo, può fornire elementi per rendere le imprese quotabili più consapevoli delle caratteristiche della fase di transizione. Queste indicazioni dovrebbero essere utili sia alle imprese quotabili sia ai soggetti che le assistono nella gestione di questo passaggio (*sponsors, advisors*, società di consulenza) per individuare le aree dove il processo appare più critico e offrire un servizio a maggiore valore aggiunto.

Seppur con una forte caratterizzazione microeconomica, i risultati del lavoro possono fornire spunti di riflessione anche per considerazioni di tipo sistemico, collegate al recente dibattito sui limiti competitivi del modello industriale italiano, che ha posto l'accento sulla relazione tra capacità competitive, configurazione della struttura finanziaria e proprietaria e modalità organizzative¹. La comprensione dei comportamenti che le imprese realizzano una volta quotate consente infatti di dedurre i reali obiettivi alla base di questa scelta, chiarendo ex post la funzione economica per cui il mercato azionario è stato effettivamente utilizzato dalle imprese. E' ormai convinzione diffusa che per rilanciare la competitività del sistema produttivo italiano servano, tra gli altri fattori, imprese di maggiori dimensioni, più innovazione e una maggiore specializzazione nei settori a elevato valore aggiunto, strutture proprietarie meno concentrate, un più moderno rapporto con il sistema finanziario. A fronte di tali esigenze, il mercato azionario italiano continua a essere di dimensioni modeste nel confronto internazionale e il livello di indebitamento delle imprese elevato (si veda ad es. Conti e Varetto, 2003), anche una volta tenuto conto delle differenze della struttura settoriale e dimensionale. Benché la prevalenza di modelli di struttura finanziaria che limitano il ricorso al mercato non sia una caratteristica esclusiva del contesto italiano, nemmeno tra le imprese di maggiori dimensioni, l'economia italiana si caratterizza per un "tasso di partecipazione" al finanziamento di mercato inferiore ad altri contesti nazionali, anche dell'Europa continentale e anche tra le imprese di dimensioni medio-grandi. Per quanto riguarda i mercati azionari, a fine dicembre 2004 erano quotate in Italia 269 società nazionali, contro 282 in Svizzera, 319 in Grecia, 660 in Germania, 999 sui mercati di Euronext (che include Francia, Belgio, Olanda e Portogallo) e 2.486 nel Regno Unito. Il differenziale in termini di numero di società quotate si concentra nel segmento delle imprese di media e piccola capitalizzazione; per ogni impresa italiana di medie e piccole dimensioni quotata, ve ne sono 3 in Francia e Germania e 8 in Gran Bretagna. Il medesimo gap è ravvisabile anche in termini di diffusione del finanziamento con obbligazioni *corporate* o attraverso il *private equity*².

Questa situazione è stata collegata alle difficoltà storicamente incontrate nell'accettare una struttura proprietaria e un modello di governo societario aperto, orientato alla trasparenza nei confronti di esterni al gruppo di controllo, e nell'avviare percorsi strategici

-
- (1) Gli effetti potenzialmente dannosi a livello sistemico di strutture proprietarie eccessivamente chiuse, dei limiti alla crescita aziendale imposti dalla scarsa attitudine all'apertura del capitale, della mancanza di modelli organizzativi orientati al rapporto costante con gli *stakeholders* sono descritti, ad esempio, in Nardozi (2003) e Gros Pietro (2004).
 - (2) Per quantificazioni del fenomeno si vedano ad es. Banca d'Italia (2004) per la dimensione del mercato obbligazionario *corporate*; Commissione Europea (2004) per il *venture capital/private equity*; Conti e Varetto (2003) per l'evoluzione della struttura finanziaria delle imprese italiane; Pellizzoni (2002) per la partecipazione delle imprese al mercato azionario.



di crescita che implicano un rafforzamento della struttura patrimoniale.

Laddove l'analisi dei comportamenti delle società quotate confermi che la quotazione agisce nella direzione di una maggiore patrimonializzazione, trasparenza e managerialità della gestione, tale evidenza fornirebbe supporto alle proposte di favorire con idonee misure l'adozione di uno status, appunto quello di società quotata, che spinge le imprese a superare i limiti storici dell'industria italiana, a favore di modelli strategici e finanziari in grado di incrementarne la competitività.

Si sono quindi analizzate le performance differenziali delle imprese quotate rispetto al periodo pre Ipo, al fine di dedurre dalle evidenze ex post le motivazioni strategiche delle operazioni di quotazione. Non si è cercato dunque di mettere in luce le differenze con le realtà non quotate attraverso il confronto dei due gruppi di imprese tra loro, ma di isolare i soli effetti della quotazione presso le imprese che hanno fatto questa scelta. Si è cercato inoltre di comprendere quali cambiamenti organizzativi vi siano associati, e se tali cambiamenti siano riconducibili a una naturale evoluzione della struttura organizzativa dell'impresa, che fisiologicamente si accompagna alla crescita dimensionale, o se costituiscano piuttosto dei salti organizzativi che non sarebbero stati realizzati in assenza della quotazione.

La ricerca analizza le società quotate a seguito di *Initial Public Offering* in Italia nel periodo 1995-2002. L'attenzione è stata posta sui settori dell'industria e dei servizi non finanziari e sulle imprese di media e piccola dimensione, escludendo dunque le banche, le assicurazioni e le imprese più grandi (ivi comprese le privatizzazioni). Sono diverse le motivazioni alla base di questa scelta. Le imprese del settore finanziario e quelle di grandi dimensioni hanno normalmente strutture interne molto organizzate, per ragioni di vigilanza nel caso delle prime e per motivi dimensionali nel caso delle seconde; si tratta inoltre di imprese le cui logiche di quotazione sono difficilmente generalizzabili. Inoltre, la maggior parte delle imprese in questo momento quotabili in Italia e quantificate in circa 1.200 appartiene ai settori dell'industria e dei servizi non finanziari ed è di medie dimensioni (Pellizzoni, 2002). E' soprattutto verso questo bacino di imprese che in termini prospettici diventa importante mettere in luce gli effetti attesi da un'eventuale quotazione, confrontandoli con la percezione presso le stesse delle implicazioni dell'accesso al mercato azionario.

L'approccio metodologico integra i risultati di due analisi complementari. In particolare:

- sono stati verificati ex post gli effetti della quotazione su crescita, redditività e struttura finanziaria, attraverso una stima econometrica dell'impatto della quotazione sui principali indicatori di bilancio; il metodo utilizzato identifica gli effetti attribuibili alla quotazione confrontando le imprese quotate con loro stesse prima dell'Ipo e depurando gli andamenti di ciascuna variabile per l'evoluzione nel tempo comune alle imprese analizzate;
- sono analizzati gli impatti organizzativi della quotazione e il *trade off* percepito tra vantaggi ottenuti e costi sopportati con il processo di cambiamento, attraverso un'indagine effettuata tramite interviste personali, presso figure direzionali o rappresentati-

ve della proprietà di 77 società. Seppure esposto alla soggettività delle risposte fornite dagli intervistati, come tutte le analisi attraverso questionario, il metodo d'indagine è l'unico possibile per affrontare un tema che riguarda aspetti strettamente interni all'organizzazione aziendale e non catturabili attraverso indicatori solo quantitativi³.

Il lavoro è strutturato come segue. Il paragrafo 2 riassume i risultati delle principali ricerche esistenti in materia. Il paragrafo 3 (insieme all'Appendice) descrive le imprese oggetto di indagine, la banca dati e le metodologie utilizzate ai fini dell'analisi. Nel paragrafo 4 vengono presentate le differenze nei principali indicatori di bilancio delle imprese tra il periodo pre e post quotazione emerse dalla stima di modelli econometrici di tipo *panel*. I risultati sono affiancati a quelli desumibili dalle interviste, per evidenziare gli effetti che la quotazione ha avuto sui tassi di sviluppo registrati e per interpretare ex post le motivazioni della scelta di accedere al mercato azionario. Il paragrafo 5 affronta il tema degli impatti organizzativi della quotazione, analizzando come le imprese abbiano modificato, in occasione dell'Ipo o successivamente a essa, i principali sistemi manageriali che sottendono al funzionamento dell'organizzazione aziendale. Sono analizzati gli effetti percepiti del cambiamento, la sua natura (evolutiva *versus* "break strutturale") e il giudizio espresso dal *management* sul *trade off* tra costi e benefici dei cambiamenti organizzativi affrontati. L'ultimo paragrafo riassume le conclusioni del lavoro.

(3) Si ringraziano per la partecipazione all'indagine le seguenti società: Acea, Acotel Group, Acsm, Aem Torino, Aeroporto di Firenze, Aisoftw@re, Algol, Amga - Azienda Mediterranea Gas e Acqua, Arquati, Art'è, Asm Brescia, Beghelli, Brembo, Bulgari, Buongiorno Vitaminic (ex Vitaminic), Cad It, Cairo Communication, Caltagirone Editore, Cell Therapeutics (ex Novuspharma), Cembre, Centrale del Latte di Torino, Chl, Csp International, Dada, Data Service, Datamat, Davide Campari, Digital Bros, Ducati Motor Holding, El.En., Emak, Engineering Ingegneria Informatica, Erg, Esaote, Esprinet, Euphon, Fidia, Fiera Milano, Filatura di Pollone, Fullsix (ex Inferentia), Giovanni Crespi, Gruppo Ceramiche Ricchetti, Gruppo Coin, I Grandi Viaggi, I.Net, Ima, Interpump Group, Irce, IT Holding, Juventus Football Club, La Doria, Marcolin, Mirato, Mondo TV, Pirelli & C. Real Estate, Poligrafica S. Faustino, Prima Industrie, Reno de Medici, Retelit (ex E.Planet), Richard Ginori 1735, Roland Europe, Roncadin, Sabaf, Sadi, Savino del Bene, Sicc, Socotherm, Sol, Targetti Sankey, Tas - Tecnologia Avanzata dei Sistemi, Tc Sistema, Tiscali, Trevi Finanziaria Industriale, Txt E-Solutions, Vemer Siber Group (ex Vemer Elettronica), Versicor (ex Biosearch Italia), Viaggi del Ventaglio.



2. I principali contributi sugli effetti della quotazione

I contributi di ricerca sugli effetti che la quotazione produce sulle imprese si sono sviluppati lungo due filoni principali: l'analisi degli effetti attesi e quella del contenuto informativo quantitativo degli indicatori di bilancio nel periodo post quotazione. Nel primo tipo di approfondimenti viene chiesto agli imprenditori, prima dell'Ipo, quali sono gli effetti attesi della quotazione, con riferimento al ruolo che essa può svolgere per consentire la realizzazione degli obiettivi strategici dell'impresa. Sulla base di queste ricerche, seppur con diversi ordini di importanza, con la quotazione le imprese ritengono di poter finanziare la crescita, di migliorare l'immagine aziendale, di gestire i passaggi generazionali e di meglio motivare i dipendenti (per il caso italiano Ferrari, 1992; Marchisio e Ravasi, 2001). Le imprese americane in Mikkelson, Partch e Shah (1997) hanno dichiarato nell'85% dei casi di quotarsi per raccogliere nuove risorse, nel 64% dei casi per finanziare nuovi investimenti e nel 58% per ripagare debiti esistenti e/o ribilanciare il *leverage*. Il 76,3% delle imprese italiane quotabili in Franzosi e Pellizzoni (2003) ha dichiarato di considerare la quotazione principalmente una modalità di raccolta di risorse per far crescere l'impresa. In tal senso vanno anche le evidenze di Hogholm e Rudqvist (1995) relative al mercato svedese e di Eversheds e London Stock Exchange (2003) sul caso inglese, che utilizzano come dati di riferimento le motivazioni della quotazione incluse nei prospetti di collocamento anziché interviste dirette. Le motivazioni sono principalmente riconducibili alla crescita aziendale (finanziamento della crescita e facilitazione di ulteriori emissioni azionarie) e al rendere l'impresa più conosciuta.

Queste *surveys* si basano su dichiarazioni rilasciate dalle imprese prima dell'Ipo e rischiano pertanto di non rappresentarne gli effetti reali. Le dichiarazioni rilasciate sono infatti soggette alla discrezionalità degli intervistati, possono non rispecchiare i veri obiettivi dell'impresa o non corrispondere a quelli effettivamente raggiunti dopo la quotazione. Per ottenere conclusioni più robuste, altri studi hanno cercato di valutare se, dopo la quotazione, le società abbiano registrato differenti dinamiche in termini di crescita, profittabilità, redditività e struttura finanziaria rispetto a prima di accedere al mercato azionario⁴. L'assunto di queste ricerche è che l'andamento degli indicatori dovrebbe essere il risultato delle strategie messe in atto dalle imprese grazie alla quotazione, quantificandone quindi gli effetti da un punto di vista empirico. La letteratura in materia non è numerosa, probabilmente a causa della complessità nella costruzione di banche dati sufficientemente estese per numero di società, arco temporale intorno all'Ipo e profondità degli indicatori di bilancio.

Le evidenze riscontrate non sembrano finora univoche (per una breve rassegna della letteratura empirica si veda la tavola 1). L'unico elemento su cui le ricerche esistenti sembrano concordare, su mercati e intervalli temporali differenti, è rappresentato dalla dimi-

(4) Gli stessi Hogholm e Rudqvist (1995) evidenziano come le caratteristiche delle Ipos svedesi (elevata quota di offerte di vendita da parte degli azionisti esistenti, età media elevata delle imprese, moderata espansione ex post della dimensione aziendale) non sembrano confermare che la crescita aziendale sia stato il principale obiettivo delle operazioni realizzate, pur essendo questa in assoluto la motivazione più citata ex ante nei prospetti di collocamento.

nuzione di profittabilità delle imprese post quotazione, sia in termini assoluti sia al netto di possibili effetti settoriali. Si registra minore univocità per gli effetti su andamento di ricavi, investimenti e rispettivi tassi di crescita. Questi indicatori sono ad esempio più elevati nel periodo post Ipo tra le imprese americane secondo Jain e Kini (1994), secondo i quali la diminuzione di profittabilità non può essere spiegata dalla mancanza di opportunità di investimento. Jain e Kini (1995) rilevano inoltre che le Ipo *venture backed* registrano tassi di crescita più elevati di vendite e investimenti⁵. Mikkelson, Partch e Shah (1997) segnalano come il livello degli *assets* delle società quotate negli Stati Uniti sia cresciuto di tre volte a seguito della quotazione e sia 5 volte più alto 10 anni dopo di essa. Khurshed, Paleari e Vismara (2003) segnalano una crescita di *assets, earnings* e *net cash flows* rispetto a prima dell'Ipo per le imprese inglesi quotate tra il 1995 e il 1999.

Cai e Wei (1997) e Cowling, Kutsuna e Okamura (2002) segnalano invece una discesa dei tassi di crescita (fatturato e investimenti) successivamente all'Ipo per le imprese giapponesi (sul Tokio Stock Exchange e sul Jasadq negli anni 1995-1996)⁶.

Ernst & Young (2003), analizzando i dati di bilancio di 200 società inglesi quotate tra il 1998 e il 2002, rileva tassi di crescita positivi delle *sales* nell'82% dei casi, ma un incremento dei profitti solo nel 39%. Il campione di società analizzato è cresciuto in modo rilevante per linee esterne, attraverso 443 acquisizioni distribuite tra il 64% delle imprese. L'incremento dei costi sostenuti post quotazione è associato all'emergere di nuove voci di spesa (*investor relations, financial public relations*, informativa obbligatoria), all'impegno richiesto al *management* per gestire lo status di società quotata, ai costi di integrazione a seguito delle acquisizioni realizzate e alla maggiore attività di investimento, che difficilmente può andare a *break even* nel breve termine.

Per quanto attiene al caso italiano, per cui vi sono analisi per il periodo 1982-1992 (Pagano, Panetta e Zingales, 1998), sono stati registrati effetti differenti in funzione della tipologia delle società quotate. Le quotazioni di società indipendenti segnalano una riduzione di investimenti, livello e costo dell'indebitamento nei tre anni successivi all'Ipo. Per i *carve outs* (le quotazioni di società controllate da gruppi già quotati), al contrario, si assiste a una crescita degli investimenti e a una riduzione del *leverage* nel lungo periodo. Queste evidenze suggeriscono come in Italia la quotazione, nel periodo in esame, sia servita alle imprese indipendenti per ribilanciare la struttura finanziaria dopo un periodo di investimenti superiore alla media, mentre per i *carve outs* abbia avuto maggiori finalità di finanziamento della crescita, oltre a rappresentare ovviamente una modalità di *way out* per gli azionisti esistenti che hanno saputo cogliere momenti di valutazione elevata per le società in fase di (parziale) cessione. La riduzione del costo dell'indebitamento successiva alla quotazione non viene spiegata solo dalla riduzione del livello di *leverage*; è quindi interpretata come un possibile segnale degli effetti positivi del miglior livello di *accounting informations* dopo la quotazione e/o di un maggiore potere contrattuale delle imprese quotate nei confronti del sistema bancario.

L'andamento di questi indicatori ha trovato nei vari studi spiegazioni differenti,

(5) Il lavoro presenta inoltre una rassegna delle possibili relazioni tra andamento dell'*operating performance* dopo l'Ipo e presenza di *venture capitalists* nella compagine azionaria.

(6) Per il caso giapponese si veda anche Matsuda, Vanderwerf e Scarbrough (1994).



anche se nessuna di tipo definitivo. In particolare, le principali ragioni teoriche a spiegazione del calo di profittabilità a seguito della quotazione (l'evidenza empirica più forte alla luce delle ricerche svolte fino a oggi) possono essere così riassunte:

- l'incremento dei costi di agenzia (Jensen e Meckling, 1976) dovuto alla maggiore separazione tra proprietà e controllo che interviene a seguito della quotazione (Jain e Kini, 1994);
- l'effetto del *timing* della quotazione, finalizzato a cogliere *windows of opportunity* in presenza di elevate performance dell'impresa di breve periodo, che il *management* ritiene non sostenibili successivamente alla quotazione (Cai e Wei, 1997; Mikkelson, Partch e Shah, 1997);
- la presenza di *window dressing* dei risultati contabili pre Ipo (Khurshed, Paleari e Vismara, 2004).

L'ipotesi secondo cui le motivazioni alla base di una riduzione delle performance delle imprese neo quotate possano essere ricondotte alle asimmetrie informative e al conflitto di interessi tra azionisti pre Ipo, *management* e nuovi azionisti è stata studiata cercando di correlare l'andamento delle performance operative con diverse misure di variazione della quota di proprietà degli *existing shareholders* tra i periodi pre e post quotazione. Anche su questo aspetto vi sono però ancora evidenze empiriche contrastanti.

Suddividendo un campione di 682 Ipos sul mercato statunitense nel periodo 1976-1988 in funzione della quota di capitale che gli azionisti pre-esistenti continuano a detenere nell'impresa dopo la quotazione, Jain e Kini (1994) verificano come performance operative migliori siano ottenute dalle imprese in cui gli azionisti pre-esistenti hanno mantenuto una maggiore quota azionaria. Analoga evidenza è presente in Cowling, Kutsuna e Okamura (2002) su un campione di 247 Ipos sul Jasdac nel periodo 1995-1996. Kim, Kitsabunnarat e Nofsinger (2002) rilevano, presso le imprese quotate sul mercato thailandese, una relazione non lineare tra separazione tra proprietà e controllo e performance aziendali. Secondo Mikkelson, Partch e Shah (1997) e Cai e Wei (1997) non si registrano invece effetti statisticamente significativi sulle performance operative di *proxies* di questo tipo. Per Mikkelson, Partch e Shah (1997) la riduzione di performance è legata alla quota dell'offerta posta in vendita dagli azionisti esistenti, ma il motivo principale di tale discesa è la capacità delle imprese di quotarsi in momenti molto favorevoli per i risultati di bilancio registrati, che risultano poi difficilmente sostenibili a seguito di fenomeni di *mean reversion* dei risultati economici.

Le uniche evidenze sul caso italiano mostrano come vi sia stato un possibile effetto negativo sui livelli di profittabilità dovuto a fenomeni di *moral hazard* (Pagano, Panetta e Zingales, 1998, utilizzano come *proxy* la quota di proprietà ceduta in sede di Ipo). Questo effetto viene però riscontrato solo nel particolare caso dei *carve outs*, mentre non viene registrato per le Ipos di società indipendenti. Secondo Jain e Kini (1995), le Ipo *venture backed* fanno registrare minori diminuzioni dei livelli di profittabilità, a testimonianza di un contributo positivo di questa categoria di investitori finanziari.

Tavola 1 - Principali contributi sugli effetti della quotazione sulle performance operative delle imprese

Dataset	Risultati	Evidenza a favore di:
Jain, Kini (1994) 682 Ipos negli Usa; periodo 1976-1988; arco temporale: [lpo-1; lpo+6]	<ul style="list-style-type: none"> ● Incremento dei tassi di crescita di vendite e investimenti ● Riduzione dell'<i>operating performance</i> ● Riduzione più forte dove c'è stata una maggiore riduzione della quota di controllo in seguito all'Ipo 	<ul style="list-style-type: none"> ● Aumento dei costi di agenzia associato alla riduzione degli incentivi dei <i>manager-azionisti</i>
Cai, Wei (1997) 180 Ipos sul Tokio Stock Exchange; periodo 1971-1992; arco temporale: [lpo-5; lpo+5]	<ul style="list-style-type: none"> ● Riduzione dell'<i>operating performance</i> ● Riduzione di varie misure di crescita dopo l'Ipo ● Nessun effetto della separazione tra proprietà e controllo 	<ul style="list-style-type: none"> ● Quotazione legata alla volontà del <i>management</i> di sfruttare <i>windows of opportunity</i> favorevoli
Mikkelsen, Partch e Shah (1997) 283 Ipos negli Usa; periodo 1980-1983; arco temporale: [lpo-5; lpo+10]	<ul style="list-style-type: none"> ● Riduzione dell'<i>operating return on assets</i> nel primo anno post Ipo, poi stabilizzazione nei 10 anni successivi ● Nessun effetto della separazione tra proprietà e controllo ● Riduzione più forte associata a quote di Opv più elevate ● Effetti differenziali tra società piccole e grandi 	<ul style="list-style-type: none"> ● Sfruttamento di <i>windows of opportunity</i>
Pagano, Panetta e Zingales (1998) 69 Ipos in Italia; periodo 1982-1992; arco temporale: [lpo-3; lpo+3 e oltre]	<ul style="list-style-type: none"> ● Nessun effetto sui livelli di crescita ● Riduzione dei livelli di profittabilità ● Riduzione dei livelli e costo dell'indebitamento ● Effetti negativi sulla profittabilità dovuti alla separazione tra proprietà e controllo solo per i <i>carve outs</i> 	<ul style="list-style-type: none"> ● Per i <i>carve outs</i>, Ipo come operazione per cogliere <i>windows of opportunity</i> ● Per le società indipendenti, Ipo con obiettivo di ribilanciare la struttura finanziaria dopo alti investimenti
Kim, Kitsabunnarat e Nofsinger (2002) 133 Ipo in Thailandia; periodo 1987-1993; arco temporale: [lpo -1; lpo +3]	<ul style="list-style-type: none"> ● Effetti positivi sulla profittabilità in presenza di bassa o elevata separazione tra proprietà e controllo; effetti negativi in presenza di separazione intermedia (relazione non lineare) 	<ul style="list-style-type: none"> ● Severi costi di agenzia in caso di disallineamento tra obiettivi del <i>management</i> e della proprietà
Cowling, Kutsuna e Okamura (2002) 247 Ipos sul Nasdaq; periodo 1995-1996; arco temporale: [lpo-5; lpo+3]	<ul style="list-style-type: none"> ● Riduzione della crescita di vendite, <i>ordinary profits</i> e <i>net profits</i> ● Riduzione più forte dove c'è stata una maggiore riduzione della quota di controllo ● Peggiori performance per le imprese più grandi e più vecchie 	<ul style="list-style-type: none"> ● Possibile <i>window dressing</i> dei risultati pre Ipo
Khurshed, Paleari e Vismara (2003) 415 Ipos in UK; periodo 1995-1999; arco temporale: [lpo-1; lpo+3]	<ul style="list-style-type: none"> ● Riduzione delle performance operative ● Forte crescita di <i>assets, earnings</i> e <i>net cash flows</i> 	<ul style="list-style-type: none"> ● <i>Overoptimism</i> da parte del <i>management</i> ● Possibile <i>window dressing</i>

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D



Per quanto riguarda invece gli effetti della quotazione sull'organizzazione, la letteratura è assolutamente esigua, pur trattandosi di un tema interessante dal punto di vista manageriale. La quotazione infatti induce cambiamenti significativi che finiscono con l'incidere sui meccanismi interni di funzionamento dell'impresa, determinandone le modalità di comportamento. Dal punto di vista teorico, al fine di reperire capitale sul mercato al minor costo possibile (in occasione dell'Ipo e di eventuali offerte secondarie), le imprese devono minimizzare le asimmetrie informative con i potenziali investitori e quindi riconoscere l'importanza della gestione delle relazioni con gli *stakeholders*. Come sottolineato in Antoldi, Cifalinò e Devecchi (2003), il cambiamento organizzativo interno dovrebbe essere indotto dalla "necessità di creare e consolidare relazioni di fiducia tra l'impresa e i suoi portatori di interesse". Gli autori, attraverso un'indagine presso 76 imprese di nuova quotazione tra il 1995 e il 1999, 35 delle quali italiane e 41 estere (su un totale di 1.608 questionari inviati alle imprese quotate presso Borsa Italiana, Deutsche Börse, Euronext Parigi e London Stock Exchange, incluso l'Alternative Investment Market), hanno indagato:

- le motivazioni per le quali la quotazione costituisce un fattore propulsivo dei cambiamenti nei sistemi direzionali delle imprese;
- i risultati dei cambiamenti effettivamente realizzati.

Gli autori rilevano come la quotazione generi nuovi e complessi fabbisogni organizzativi. Con la quotazione le imprese hanno dichiarato di necessitare, nell'ordine, di livelli più elevati di trasparenza della gestione, tempestività della comunicazione, competenze e risorse manageriali, controllo economico ed esecutivo, articolazione delle informazioni disponibili all'esterno, integrazione tra le unità organizzative, dinamicità. La priorità tra tali fabbisogni appare però definita e focalizzata su trasparenza della gestione e tempestività della comunicazione. In risposta a questi fabbisogni incrementali, le imprese hanno modificato in modo rilevante, ma non uniforme, i processi operativi con cui coordinano la struttura. La maggiore intensità di intervento si è riscontrata sul sistema di comunicazione esterna, seguito dalla pianificazione strategica e dalla programmazione e controllo. Di minore entità sono stati gli interventi attuati sulla struttura organizzativa e sulla gestione delle risorse umane.

Gli autori hanno inoltre evidenziato l'esistenza di una correlazione positiva tra efficacia (interna) dei sistemi di *management* adottati e capacità dell'impresa di governare le relazioni con gli *stakeholders*.

3. Universo di riferimento e metodologie di indagine

3.1 L'Universo di riferimento

Nel corso degli ultimi quindici anni (1990-2004) le società ammesse a quotazione sui mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana a seguito di offerta pubblica (escludendo quindi le ammissioni “tecniche” dovute ad altre tipologie di operazioni societarie - fusioni e scissioni - e all'ammissione di titoli a capitale già diffuso) sono state 174 (tavola 2)⁷. Il capitale complessivamente raccolto è stato pari a quasi 50 miliardi di euro, di cui il 26% circa affluito direttamente al finanziamento delle imprese attraverso operazioni di aumento di capitale (escludendo le 18 operazioni di privatizzazione, la quota sale al 78% circa). Tali società, una volta esclusi 34 casi di società revocate prima del 31.12.2004⁸, rappresentano il 50,4% del numero complessivo di società quotate a fine 2004 (278).

Tavola 2 - Numero di offerte finalizzate alla quotazione in Italia (Borsa, Nuovo Mercato e Mercato Expandi) e capitale raccolto nel periodo 1990-2004 (1) (2)

Anno	Offerte N°	Raccolta ML euro	di cui da azioni:		Numero operazioni			Andamento indice Mib
			di nuova emissione (OPS)	in vendita dagli azionisti esistenti (OPV)	Solo OPS	OPVS	Solo OPV	
1990	3	24.4	10.8	13.6	-	2	1	-25.1%
1991	6	127.5	37.2	90.3	1	1	4	-2.2%
1992	3	889.4	889.4	-	3	-	-	-11.7%
1993	-	-	-	-	-	-	-	+37.4%
1994	4	3 728.2	96.9	3 631.3	1	-	3	+3.3%
1995	11	3 670.3	261.6	3 408.7	2	8	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	17	1 781.9	594.9	1 187.0	4	12	1	+41.0%
1999	27	21 590.9	1 436.4	20 154.6	3	20	4	+22.3%
2000	45	6 807.0	5 156.7	1 650.3	16	24	5	+5.4%
2001	18	3 848.1	2 178.2	1 669.9	7	9	2	-25.1%
2002	6	1 003.4	638.3	365.1	2	4	-	-23.7%
2003	4	550.4	66.5	483.8	1	2	1	+14.9%
2004	8	2 629.8	351.6	2 278.2	1	6	1	+17.5%
Totale	174	49 075.7	12 648.3	36 427.3	44	105	25	..

(1) La tavola include anche le offerte finalizzate alla prima quotazione in Italia di società estere e di società italiane già quotate all'estero: il 1991 include 2 Opv (Bayer e Volkswagen) per 27,2 milioni di euro; il 1992 una Ops (Commerzbank) per 32,4 milioni; il 1998 una Opvs (ST Microelectronics, il cui dato relativo alla raccolta include la sola quota dell'offerta collocata presso il pubblico in Italia, inclusi i dipendenti della società) per 78,0 milioni; il 2000 due Ops (Aisofw@re e BBBiotech) e una Opv (Luxottica) per 386,5 milioni; il 2001 una Ops (Algol) per 8,9 milioni

(2) I valori della raccolta includono sia l'offerta pubblica che i contestuali *private placements*
Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

(7) Per un'analisi sull'evoluzione nell'ultimo ventennio delle *Initial Public Offerings* sul mercato azionario italiano si veda Dalle Vedove, Giudici e Randone (2005).

(8) Tra questi 34 casi di *delisting*, 9 sono dovuti a incorporazione in altra società quotata, 16 a operazioni di Opa, 8 a casi di liquidazione o fallimento delle società, uno a richiesta da parte di un emittente estero.



La ricerca riguarda le quotazioni con Ipo di società italiane di piccole e medie dimensioni, non operanti nel settore finanziario, avvenute sui mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana (Mercato Telematico Azionario, Nuovo Mercato e Mercato Expandi) tra il 1.1.1995 e il 31.12.2002. Dalle 146 quotazioni complessive (tavola 3) sono dunque escluse le 13 operazioni realizzate da società bancarie (9 casi), assicurative (2 casi) e da società estere (2 casi). Tra le risultanti 133 società, non sono state inoltre considerate cinque operazioni di società di grandi dimensioni⁹ e una operazione di quotazione in Italia attraverso *Seasoned Public Offering* (SPO) di una società già da tempo quotata su mercati esteri (Luxottica, nel 1990)¹⁰. La ricerca ha quindi a oggetto 127 imprese quotate tra il 1995 e il 2002 (l'“Universo di riferimento”), di cui 83 in Borsa (MTA), 41 sul Nuovo Mercato e 3 sul Mercato Expandi (ME), in precedenza Mercato Ristretto.

Dal punto di vista settoriale, l'esclusione del settore finanziario è dovuta alle diverse logiche sottostanti alle quotazioni di questa tipologia di imprese, spesso non assimilabili alle scelte imprenditoriali delle società industriali o del settore dei servizi non finanziari. L'attenzione sulle *small & mid caps* trova invece ragione nella concentrazione del potenziale di crescita del mercato azionario italiano in termini di imprese quotabili presso questa classe dimensionale (Pellizzoni, 2002). Presso queste realtà, organizzativamente meno complesse, la quotazione può teoricamente svolgere con maggior efficacia il suo ruolo di acceleratore dei processi di sviluppo aziendale.

Relativamente all'arco temporale considerato, il 1995-2002 rappresenta uno dei periodi di massima espansione quantitativa del numero di società quotate in Italia e include sia la crescita del mercato principale sia quella del Nuovo Mercato, rappresentativo del segmento delle società *high growth* e *high tech*, pressoché assenti nel mercato azionario italiano fino al 1999. Si tratta inoltre di un periodo che ha visto prevalentemente la quotazione di società indipendenti, mentre i *carve outs* (quotazioni di società controllate da altre società già quotate) avevano rappresentato oltre il 40% delle Ipos del decennio 1982-1992. L'analisi degli effetti finanziari della quotazione su questo campione e arco temporale rappresenta dunque la continuazione dei risultati presenti in Pagano, Panetta e Zingales (1998), riferiti a 69 Ipos italiane del periodo 1982-1992. Offre dunque spunti per evidenziare le differenze tra due archi temporali immediatamente successivi (con l'esclusione degli anni 1993-1994, nei quali si sono però registrate solo 4 operazioni) e caratterizzati dalla quotazione di società differenti per tipologia di struttura proprietaria e settori di appartenenza.

L'anticipo al 2000 della chiusura del periodo di riferimento per le elaborazioni relative ai dati di bilancio è motivata dalla tipologia di analisi realizzata e descritta nel paragrafo successivo. Essa richiede infatti la disponibilità di informazioni per un periodo minimo post quotazione, per poter evidenziare in modo consistente quali effetti essa abbia realmente prodotto.

(9) Si tratta, in ordine di data di quotazione, di Eni, Mediaset, Aeroporti di Roma, Enel e Snam Rete Gas.

(10) Sono invece incluse due *Seasoned Public Offerings* di società italiane precedentemente quotate all'Easdaq nel corso del periodo di riferimento dell'indagine (Aisofw@re e Algol).

Tavola 3 - Numero di offerte finalizzate alla quotazione e Universo di riferimento (periodo 1995-2002)

Anno	Offerte	Escluse:				Universo di riferimento		di cui:		
		Banche e assicurazioni ⁽¹⁾	Estere ⁽²⁾	Grandi dimensioni ⁽³⁾	Spo ⁽⁴⁾	Totale	di cui: Spo	MTA	Nuovo Mercato	Mercato Expandi
1995	11	1	-	1	-	9	-	8	-	1
1996	12	2	-	1	-	9	-	9	-	-
1997	10	-	-	1	-	9	-	9	-	-
1998	17	1	1	-	-	15	-	14	-	1
1999	27	4	-	1	-	22	-	16	6	-
2000	45	3	1	-	1	40	1	10	30	-
2001	18	-	-	1	-	17	1	12	5	-
2002	6	-	-	-	-	6	-	5	-	1
1995-2000	122	11	2	4	1	104	1	66	36	2
1995-2002	146	11	2	5	1	127	2	83	41	3

(1) Le banche e assicurazioni escluse sono: nel 1995 Banco di Desio; nel 1996 Mediolanum e Banca Popolare di Spoleto; nel 1998 Bayerische Vita; nel 1999 Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Profilo, Credito Artigiano e Interbanca; nel 2000 Cassa di Risparmio di Firenze, Meliorbanca e OnBanca

(2) Le società estere escluse sono: nel 1998 STMicroelectronics; nel 2000 BBBiotech

(3) Le società di grandi dimensioni escluse sono: nel 1995 Eni; nel 1996 Mediaset; nel 1997 Aeroporti di Roma; nel 1999 Enel; nel 2001 Snam Rete Gas

(4) La *seasoned public offerings* esclusa è Luxottica, in quanto società già quotata al Nyse dal 1990. Rimangono invece incluse le altre due società che hanno effettuato *dual listing* in Italia con una Spo, ossia Aisoftw@re e Algol (già quotate all'Easdaq al momento dell'ammissione a quotazione in Italia)

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

La tavola 4 riporta alcune sintetiche caratteristiche descrittive dell'Universo di riferimento di 127 imprese. L'88,2% delle società era ancora quotato a metà 2004 (ovvero al momento della conclusione dell'indagine), con una percentuale di *delistings* superiore in modo statisticamente significativo per l'insieme di Borsa e Mercato Expandi (15,1%) rispetto al Nuovo Mercato (4,9%). Dal punto di vista settoriale, vi è una ripartizione piuttosto equa tra società industriali e di servizi (rispettivamente 57,5% e 42,5%), con una prevalenza delle prime in Borsa e sul Mercato Expandi e delle seconde sul Nuovo Mercato. La ripartizione è bilanciata anche tra le diverse classi dimensionali. Avendo escluso a priori alcune società di grandissime dimensioni, il 29,9% è rappresentato da *micro caps* (con una capitalizzazione al primo giorno di negoziazione al di sotto dei 100 milioni di euro), il 37,8% da *small caps* (tra 100 e 300 milioni di euro) e il 32,3% da *mid caps* (le rimanenti al di sopra di 300 milioni, escluse le società in precedenza citate). La ripartizione delle società quotate per capitalizzazione non appare molto difforme sui vari mercati (con una maggiore presenza di *micro caps* sull'insieme di Borsa e Mercato Expandi), mentre l'incrocio tra classi dimensionali e settori evidenzia la maggiore dimensione delle società di servizi. Infine, il numero di imprese revocate è maggiore (con differenze statisticamente significative) presso le imprese di dimensioni inferiori.

**Tavola 4 - Caratteristiche anagrafiche dell'Universo di riferimento (totali per colonne)**

	Universo di riferimento (127 imprese)	Mercato ⁽¹⁾		Capitalizzazione al primo giorno di quotazione (ML euro) ⁽¹⁾		
		MTA/ME	Nuovo Mercato	Fino a 100	Tra 100 e 300	Oltre 300
Status al 30.6.2004						
- Ancora quotate	88.2%	84.9% ***	95.1%	81.6% **	87.5% ***	95.1%
- Revocate	11.8%	15.1%	4.9%	18.4%	12.5%	4.9%
Settore						
- Industria	57.5%	77.9% ***	14.6%	71.1% ***	56.3% *	46.3%
- Servizi ⁽²⁾	42.5%	22.1%	85.4%	28.9%	43.8%	53.7%
Mercato di Ipo						
- Borsa e Mercato Expandi	67.7%	100.0%	..	73.7%	66.7%	63.4%
- Nuovo Mercato	32.3%	..	100.0%	26.3%	33.3%	36.6%
Capitalizzazione al primo giorno di quotazione						
- Fino a 100 ML euro	29.9%	32.6% **	24.4%	100.0%	..	..
- Tra 100 e 300 ML euro	37.8%	37.2%	39.0%	..	100.0%	..
- Oltre 300 ML euro	32.3%	30.2%	36.6%	..	..	100.0%

(1) I test riguardano le differenze nelle proporzioni tra MTA/Mercato Expandi e Nuovo Mercato e tra le diverse classi di capitalizzazione in colonne adiacenti. *, ** e *** indicano rispettivamente significatività al 90%, 95% e 99% delle differenze tra le proporzioni

(2) Escluse banche e assicurazioni

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Nella tavola 5 sono infine riportate le caratteristiche dei principali dati economico-finanziari nell'anno precedente l'Ipo, ottenuti sulla base del contenuto informativo della banca dati Archivio Elettronico della Centrale dei Bilanci. La tavola mette in luce le principali differenze, nell'anno precedente la quotazione, tra le imprese del Nuovo Mercato e quelle dell'insieme di MTA e Mercato Expandi.

I dati dimensionali (fatturato netto e varie altre misure tra le quali margine operativo lordo, margine operativo netto e utile netto) evidenziano la quotazione di società di minori dimensioni economiche sul Nuovo Mercato. In termini di fatturato netto, la dimensione mediana delle società quotate sull'aggregato MTA/Mercato Expandi è di 144,7 milioni di euro a fronte di 32,5 sul Nuovo Mercato; in termini di margine operativo lordo, il dato è pari a 21,4 milioni per le società di MTA/Mercato Expandi e a 3,9 per le società del Nuovo Mercato. Analoghe considerazioni sulla differente dimensione delle imprese si ottengono da misure di tipo patrimoniale (patrimonio netto, attivo immobilizzato, totale attivo e capitale investito). In termini di attivo immobilizzato, il dato mediano per le società ammesse a quotazione sul Nuovo Mercato è circa 10 volte inferiore (4,6 milioni di euro contro 40,8).

Per quanto concerne la profittabilità, il dato mediano per margine sui ricavi (misurato come Ebitda *margin*), pari al 13,8% sull'intero campione, è superiore per le società ammesse su MTA e Mercato Expandi (14,9% contro 5,9%). Sono meno evidenti le differenze in termini di redditività sul capitale e sul patrimonio¹¹. Il Roi mediano è pari al 18,0% per le società quotate su MTA/Mercato Expandi e al 19,2% per le società del Nuovo Mercato, ma non si tratta di differenze statisticamente significative così come per il Roa.

(11) I dati sono calcolati ponendo al denominatore il valore di fine esercizio; analoghi risultati sono ottenuti prendendo a denominatore il dato medio nel corso dell'esercizio.

Tavola 5 - Caratteristiche dell'Universo di riferimento nell'anno precedente l'Ipo ⁽¹⁾

Indicatore		N° (2)	Media (3)	Mediana (3)	Deviazione standard	Mann Whitney (p-value) (3)
Ricavi netti (ML euro)	Totale	122	186.4***	110.7***	273.5	
	MTA/ME	83	235.2	144.7	303.5	5.421
	NM	39	82.7	32.5	152.0	(0.000)***
Margine operativo lordo (ML euro)	Totale	122	245.3***	10.5***	39.7	
	MTA/ME	83	344.8	21.4	44.3	6.289
	NM	39	3.4	3.9	10.4	(0.000)***
Margine operativo netto (ML euro)	Totale	122	166.1***	7.8***	28.2	
	MTA/ME	83	235.8	13.9	31.1	5.800
	NM	39	1.8	2.7	10.9	(0.012)***
Utile/perdita dell'esercizio (ML euro)	Totale	122	8.7***	3.6***	23.7	
	MTA/ME	83	13.8	5.6	26.4	5.973
	NM	39	-2.1	0.4	10.4	(0.000)***
Margine sui ricavi (%)	Totale	122	-15.2*	13.8*	215.4	
	MTA/ME	83	15.7	14.9	10.4	2.814
	NM	39	-80.8	5.9	375.4	(0.003)**
Interest coverage (%)	Totale	105	19.7	13.6	19.7	
	MTA/ME	77	19.5	14.3	15.5	1.533
	NM	28	20.2	9.9	28.7	(0.125)
Totale attivo (ML euro)	Totale	109	214.8***	79.4***	377.8	
	MTA/ME	79	279.3	120.8	425.2	5.747
	NM	30	45.1	25.1	65.2	(0.000)***
Attivo immobilizzato (ML euro)	Totale	109	105.1***	21.7***	246.7	
	MTA/ME	79	142.2	40.8	281.3	6.615
	NM	30	7.3	4.6	8.3	(0.000)***
Patrimonio netto (ML euro)	Totale	108	65.7***	17.7***	169.4	
	MTA/ME	78	88.4	26.7	194.9	6.715
	NM	30	6.7	3.6	8.0	(0.000)***
Capitale investito (ML euro)	Totale	109	129.0***	46.0***	253.0	
	MTA/ME	79	169.3	72.5	286.5	6.086
	NM	30	22.7	9.6	38.6	(0.000)***
Patrimonializzazione (%)	Totale	109	104.2*	76.5***	130.5	
	MTA/ME	79	85.1	70.7	64.5	-2.904
	NM	30	154.5	106.8	220.6	(0.004)***
Leverage (%)	Totale	108	102.7	51.4	232.0	
	MTA/ME	78	82.3	53.8	159.2	0.610
	NM	30	155.9	39.1	356.8	(0.542)
Roi (%)	Totale	109	19.2	18.2	52.3	
	MTA/ME	79	20.7	18.0	21.9	-0.136
	NM	30	15.0	19.2	94.2	(0.892)
Roa (%)	Totale	109	10.3	9.6	16.5	
	MTA/ME	79	10.7	9.8	11.0	0.916
	NM	30	9.0	6.7	26.3	(0.360)
Turnover operativo (%)	Totale	109	104.5*	97.2*	66.1	
	MTA/ME	79	99.7	94.8	45.1	-1.425
	NM	30	117.0	110.4	52.0	(0.1542)

(1) Le 127 società originarie sono ridotte, per mancanza o non significatività dei dati nell'ultimo anno pre-quotazione (*start up*), a 122 per gli indicatori di conto economico e a 109 per gli indicatori di stato patrimoniale. I valori sono tratti dall'ultimo bilancio chiuso in data antecedente il giorno di inizio negoziazioni, a eccezione degli indicatori che coinvolgono solo dati di conto economico, per i quali è stato utilizzato il primo bilancio in data successiva se l'esercizio che include la data di quotazione è stato chiuso entro 6 mesi dal giorno di inizio negoziazioni

(2) Le significatività delle differenze tra medie e mediane di MTA/Mercato Expandi e Nuovo Mercato sono riportate nella riga relativa all'intero campione. I test sulla differenza delle medie sono test t (*one side, unequal variance*); i test sulle differenze tra mediane sono test χ^2 . La differenza nelle distribuzioni è effettuata attraverso un test Z (*two sample Wilcoxon signed rank, Mann Whitney*). *, ** e *** indicano rispettivamente significatività delle differenze al 90%, 95% e 99%

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D



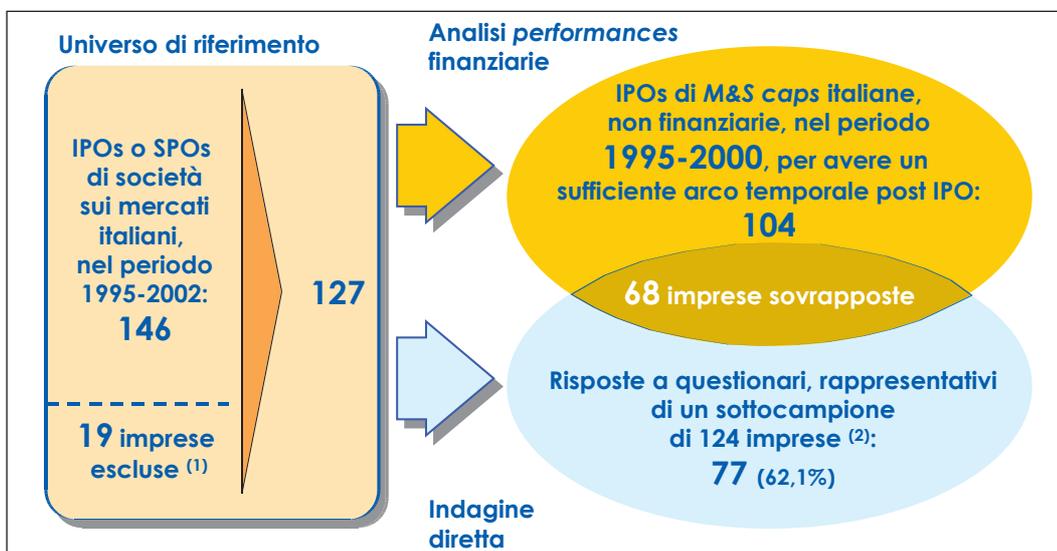
Dal lato della struttura finanziaria il rapporto tra patrimonio netto e attivo immobilizzato (patrimonializzazione) è più elevato per le società del Nuovo Mercato (106,8% contro 70,7%). Il dato può essere dovuto sia alla minore incidenza di attività immobilizzate nei settori tipici delle imprese *high growth* o *high tech*, sia a un loro maggiore livello di indebitamento relativo. Il fatto che il rapporto tra debiti finanziari al netto della liquidità e patrimonio netto (*leverage*) non sia significativamente diverso tra i due gruppi di società (il dato mediano per il campione è pari al 51,4%) fa ritenere che le differenze nel rapporto precedente siano maggiormente da imputare al lato delle attività piuttosto che alla composizione della struttura finanziaria.

Infine, il rapporto tra ricavi netti e totale attivo (*turnover* operativo) è pari al 97,2% (110,4% per le società del Nuovo Mercato, 94,8% per le altre), segnalando una maggiore efficienza operativa presso le imprese del Nuovo Mercato.

3.2 I campioni e le metodologie di analisi

La ricerca si compone di due analisi complementari ognuna delle quali, per massimizzare il quantitativo di informazione disponibile, si basa su un diverso campione dell'Universo di riferimento di 127 società. Le modalità di costruzione dei campioni sono riassunte nella figura 1.

Figura 1 - Campioni di indagine ai fini della ricerca



(1) Sono escluse 11 banche e assicurazioni, 2 società estere, 5 società di grandi dimensioni e Luxottica, in quanto già quotata al Nyse dal 1990

(2) Sono escluse 3 società poiché delistate da molto tempo al momento dell'intervista
Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

La prima analisi si basa su elaborazioni quantitative sui dati disponibili nell'Archivio Elettronico della Centrale dei Bilanci, al fine di individuare i cambiamenti dei principali indicatori operativi e finanziari di bilancio tra i periodi pre e post quotazione. Per questa fase sono state considerate le società ammesse a quotazione sui mercati di

Borsa Italiana fino al 31.12.2000, per poter disporre di un numero di dati post quotazione tale da rendere significativo il confronto con la situazione pre Ipo. Si tratta dunque di 104 società (come riportato in tavola 3).

Riquadro 1 – Il modello stimato

Le stime presentate nel paragrafo 4 sono state effettuate utilizzando un modello *panel* nella forma:

$$y_{i,t} = \alpha + \beta * x_{i,t} + \sum_{j=1}^3 \gamma_j * (IPO + j) + \gamma_4 * (IPO > 3) + u_i + d_t + \varepsilon_{it}$$

dove $y_{i,t}$ è l'indicatore di bilancio di cui si vuole indagare l'evoluzione post quotazione, $x_{i,t}$ è una matrice di regressori utilizzati come variabili di controllo (livello del fatturato, *leverage*, redditività), $IPO+j$ è il gruppo di variabili *dummies* che individuano gli effetti differenziali rispetto al periodo pre quotazione rispettivamente per i bilanci dopo 1, 2 e 3 esercizi rispetto a quello di quotazione, $IPO>3$ è una *dummy* uguale a 1 per gli esercizi successivi al terzo post quotazione (che individua quindi cambiamenti di più lungo periodo), u_i è l'effetto individuale per l'impresa i -esima e d_t è l'effetto temporale dell'anno t -esimo. Nelle tavole sono riportati i coefficienti delle variabili *dummies* relative al primo ($IPO+1$), secondo ($IPO+2$), terzo anno ($IPO+3$) successivi alla quotazione e alla *dummy* per gli anni seguenti ($IPO>3$), mentre non sono riportati i coefficienti delle *dummies* temporali (d_t) e degli effetti individuali (u_i). I coefficienti riportati rappresentano dunque la differenza tra il valore della variabile dipendente nell'anno di riferimento della *dummy* e il dato mediamente registrato nel periodo precedente all'Ipo. Il confronto è effettuato considerando i bilanci delle società quotate nel periodo 1995-2000 per l'arco temporale 1992-2002. Le *dummies* temporali colgono dunque l'evoluzione ciclica di ciascuna variabile comune a queste imprese in tale arco temporale.

Per quanto concerne le modalità di stima adottate, come riportato in Baltagi (2000), essendo in presenza di stime pressoché sull'intera popolazione e poiché viene effettuata inferenza esclusivamente sul comportamento *in sample*, i modelli stimati sono di tipo *fixed effect (two ways)*. La correzione per *groupwise heteroscedasticity* è effettuata con il metodo di White, come riportato in Greene (2003). Per le stime è stato utilizzato Stata 8.0. Per eliminare l'effetto degli *outliers*, dal campione di stima sono escluse le osservazioni corrispondenti ai valori estremi della variabile dipendente (definiti tali se all'interno del 2,5% delle osservazioni con valori più bassi o del 2,5% delle osservazioni con valori più elevati). Sono inoltre escluse le società che presentavano una sola osservazione nel periodo pre o post Ipo, poiché si è ritenuto che in questi casi il confronto non potesse essere sufficientemente robusto. Infine, i modelli riportati sono quelli stimati in assenza delle variabili $x_{i,t}$ di controllo; dei risultati dei modelli più estesi si è dato conto in modo qualitativo nel testo.

I grafici riportano l'evoluzione media nel tempo (dal 1992 al 2002) e rispetto all'anno di quotazione (da -3 a >3):

- della componente ciclica comune a tutte le imprese e catturata dalle *dummies* temporali (linea chiara);
- della precedente sommata alle *dummies* relative all'Ipo (linea scura).



Al fine di mettere in luce i cambiamenti avvenuti a seguito della quotazione, è stato utilizzato un modello econometrico (i cui dettagli sono descritti nel riquadro 1) che stima l'effetto della quotazione tramite l'introduzione di *dummies* relative agli anni post quotazione che catturano il differenziale della variabile dipendente rispetto alla media pre quotazione. Il modello consente di controllare sia per gli effetti *firm specific* che per l'evoluzione nel tempo delle variabili analizzate (effetti ciclici e di *trend*), isolando dunque correttamente il differenziale ascrivibile al solo effetto della quotazione. Nella stima si è optato per utilizzare il solo contenuto informativo dei dati delle società quotate, senza affiancare anche quello di un gruppo più ampio di imprese, rappresentato dalla totalità delle società italiane, delle società quotabili o dai *peers* delle società che hanno effettuato Ipo¹². Il confronto con un gruppo "esterno" avrebbe infatti perseguito un diverso obiettivo, ossia mettere in evidenza le differenze nelle performance tra società quotate e non quotate o tra società di nuova quotazione e di quotazione di più lunga data. La comparazione delle società quotate con se stesse prima dell'Ipo permette invece di isolare in modo più consistente i soli effetti della quotazione per come definiti in funzione del presente lavoro, ovvero in termini di cambiamenti nella medesima azienda successivi alla decisione di accedere al mercato azionario. Con questo metodo si ovvia inoltre ai potenziali problemi che deriverebbero dalla presenza nelle regressioni di società che potrebbero avere caratteristiche di per sé distintive rispetto all'insieme della società non quotate, e che hanno potuto raggiungere il mercato azionario proprio in ragione di queste caratteristiche differenziali (quali ad esempio la maggiore dimensione, crescita o redditività rispetto alla media).

La seconda analisi è un'indagine diretta presso le imprese con l'obiettivo di individuare i cambiamenti organizzativi legati alla quotazione e il loro impatto sull'attività operativa. Le interviste personali sono state realizzate nel primo semestre del 2004. Per questa fase le 127 imprese di partenza sono state ridotte per l'esclusione di 3 società revocate da molto tempo al momento dell'intervista¹³. La popolazione di riferimento per la *survey* (la "Popolazione") è quindi rappresentata da 124 società quotate tra il 1995 e il 2002. I risultati presentati, relativi alle 77 imprese rispondenti per un tasso di successo del 62,1%, sono stati ripesati per mantenere la rappresentatività della Popolazione per status della società (ancora quotata/revocata), mercato di quotazione, area geografica, settore di attività e dimensione aziendale (misurata dalla classe di capitalizzazione all'Ipo). La ripesatura ha agito soprattutto sulla variabile di status della società quotata (il campione effettivo sottopesava infatti le società revocate), mentre in relazione agli altri parametri si è osservata un'elevata prossimità tra struttura del campione intervistato e della Popolazione. Si rimanda all'Appendice per un approfondimento sulle modalità di rilevazione.

(12) In Pagano, Panetta e Zingales (1998) le stime sono effettuate includendo tutte le imprese contenute nell'Archivio Elettronico Centrale dei Bilanci con "at least a minimal probability of going public during the years of our sample (1982-1992)". In altri casi le performance finanziarie sono corrette per tener conto dell'andamento economico generale o settoriale nel periodo di riferimento. Questa tecnica è utilizzata ad esempio in Jain e Kini (1994) e in Cowling, Kotsuna e Okamura (2002). In Mikkelson, Partch e Shah (1997) gli indicatori sono corretti, per ogni società, rispetto all'andamento di un gruppo di società comparabili quotate.

(13) Si tratta di Zucchini (revocata nel 1999), Deroma (2000) e Castelgarden (2000).

4. Gli effetti della quotazione su crescita, redditività e struttura finanziaria

La verifica della relazione esistente tra scelta di quotarsi da un lato, crescita aziendale, evoluzione della struttura finanziaria e redditività dall'altro, è realizzata attraverso l'analisi dei dati di bilancio post quotazione confrontati con i valori registrati nel periodo pre Ipo. I dati quantitativi sono integrati dalla rilevazione della percezione delle imprese, che completa i risultati con aspetti non altrimenti rilevabili. L'analisi fornisce un quadro interpretabile da un lato come evidenza degli effetti differenziali svolti dalla quotazione (considerata in questa chiave di lettura la variabile esogena) sulle performance delle imprese (variabili dipendenti), dall'altro come verifica degli obiettivi strategici (che in questa seconda possibile interpretazione rappresentano la variabile esogena) che le imprese si sono poste e che hanno potuto realizzare (del tutto o in parte) grazie alla quotazione stessa.

4.1 Lo sviluppo aziendale

Come noto, la teoria economica suggerisce l'esistenza di un legame tra quotazione e crescita aziendale. La scelta della quotazione può essere infatti motivata dalla volontà di cogliere nuove opportunità di sviluppo interne o esterne, da finanziare attraverso le risorse raccolte grazie all'Ipo. In quest'ottica gli effetti benefici della quotazione si producono pienamente in presenza di aziende che hanno esplicitamente optato per strategie di crescita.

Le evidenze riscontrate mostrano come le imprese del campione crescano¹⁴ e lo facciano in media a tassi significativi (20% per il fatturato e 15% per gli *assets* totali) e superiori a quelli generali delle imprese italiane (pari nel periodo 1995-2002 a un tasso annuo del 5% circa per il fatturato e del 7% circa per gli *assets* totali)¹⁵. Ciò è vero sia prima che dopo la quotazione, ma non in modo quantitativamente differenziale tra i due periodi. Il tasso positivo di crescita dei livelli del fatturato e degli *assets* è accompagnato da un'accelerazione dell'attività di investimento. Le imprese intervistate ritengono inoltre che questi tassi di sviluppo e che alcuni progetti specifici, principalmente connessi all'attività di crescita esterna dell'azienda, non sarebbero stati realizzati in assenza della quotazione.

I risultati quantitativi ottenuti sono riportati nella tavola 6 dove, insieme alle stime dei coefficienti associati agli effetti della quotazione, sono presentati i grafici che sintetizzano l'evoluzione della variabile di interesse nel tempo e rispetto all'anno dell'Ipo. Le regressioni non mostrano variazioni significative delle variabili relative al fatturato (level-

(14) Questo elemento rappresenta una particolarità rilevante del campione di imprese analizzato. In Traù (2004), ad esempio, si osserva come il fenomeno della crescita aziendale sia per sua natura raro e che la sua intensità, nonché la complessità dei problemi da affrontare, siano "inversamente correlati alla dimensione di partenza dell'impresa".

(15) I dati di fonte Mediobanca (2004) riportano tassi annui di crescita del 4,9% per il fatturato e del 6,5% per gli *assets* per il totale delle imprese, del 4,8% e del 7,1% per le imprese private, del 3,5% e del 5,4% per le imprese medie. I dati Bach - Commissione Europea (2004) riferiti a tutte le categorie dimensionali delle imprese italiane riportano tassi annui di crescita pari al 6,9% per il fatturato e al 7,0% per gli *assets* totali.



li e tassi di crescita) a seguito dell'entrata sul mercato azionario. I coefficienti ottenuti regredendo i livelli di fatturato sulle variabili *dummies* relative all'Ipo (Ipo+j) sono positivi ma non significativi. Analogamente, i coefficienti delle variabili relative all'Ipo nella regressione sui tassi di crescita non sono significativi ed evidenziano una leggera flessione, che pure li mantiene su livelli elevati (nei primi tre anni dopo l'Ipo si attestano infatti intorno al 18% medio annuo rispetto a 22% circa del periodo pre Ipo). L'evoluzione positiva del fatturato appare in gran parte catturata dagli effetti temporali comuni alle imprese del campione. I grafici riguardanti le *dummies* temporali stimate per i due modelli mostrano quindi chiaramente come le imprese del campione si mantengano su un profilo di crescita positivo anche dopo la quotazione, senza però che vi siano effetti differenziali che si producono a partire dal momento dell'Ipo. L'inclusione di alcune variabili di controllo nelle regressioni stimate, potenzialmente esplicative di differenze nei tassi di crescita, non muta il quadro complessivo. C'è da segnalare una relazione positiva e statisticamente significativa tra crescita del fatturato e tasso di investimento e redditività; la relazione è invece negativa rispetto al *leverage*¹⁶.

Un secondo indicatore di crescita è rappresentato dall'evoluzione degli *assets* complessivi. Come ci si poteva attendere, la dinamica dei tassi di crescita evidenzia un forte effetto positivo nell'anno Ipo+1 e uno negativo in quelli successivi, che lascia comunque positivi i tassi di crescita lungo tutto il periodo post Ipo. L'effetto positivo sui tassi di crescita nel primo anno è principalmente dovuto alla raccolta di risorse attraverso l'aumento di capitale contestuale all'offerta pubblica di sottoscrizione di nuove azioni, che incrementa il livello di liquidità disponibile. Il livello pressoché stabile degli *assets* negli anni Ipo+2 e successivi si accompagna all'utilizzo delle risorse raccolte, destinate a incrementare il livello dell'attivo immobilizzato (sia in immobilizzazioni materiali che immateriali che finanziarie)¹⁷. I coefficienti delle *dummies* relative alla quotazione mantengono lo stesso ordine di grandezza e significatività anche arricchendo la regressione con il fatturato, gli investimenti, il *leverage* e la redditività operativa. Si tratta peraltro di variabili con coefficienti significativi, i primi due di segno positivo e i secondi due negativo.

I risultati sugli *assets* appaiono confermati dai dati positivi ottenuti sul tasso di investimento, calcolato come rapporto tra flusso annuo di investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali, al netto dei disinvestimenti, e attivo immobilizzato. Il rapporto mostra una maggiore attività delle imprese dopo la quotazione rispetto al periodo precedente. L'incremento è elevato, tra il 6,2% e l'8,3%, sopra il livello medio (15% circa) degli

(16) Le regressioni sul sottocampione del Nuovo Mercato, pur presentando coefficienti che per il valore assoluto danno messaggi simili a quelli delle regressioni sull'intero campione, non presentano significatività statistiche di rilievo. Ciò è dovuto sia all'elevata variabilità nei dati delle singole imprese in un campione non numeroso, sia alla struttura temporale delle osservazioni. Sui risultati influisce infatti la forte concentrazione delle operazioni nell'anno 2000, che comporta un forte rischio di collinearità tra le *dummies* temporali e quelle relative all'Ipo. La tenuta dei dati relativi a MTA/Mercato Expandi conferma implicitamente la robustezza dei risultati sul campione complessivo.

(17) Le regressioni sui livelli dell'attivo immobilizzato segnalano infatti un effetto positivo e significativo della quotazione di ammontare consistente (circa 30 milioni di euro) negli anni Ipo+1 e Ipo+2, ed effetti positivi di ammontare ancora superiore, al limite della significatività statistica, negli anni successivi. Infine, per completezza sono state condotte le regressioni anche sui livelli e sui tassi di crescita del valore aggiunto operativo, indicatore di crescita aziendale che tiene conto di eventuali fenomeni di de-verticalizzazione della produzione. Si sono ottenuti risultati simili a quelli per il fatturato.

anni precedenti la quotazione, e significativo per i primi tre anni a essa successivi. Il risultato complessivo appare determinato dai comportamenti delle imprese ammesse a quotazione in Borsa e sul Mercato Expandi, per le quali il rapporto è di circa 12 punti percentuali più elevato nel primo anno post Ipo, e di circa 8 nei successivi. Come messo in evidenza nel grafico, l'evoluzione del tasso di investimento nel periodo 1995-2002 è migliore in forza della quotazione e il differenziale rispetto all'anno di quotazione significativamente positivo, anche se le due curve tendono a convergere a partire dal terzo anno post quotazione. Il fatto che non si registri una differenza significativa per gli anni successivi al terzo può essere riconducibile alle modalità con cui le imprese effettuano gli investimenti. Si tratta infatti di scelte che a livello aziendale sono tipicamente discontinue e concentrate nel tempo¹⁸. Anche in questo caso, i risultati sul tasso di investimento sono pressoché identici in modelli più estesi, che includono come variabili esplicative la dimensione dell'impresa e la sua redditività. In particolare, il Roi corrente ha un effetto positivo e significativo (anche se di ammontare assoluto contenuto) sulle scelte di investimento, mentre sembra non contare la dimensione aziendale.

Nel complesso, le regressioni evidenziano che le imprese dopo la quotazione proseguono lungo un sentiero di sostanziale crescita avviato prima di quotarsi, senza indicare però un'accelerazione dei già elevati tassi di crescita. Il risultato può trovare in parte spiegazione nella tipologia di imprese che hanno raggiunto il mercato azionario italiano nel periodo in esame. Si tratta spesso di realtà consolidate che sono cresciute in modo rilevante, seppur operando in settori maturi o prossimi a una fase di maturità del ciclo di vita dei loro prodotti o mercati. Per queste imprese la teoria suggerirebbe un'inversione di tendenza, che le società che si sono quotate sembrano essere riuscite a evitare. In questo senso la quotazione potrebbe aver rappresentato non tanto un acceleratore di livelli di crescita comunque già elevati, quanto il modo di sostenere i valori del periodo pre Ipo. Alcune evidenze delle interviste realizzate presso le imprese sembrano in effetti andare in questa direzione.

Un'eccezione a questa interpretazione avrebbe potuto essere fornita dalle imprese del Nuovo Mercato, che dovrebbero mostrare maggiori potenzialità di crescita, sia perché di più recente costituzione sia dal punto di vista della specializzazione settoriale. Le regressioni per questo sottoinsieme mostrano però risultati altalenanti, a causa dei citati problemi dovuti alla struttura dei dati disponibili. Non sono quindi possibili considerazioni conclusive.

Il fatto che le imprese mantengano tassi di crescita elevati e simili al periodo pre Ipo (intorno al 20% annuo) non sostiene le possibili ipotesi teoriche relative all'esistenza di comportamenti opportunistici prima della quotazione, quali ad esempio "anticipare" la crescita aziendale per ottenere stime di crescita futura più elevate (*window dressing*) e valutazioni più favorevoli in sede di offerta, oppure il quotarsi in periodi di forte crescita per sfruttare un momento favorevole (*windows of opportunity*), sapendo che non potrà essere sostenuto in futuro.

(18) La teoria sulle scelte di investimento (Bertola e Caballero, 1994) ha da tempo messo in luce come a livello di singola impresa gli investimenti possano essere estremamente "lumpy", ovvero concentrati nel tempo.



Tavola 6 - Gli effetti della quotazione su fatturato e investimenti (1)

	Livello medio pre quotazione (2)	Risultati della regressione (3)						Evoluzione dummies temporali con (linea scura) e senza (linea chiara) effetti della quotazione		
		IPO+1	IPO+2	IPO+3	IPO>3	N	N*T	R ²	Nel periodo di indagine (1992-2002)	Rispetto alla data di quotazione (t=0)
Livelli dei ricavi netti (ML euro)										
Tutte	98.6	0.95 11.62	17.28 15.07	20.24 20.64	8.64 23.18	96	647	91.0%		
MTA/ME	116.0	6.50 12.15	12.73 16.61	-0.37 22.05	-17.84 26.48	65	489	92.2%		
NM	57.1	-18.63 37.54	47.84 67.06	129.56 97.00	- -	31	158	86.2%		
Tassi annui di crescita dei ricavi netti (%)										
Tutte	21.8%	-2.78 3.80	-0.99 4.64	-7.84 5.78	-10.13 6.41	81	527	58.8%		
MTA/ME	17.6%	-4.64 3.66	-0.41 4.72	-6.18 5.44	-14.02** 6.04	59	424	53.7%		
NM	33.3%	12.78 20.62	-3.92 27.92	-38.58 37.40	- -	22	104	70.1%		
Livelli degli assets totali (ML euro)										
Tutte	163.3	23.89* 12.46	25.14 17.61	29.92 23.30	20.41 30.39	84	615	94.0%		
MTA/ME	216.8	29.17* 15.22	32.14 20.84	33.11 28.29	55.54 34.69	60	484	94.3%		
NM	31.9	46.46 29.37	48.02 46.14	90.64 77.05	124.10 99.00	24	131	88.6%		
Tassi annui di crescita degli assets (%)										
Tutte	24.3%	25.92*** 7.42	-18.53*** 6.56	-15.29** 7.69	-16.88* 10.01	79	536	58.6%		
MTA/ME	17.0%	23.50*** 6.53	-13.51** 4.62	-5.07 5.23	-10.68 5.43	57	432	52.7%		
NM	44.3%	88.98** 36.94	77.13 5.26	103.46 5.71	92.73 5.94	22	104	71.2%		
Investimenti materiali e immateriali (%)										
Tutte	14.6%	7.98*** 2.52	6.23** 2.91	8.36** 3.48	3.92 4.56	87	619	65.6%		
MTA/ME	13.5%	11.75*** 2.48	7.93*** 2.84	8.00** 3.31	7.83* 4.46	62	485	71.2%		
NM	17.6%	-10.24 16.97	5.59 25.95	24.02 34.26	2.06 44.29	25	134	59.0%		

(1) L'anno zero è l'ultimo esercizio chiuso prima dell'inizio delle negoziazioni. Per gli indicatori che coinvolgono solo dati di conto economico è stato utilizzato il primo bilancio chiuso in data successiva all'inizio delle negoziazioni se l'esercizio è stato chiuso entro sei mesi da tale data

(2) E' riportato il livello medio del periodo precedente la quotazione

(3) I coefficienti β sono ottenuti stimando un modello OLS e controllando per effetti individuali e temporali; in corsivo sono riportati gli standard errors corretti con il metodo di White; *, ** e *** indicano rispettivamente differenze statisticamente significative al 90%, 95% e 99%

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

La quotazione è un momento attorno al quale far confluire l'attività di investimento, a evidenziare come sia sempre più diffusa la prassi di associarvi un momento di discontinuità dal punto di vista delle scelte produttive. Si tratta di un risultato differente rispetto a quanto ottenuto da Pagano, Panetta e Zingales (1998) sulle Ipos italiane degli anni Ottanta. Nel caso delle imprese indipendenti (non *carve outs*) non si riscontrava mediamente una maggiore attività di investimento e la quotazione era finalizzata in prevalenza alla riduzione della leva finanziaria.

L'incremento nei tassi di investimento sembra essere dovuto sia alla componente delle immobilizzazioni materiali che alla maggiore attività di acquisizione di nuove imprese. L'indicatore utilizzato, aggregando a numeratore gli investimenti netti in immobilizzazioni materiali e immateriali, include anche l'effetto delle acquisizioni realizzate dalle società attraverso l'eventuale avviamento¹⁹. Dividendo gli investimenti per tipologie di immobilizzazioni e rapportandole, al lordo dei disinvestimenti, al totale attivo immobilizzato, le stime evidenziano dati positivi sia per le immobilizzazioni materiali che immateriali. Mentre per le prime la differenza del tasso di investimento rispetto al periodo pre Ipo, positiva e significativa, si esaurisce al secondo anno, per le seconde il dato è positivo e significativo per tutti i primi tre anni, con coefficienti più elevati.

Se si affiancano ai risultati quantitativi le valutazioni qualitative effettuate dalle imprese la relazione positiva tra quotazione e sviluppo appare ancora più evidente. Come elemento sintetico, è stato infatti chiesto agli intervistati di esprimere un giudizio generale sulla differenza tra il tasso di sviluppo effettivamente registrato e quello che l'impresa avrebbe potuto ottenere in assenza della quotazione. Si tratta di un tentativo di analisi "controfattuale" che i bilanci non consentirebbero, e che invece è possibile quantomeno a livello di percezione del *management* e/o della proprietà aziendale. Il risultato è da interpretare ovviamente alla luce di tutti i *caveats* della metodologia di analisi.

I risultati, riportati in tavola 7, sono particolarmente espliciti nell'indicare che la quotazione è stata percepita come elemento in grado di permettere alle imprese di continuare a crescere. Il 79,6% ha dichiarato che in assenza della quotazione il tasso di sviluppo dell'azienda sarebbe stato inferiore o molto inferiore²⁰. La totalità degli intervistati ha dichiarato che le risorse acquisite in sede di Ipo hanno consentito la realizzazione di almeno uno dei principali progetti di sviluppo aziendale e il 43,8% ha dichiarato che in assenza della quotazione non si sarebbero potuti realizzare tali progetti (tavola 8).

(19) In particolare, a numeratore tra i flussi legati agli investimenti in immobilizzazioni immateriali è compreso il valore dell'eventuale avviamento derivante da operazioni di acquisizione presente anche a denominatore quale parte del totale attivo immobilizzato. Scorporare l'effetto di questa voce è risultato piuttosto complesso data la minore disponibilità di dati disaggregati per alcune sottovoci (in particolare, la distinzione tra disinvestimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali).

(20) In modo analogo, in Evershed e London Stock Exchange (2002) il 50% delle imprese quotate nel Regno Unito nel corso del 2002 ha dichiarato che, in assenza della quotazione, la mancanza di risorse finanziarie avrebbe rallentato la crescita della società.

**Tavola 7 - Tasso di sviluppo dell'azienda senza la quotazione**

Lei ritiene che se la sua società non si fosse quotata avrebbe avuto un tasso di sviluppo...	%
Molto inferiore	13.0%
Inferiore	63.6%
Equivalente	20.8%
Superiore	1.3%
Molto superiore	-
Non indica	1.3%
Totale	100.0%

Elaborazioni su dati Borsa Italiana – R&D

In termini di tipologia di investimenti cui sono state destinate le risorse raccolte in sede di Ipo, i più frequentemente citati sono stati la realizzazione di acquisizioni (70,8%, per il 45,3% delle imprese in Italia e per il 43,3% all'estero), l'acquisto di nuovi impianti (53,3%) e gli investimenti in R&D (45,8%). Se si considera il valore della raccolta complessiva, quasi il 40% è stata destinata a operazioni di acquisizione (20,7% in Italia e 16,0% all'estero). Il 17,8% è stato utilizzato per finanziare l'acquisto di nuovi impianti, mentre il 15,0% è stato accantonato per cogliere future opportunità di crescita.

Tavola 8 - Destinazione delle risorse acquisite in sede di Ipo ⁽¹⁾

Obiettivi	Diffusione ⁽²⁾	Obiettivo non perseguibile senza Ipo ⁽³⁾	Destinazione risorse ⁽⁴⁾
	% intervistati	% intervistati	distribuzione %
Almeno un obiettivo	100.0%	43.8%	..
Nuovi impianti e macchinari	53.3%	5.8%	17.8%
Acquisizioni	70.8%	26.6%	36.7%
- in Italia	45.3%	15.6%	34.4%
- all'estero	43.3%	11.6%	26.7%
R&D per nuovi prodotti, servizi o processi	45.8%	4.3%	9.3%
Accantonamento risorse per future opportunità	40.0%	5.7%	15.0%
Estensione della rete commerciale	28.2%	-	8.0%
- in Italia	25.2%	-	-
- all'estero	22.2%	-	-
Finanziamento attività ordinaria	35.7%	-	6.2%
Altro (uscita socio, fusione, personale...)	15.1%	6.9%	7.1%
Totale	..	..	100.0%

(1) Percentuali calcolate sui rispondenti effettivi (al netto dei "non so")

(2) Percentuale di imprese che hanno utilizzato le risorse raccolte per le finalità indicate in riga

(3) Percentuale di imprese che ha dichiarato che l'obiettivo indicato in riga non sarebbe stato realizzabile in assenza della quotazione

(4) Percentuale media delle risorse raccolte utilizzata per le finalità indicate in riga

Elaborazioni su dati Borsa Italiana – R&D

Il quadro complessivo evidenzia che la quotazione sembra svolgere un ruolo sostanziale nel finanziamento delle scelte di investimento. In particolare, l'attività di M&A troverebbe in sua assenza le maggiori difficoltà a concretizzarsi. Più della metà delle imprese che hanno dichiarato di aver utilizzato le risorse raccolte in Ipo per effettuare acquisizioni afferma che in assenza della quotazione tali obiettivi non sarebbero stati perseguibili (26,6% del totale intervistati, ovvero il 37,5% di coloro che hanno perseguito questo obiettivo, di cui il 15,6% per le acquisizioni in Italia e l'11,6% per le acquisizioni all'estero).

Riquadro 2 – La crescita per linee esterne delle società quotate

Le principali caratteristiche dell'attività di acquisizione realizzata dalle società che si sono quotate nel periodo 1995-2002 sono descritte attraverso il contenuto della banca dati dell'Osservatorio M&A dell'Università Bocconi, che censisce tutte le operazioni di fusione o acquisizione rilevanti che coinvolgono società italiane. Ne risulta un'intensa attività di acquisizione a opera delle imprese quotate: 97 delle 127 dell'Universo di riferimento (ovvero il 76,4%) hanno effettuato almeno un'acquisizione nell'anno di quotazione o nei successivi, per un valore complessivo superiore ai 10 miliardi di euro¹. Il valore è non trascurabile se si considera che l'Universo di riferimento esclude le società bancarie, assicurative e le società di grandi dimensioni. La quotazione sembra aver dunque fortemente contribuito a favorire i processi di aggregazione industriale nel contesto economico italiano, sia attraverso il presumibile utilizzo di una quota consistente delle risorse raccolte con l'Ipo, sia favorendo l'emissione di titoli per operazioni di scambio azionario. In media sono state realizzate 4 operazioni per società, con un dato mediano pari a 3. L'attività è leggermente più elevata presso le società del Nuovo Mercato, l'80,5% delle quali ha effettuato almeno un'operazione con una media di 5,2 operazioni per ogni società (anche se la mediana è in linea con il totale)².

L'attività di acquisizione è stata relativamente più intensa al crescere della dimensione aziendale: il 42,0% delle operazioni censite è stato effettuato dalle società quotate che avevano una capitalizzazione al primo giorno di negoziazione superiore ai 300 milioni di euro (che pesano per il 32,3%).

La nazionalità della società *target* evidenzia caratteristiche di prossimità territoriale dell'attività di M&A. Il maggior numero di operazioni ha riguardato società italiane (68,2%) e, tra le società estere, quelle con sede nei Paesi dell'Europa occidentale (22,1%). Dal punto di vista settoriale, nel 55,7% si è trattato di società nel settore dei servizi. La tipologia di controllo perseguita attraverso la quotazione è in quasi la metà dei casi di tipo totalitario (44,0%), in un terzo una quota di maggioranza (30,3%) e nel 5,9% un'acquisizione di ramo d'azienda. Sono meno rilevanti le operazioni relative a quote di minoranza (15,3%) o di acquisizione di quote di controllo paritetico (2,8%).

Gli obiettivi strategici dichiarati alla base della decisione di acquisizione riguardano essenzialmente l'irrobustimento della propria posizione competitiva con l'ottenimento di un maggior potere di mercato (54,7%) e in seconda battuta l'estensione della gamma di prodotti o la diversificazione (18,3%); l'attivazione di sinergie produttive o commerciali e la realizzazione di alleanze strategiche sono indicate rispettivamente dal 7,4% e dal 2,5%. Raramente si tratta di investimenti di tipo finanziario (1,0%).

(1) Il valore riportato rappresenta una stima per difetto, a causa della frequente indisponibilità del dato relativo al controvalore delle operazioni censite. Il controvalore esclude inoltre la quota delle operazioni finanziata tramite debito.

(2) Per il Nuovo Mercato il dato medio è fortemente condizionato dall'operatività di poche società, quali Tiscali (33), Dada (20) e Opengate (14).



Diffusione delle operazioni di acquisizione da parte delle imprese che si sono quotate nel periodo 1995-2002 ⁽¹⁾

	Totale	MTA/ME	Nuovo Mercato
Numero totale delle acquisizioni censite	393	223	170
Distribuzione % operazioni censite	100.0%	56.7%	43.3%
Quota % di società con almeno un'acquisizione	76.4%	74.4%	80.5%
Numero medio di acquisizioni per società ⁽²⁾	4.1	3.4	5.2
Numero mediano di acquisizioni per società ⁽²⁾	3.0	3.0	3.0

(1) Sono considerate le operazioni di acquisizione effettuate nell'anno di quotazione e nei successivi. L'arco temporale considerato è gennaio 1995-giugno 2004

(2) Calcolato su coloro che hanno effettuato almeno un'acquisizione

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D su dati Osservatorio M&A Università Bocconi

Caratteristiche delle acquisizioni ⁽¹⁾

Dimensione della società acquirente (capitalizzazione all'Ipo)	Quota %
Meno di 100 ML euro	23.4%
Tra 100 e 300 ML euro	34.6%
Più di 300 ML euro	42.0%

Motivazione dell'acquisizione	Quota %	Tipologia di controllo post acquisizione	Quota %
Potere di mercato	54.7%	Totalitario	44.0%
Estensione di prodotto o diversificazione	18.3%	Maggioranza	30.3%
Rafforzamento di una quota già detenuta	8.1%	Minoranza	15.3%
Sinergie produttive o commerciali	7.4%	Ramo d'azienda	5.9%
Integrazione verticale	3.6%	Paritetico	2.8%
Alleanza strategica	2.5%	Non indicato	1.8%
Investimento finanziario	1.0%		
Non indica	4.3%		

Anno dell'acquisizione	Quota %	Nazionalità della società target	Quota %
Anno di quotazione	18.6%	Italia	68.2%
Ipo +1	30.3%	Estero	31.8%
Ipo +2	24.7%	- Europa Occidentale	22.1%
Ipo +3	13.5%	- Europa Est	2.3%
Anni successivi	13.0%	- Stati Uniti e Canada	5.3%
		- Sud America	1.0%
		- Asia e Australia	1.0%

(1) Sono considerate le operazioni di acquisizione effettuate nell'anno di quotazione e nei successivi

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Osservatorio M&A - Università Bocconi

Infine, l'attività di M&A sembra concentrarsi nei due anni successivi rispetto a quello di quotazione, suggerendo un nesso tra *timing* dell'Ipo e opportunità di crescita esterna: il 30,3% delle operazioni censite sono state effettuate nel primo anno post quotazione e il 24,7% in quello successivo³.

(3) Poiché le società quotate nel periodo 2001-2002 dispongono di un numero inferiore di anni post quotazione (che potrebbe condizionare le statistiche), i dati sono stati calcolati anche rispetto alle sole società quotate nel periodo 1995-2000, per le quali si dispone dell'intero triennio successivo all'Ipo. I risultati ottenuti sono simili e la distribuzione delle operazioni censite è la seguente: 17,2% nell'anno di quotazione; 28,0% nell'anno Ipo+1; 24,6% nell'anno Ipo+2; 14,6% nell'anno Ipo+3; 14,6% nei successivi.

4.2 La redditività operativa

Dalle evidenze riscontrate in letteratura e come anticipato nel paragrafo 2, la redditività operativa negli anni immediatamente successivi alla quotazione risulta normalmente in calo. Questo risultato è robusto al mutare dell'arco temporale considerato e del mercato di riferimento; trova spiegazione in una pluralità di possibili motivazioni che vanno dall'estrazione di *private benefits* da parte del *management*, al *window dressing* pre Ipo, allo sfruttamento di *time windows* favorevoli, a considerazioni di natura più prettamente industriale.

Anche i dati rilevati per le società italiane vanno in questa direzione, sia per gli indicatori di redditività sul capitale sia per indicatori di pura marginalità operativa. La flessione post Ipo lascia comunque gli indicatori in territorio ampiamente positivo nonché al di sopra dei dati medi di periodo per l'insieme delle imprese italiane²¹.

Il Roi nei primi tre anni post quotazione (misurato dal rapporto tra Ebit, ossia margine operativo netto, e capitale investito a fine periodo) è significativamente inferiore a quanto registrato prima della quotazione (pari in media al 18,7%), il primo anno per 7,5 punti percentuali, il secondo per 9, il terzo per 8,5. Negli anni successivi l'impatto resta negativo e pari a 9,6 punti percentuali. Il risultato non varia in misura significativa se nella regressione vengono incluse variabili di controllo quali il fatturato e gli investimenti (dell'anno corrente o precedente, che risultano entrambe significative e di segno positivo), nonché il *leverage* (anch'esso significativo ma con segno negativo). In queste ulteriori regressioni di controllo le significatività restano elevate e il fenomeno tende a essere leggermente più accentuato.

Anche il Roa si riduce, con un calo tra il 2,6% e il 4,2% rispetto al livello medio del periodo pre Ipo (10,1%). Il risultato appare robusto per le società di MTA e Mercato Expandi, per le quali la riduzione oscilla tra il 2 e il 3,5%. Sul Nuovo Mercato il segno è positivo ma le variazioni non sono statisticamente significative. Anche in questo caso le regressioni che includono fatturato, investimenti e *leverage* confermano i risultati ottenuti. I coefficienti delle variabili di controllo mostrano un impatto positivo di dimensione e attività di investimento e negativo del livello di *leverage*.

Per questi indicatori era ovviamente lecito attendersi una riduzione, se non altro a seguito dell'incremento del denominatore, immediatamente dopo la quotazione, per l'incremento del patrimonio netto dovuto all'aumento di capitale finalizzato all'Ipo. Analoghe riduzioni si registrano però per il livello di marginalità (come rapporto tra Ebitda e fatturato), che non risente dei medesimi effetti tecnici. L'indicatore scende infatti del 3% circa nei primi due anni post Ipo, del 3,6% nel terzo, del 4,3% nei successivi (dal precedente 14,1%). Come per gli indicatori di redditività, la regressione è robusta anche includendo altre variabili di controllo (il fatturato con un effetto positivo e significativo, il *leverage* con un impatto negativo e significativo e gli investimenti con segno positivo ma non significativo).

(21) I dati di fonte Mediobanca (2004) riportano un Roa medio nel periodo 1995-2002 del 5,1% per il totale delle imprese analizzate e per le sole imprese private; del 5,9% per le imprese medie. Secondo i dati Bach - Commissione Europea (2004) riferiti a tutte le categorie dimensionali delle imprese italiane, il Roa medio è pari a 5,4%.



Tavola 9 - Gli effetti della quotazione su redditività e margini (1)

	Livello medio pre quotazione (2)	Risultati della regressione (3)					R ²		Evoluzione <i>dummies</i> temporali con (linea scura) e senza (linea chiara) effetti della quotazione	
		IPO+1	IPO+2	IPO+3	IPO>3	N	N*T	Nel periodo di indagine (1992-2002)	Rispetto alla data di quotazione (t=0)	
ROI - Return on investments (%)										
Tutte	18.7%	-7.50*** 1.50	-9.01*** 1.87	-8.47*** 2.16	-9.64*** 3.03	82	600	81.1%		
MTA/ME	18.1%	-5.21*** 1.36	-6.83*** 1.60	-6.44*** 1.70	-8.09*** 2.12	61	486	83.4%		
NM	20.8%	-7.89 7.73	-2.71 11.66	2.41 15.06	-4.05 19.58	21	114	75.6%		
ROA - Return on assets (%)										
Tutte	10.1%	-2.60*** 0.78	-3.41*** 0.98	-3.17*** 1.13	-4.18*** 1.56	83	606	83.3%		
MTA/ME	10.6%	-2.00** 0.83	-2.88*** 1.02	-2.33** 1.18	-3.44** 1.62	61	486	84.8%		
NM	8.6%	-0.64 3.48	2.23 5.27	3.94 6.83	0.10 8.43	22	120	77.9%		
Margine su ricavi (%)										
Tutte	14.1%	-3.13*** 1.08	-2.93** 1.29	-3.63** 1.70	-4.34* 2.22	94	643	87.5%		
MTA/ME	15.8%	-2.18* 1.10	-2.22 1.40	-2.37 1.69	-3.80 2.45	66	502	90.9%		
NM	9.6%	-4.91 4.97	-4.46 7.88	-8.24 11.54	- -	28	141	75.4%		

(1) L'anno zero è l'ultimo esercizio chiuso prima dell'inizio delle negoziazioni. Per gli indicatori che coinvolgono solo dati di conto economico è stato utilizzato il primo bilancio chiuso in data successiva all'inizio delle negoziazioni se l'esercizio è stato chiuso entro sei mesi da tale data

(2) E' riportato il livello medio del periodo precedente la quotazione

(3) I coefficienti β sono ottenuti stimando un modello OLS e controllando per effetti individuali e temporali; in corsivo sono riportati gli *standard errors* corretti con il metodo di White; *, ** e *** indicano rispettivamente differenze statisticamente significative al 90%, 95% e 99%

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Possono essere diverse le motivazioni di questo andamento degli indicatori di redditività ed è in effetti possibile solo in parte identificare una ragione chiaramente prevalente. In questa direzione si è tentato di isolare l'esistenza di comportamenti di *window dressing*, utilizzando come variabile dipendente il rapporto tra *cash flow* operativo e *assets* totali. L'ipotesi è che questo indicatore, basato sui flussi di cassa, sia meno soggetto del Roa agli effetti dell'applicazione di principi contabili finalizzati a rendere i dati pre Ipo il più possibile positivi. I risultati relativi al *cash flow* operativo confermano il segno negativo dei coefficienti delle *dummies* post quotazione, ma con coefficienti che perdono di significatività statistica. Ciò porta a confermare, anche se in modo non conclusivo, l'esistenza di fenomeni di *window dressing*.

Il mantenimento del segno negativo evidenzia anche il perdurare di altre ragioni,

connesse a motivazioni di natura industriale²². Si può infatti ipotizzare che quanto osservato sia legato all'incremento dell'attività di investimento, che potrebbe avere richiesto alle imprese un certo periodo per portare "a regime" i nuovi investimenti effettuati. È possibile che questi ultimi non abbiano raggiunto nel periodo di osservazione livelli di redditività comparabili a quelli dell'impresa nel suo complesso (ipotesi plausibile alla luce del normale ciclo di vita di un investimento, che vede i minori ritorni sul capitale investito nella propria fase iniziale), comportando una flessione della redditività complessiva. Inoltre, il legame tra incremento dell'attività di investimento e calo della redditività potrebbe anche essere collegato alla realizzazione di investimenti sub ottimali, oppure con redditività complessivamente inferiore ai livelli storici. Tale possibilità non va trascurata, alla luce del percorso di crescita evidenziato dalle società. Esse potrebbero aver trovato difficile rintracciare investimenti a redditività così elevata come quella fatta registrare nella fase precedente l'Ipo. In ultimo, non si può escludere che con la quotazione emergano costi operativi addizionali, anche se l'ammontare della riduzione dei *ratios* appare difficilmente spiegabile solo alla luce di questo fattore. Tra tali costi operativi potrebbero rientrare i costi legati alla gestione dell'evidenziata attività di crescita esterna (*advisory fees*, costi di ristrutturazione, etc...).

4.3 La struttura finanziaria

A seguito della quotazione si osservano effetti rilevanti sulla struttura finanziaria, che però assumono carattere temporaneo. Il *leverage*, misurato dal rapporto tra debiti finanziari netti e patrimonio netto, scende in modo significativo subito dopo l'Ipo per poi progressivamente risalire verso i livelli medi del periodo pre quotazione (successivamente al terzo anno post quotazione non si rilevano più differenze statisticamente significative rispetto al dato medio pre Ipo)²³.

Le evidenze rimangono significative anche includendo nella regressione altre variabili esplicative (che non risultano mai significative), quali i livelli di fatturato e di redditività (anche ritardati) o gli investimenti in immobilizzazioni.

Per meglio valutare le differenze nei comportamenti finanziari successivi alla quotazione, sono state affiancate al *leverage* alcune regressioni che coinvolgono indicatori tratti dai rendiconti dei flussi di cassa (relativi al *financing cash flow*). I due rapporti, rispettivamente tra aumenti netti di capitale (*equity financing*) e variazione di debiti finanziari (*debt financing*) rispetto alla somma di patrimonio netto e indebitamento complessi-

(22) I coefficienti dell'Ipo per la regressione generale sono pari a -1,54 (IPO+1); -1,67 (IPO+2); -1,76 (IPO+3); -1,90 (IPO>3) e la variabile dipendente è in media pari a 3,3% nel periodo pre Ipo. La stima è stata condotta su un campione ridotto, data la non disponibilità dei dati relativi al *cash flow statement* per circa il 10% delle imprese; sullo stesso sottocampione è stata comunque verificata la robustezza dei risultati negativi e significativi ottenuti per il Roa.

(23) Poiché l'aumento nel tempo del *leverage* potrebbe essere dovuto all'utilizzo della liquidità raccolta in Ipo, fattore che tende a far crescere il numeratore del rapporto (posizione finanziaria netta), sono state testate anche regressioni relative al *ratio* tra debito finanziario al lordo della liquidità e patrimonio netto. Sono stati ottenuti i medesimi risultati, a conferma delle considerazioni effettuate. La tendenza del rapporto di indebitamento a tornare sui livelli prossimi a quelli pre Ipo potrebbe inoltre trovare spiegazione in una riduzione del patrimonio a seguito di perdite realizzate (e non compensate da ulteriori aumenti di capitale). I risultati sul campione sembrano però trovare spiegazione soprattutto in un incremento dei debiti finanziari.



vo, non presentano forti differenze rispetto al periodo pre Ipo, a eccezione del primo bilancio successivo alla quotazione che, come ovvio, registra un maggiore ricorso al finanziamento tramite capitale di rischio (+15,5%). Il maggiore ricorso all'*equity* è accompagnato da una diminuzione (di circa 4 punti percentuali) del rapporto tra variazione dell'indebitamento e somma di patrimonio netto e indebitamento finanziario. I comportamenti degli anni successivi non si differenziano invece dal periodo pre Ipo. Il dato relativo all'*equity financing* trova conferma anche nello scarso ritorno delle imprese del campione sul mercato primario *equity*. Solo 20 delle imprese quotate nel periodo in esame (poco più del 15%) hanno realizzato aumenti di capitale successivamente all'Ipo, e si è trattato in molti casi di operazioni determinate da situazioni di difficoltà finanziaria.

Anche in questo caso i risultati sono confermati dalle regressioni che includono come ulteriori variabili esplicative il fatturato (che non risulta significativo), la redditività (Roi, che assume segno negativo e significativo solo per l'equazione relativa all'*equity financing*) e le *capex* dell'anno corrente e del precedente. Queste ultime hanno come atteso un impatto positivo e significativo, a indicare maggiori necessità di finanziamento esterno in presenza di maggiori livelli di investimento.

In Pagano, Panetta e Zingales (1998) si osservava, per le imprese italiane quotate tra il 1982 e il 1992, una riduzione del costo dell'indebitamento successivo alla quotazione, giustificabile alla luce di: una riduzione del livello di rischio associato dagli istituti di credito a una società quotata; un maggior potere contrattuale nei confronti delle banche; un incremento del numero di banche con cui le imprese erano riuscite a instaurare relazioni a seguito della quotazione.

Sulla base dei dati disponibili è stato difficile poter cogliere il fenomeno, essendo possibile costruire solo un indicatore di costo medio del debito. E' infatti a livello di costo marginale, e dunque delle nuove linee di credito attivate dalle imprese, che si concretizza nel breve termine l'eventuale diminuzione del costo del finanziamento. Questa riduzione incide solo parzialmente sull'intero stock di debito accumulato²⁴. Inoltre, come appare evidente dal grafico relativo alle *dummies* temporali, il periodo in analisi si caratterizza per una straordinaria flessione dei tassi di interesse, che rende ancora più complesso isolare un effetto dello stesso segno e di ammontare più contenuto attribuibile allo status di società quotata. Nel complesso le variabili relative all'Ipo non sono dunque significative. Si è quindi cercato di approfondire questo elemento attraverso la *survey* presso le imprese. Si rimanda in merito ai dati qualitativi del paragrafo 4.5.

(24) Pagano, Panetta e Zingales (1998) avevano utilizzato i dati Centrale dei Rischi per osservare la citata riduzione post quotazione del costo marginale del debito. Tali dati non sono disponibili al di fuori dell'Autorità di Vigilanza.

Tavola 10 - Gli effetti della quotazione sulla struttura finanziaria (1)

	Livello medio pre quotazione (2)	Risultati della regressione (3)						R ²	Evoluzione dummies temporali con (linea scura) e senza (linea chiara) effetti della quotazione	
		IPO+1	IPO+2	IPO+3	IPO>3	N	N*T		Nel periodo di indagine (1992-2002)	Rispetto alla data di quotazione (t=0)
Leverage (%)										
Tutte	112.1%	-111.60*** 15.50	-70.92*** 18.76	-48.36** 22.58	-8.37 32.96	87	608	65.0%		
MTA/ME	118.8%	-101.22*** 16.97	-71.52*** 20.35	-46.60* 23.77	-32.20 32.41	61	475	69.6%		
NM	93.3%	-49.26 91.06	86.82 176.65	149.34 252.63	242.61 337.46	26	133	57.5%		
Equity financing (%)										
Tutte	1.2%	15.47*** 1.57	-0.73 0.95	-0.11 1.23	0.31 1.48	87	614	55.6%		
MTA/ME	1.2%	16.50*** 1.63	-0.60 1.04	-0.15 1.26	0.90 1.61	62	481	64.4%		
NM	1.2%	6.12 7.26	-7.07 10.11	-4.96 10.89	-0.96 12.62	25	133	36.2%		
Debt financing (%)										
Tutte	1.5%	-3.76*** 1.28	-0.58 1.55	2.33 1.94	-0.83 2.65	87	610	27.0%		
MTA/ME	0.9%	-2.89** 1.45	0.45 1.65	3.04 2.07	0.35 2.80	61	463	25.4%		
NM	3.0%	-4.49 4.24	0.40 8.58	2.93 12.93	-4.53 16.05	26	147	34.1%		
Costo medio del debito (%)										
Tutte	11.2%	1.02 0.81	0.52 0.90	0.32 1.17	0.60 1.44	81	591	85.8%		
MTA/ME	11.4%	0.85 0.86	0.04 1.02	-0.30 1.25	0.05 1.50	60	476	86.8%		
NM	10.5%	1.16 2.84	0.01 4.82	0.21 6.70	0.64 8.69	21	115	83.3%		
Interest coverage (%)										
Tutte	18.1%	0.88 1.59	-0.05 1.78	-2.63 2.42	-5.88** 2.85	95	643	77.9%		
MTA/ME	18.7%	2.10 1.83	0.67 2.12	-1.48 2.74	-5.24 3.36	67	506	74.9%		
NM	16.4%	-6.15 6.55	-6.18 8.85	-12.20 14.03	-	28	137	84.1%		

(1) L'anno zero è l'ultimo esercizio chiuso prima dell'inizio delle negoziazioni. Per gli indicatori che coinvolgono solo dati di conto economico è stato utilizzato il primo bilancio chiuso in data successiva all'inizio delle negoziazioni se l'esercizio è stato chiuso entro sei mesi da tale data

(2) E' riportato il livello medio del periodo precedente la quotazione

(3) I coefficienti β sono ottenuti stimando un modello OLS e controllando per effetti individuali e temporali; in corsivo sono riportati gli *standard errors* corretti con il metodo di White; *, ** e *** indicano rispettivamente differenze statisticamente significative al 90%, 95% e 99%

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D



Infine, il dato riguardante l'*interest coverage*, ossia il rapporto tra Ebitda e oneri finanziari (indicatore che misura l'incidenza del costo del debito sulla capacità dell'impresa di generare valore attraverso le *operations*) non mostra particolari cambiamenti a seguito dell'Ipo. Si osserva esclusivamente una leggera flessione del rapporto (e dunque un aumento degli oneri finanziari sul margine operativo lordo) a partire dal quarto anno successivo all'Ipo, che però non è confermata distinguendo tra società MTA/Mercato Expandi e Nuovo Mercato. Non si registrano dunque impatti significativi dei mutamenti nella struttura finanziaria sui risultati operativi, come ci si poteva in parte attendere a seguito della riduzione di redditività e dell'andamento del livello di *leverage*.

4.4 La fiscalità

Per quanto concerne gli effetti sull'imposizione fiscale a carico delle imprese, nel triennio successivo all'Ipo l'incidenza media delle imposte sull'utile lordo è scesa di circa un quinto rispetto al periodo pre quotazione (34,7%). I coefficienti della regressione relativa al *fiscal wedge*²⁵ sono in particolare negativi e significativi per l'anno Ipo+1 (-7,15%), negativi e al limite della significatività statistica per l'anno IPO+2 (-8,14%) e negativi, ma non significativi, per gli anni IPO+3 (-7,09%) e IPO>3 (-2,66%). Durante il periodo di analisi (dal 1995 al 2002) sono in effetti state in vigore in modo pressoché continuativo agevolazioni fiscali alla quotazione tramite riduzioni di aliquota IRPEG, ovvero la Legge Tremonti per il periodo 1995-1997 e la DIT e Super DIT tra il 1998 e il 2001²⁶. La DIT prevedeva una riduzione dell'IRPEG, commisurata al grado di patrimonializzazione, con un ulteriore abbattimento in caso di prima quotazione della società su un mercato regolamentato (Super DIT). I dati delle regressioni quantificano l'impatto di tali agevolazioni sulle imprese del campione di indagine, quantomeno per i primi due anni successivi all'Ipo.

(25) Il rapporto tra imposte imputate a conto economico e utile ante imposte è un indicatore approssimato del carico fiscale. La non disponibilità di dati disaggregati per tipologia di imposta corrisposta dall'azienda non ha consentito ulteriori approfondimenti e in particolare l'individuazione dell'aliquota IRPEG effettivamente corrisposta dalle imprese al netto delle agevolazioni.

(26) La Legge Tremonti (Lg. N. 489/94) prevedeva un abbattimento di aliquota di 16 punti percentuali per i periodi d'imposta 1995-1997, di cui hanno beneficiato per tre anni consecutivi solo le imprese che si sono quotate nel 1995. La Super DIT, all'interno del più ampio *framework* della riforma Visco (D.Lgs. n. 466/97), prevedeva un'aliquota pari al 7% sulla remunerazione ordinaria da applicarsi al capitale investito, con una soglia minima di tassazione pari al 20% (aliquote pari rispettivamente al 19% e 27% per la DIT). I contributi sugli effetti delle agevolazioni fiscali alla quotazione sui comportamenti delle imprese italiane sono numerosi. L'abbattimento effettivo dell'aliquota per le società quotate è riportato in Gandullia e Paleari (2001). In Staderini (2001) si evidenzia come DIT e Super DIT avessero iniziato a dar luogo a un processo di maggiore patrimonializzazione delle imprese.

Tavola 11 - Gli effetti della quotazione sul *fiscal wedge* ⁽¹⁾

	Livello medio pre quotazione ⁽²⁾	Risultati della regressione ⁽³⁾						Evoluzione <i>dummies</i> temporali con (linea scura) e senza (linea chiara) effetti della quotazione			
		IPO+1	IPO+2	IPO+3	IPO>3	N	N*T	R ²	Nel periodo di indagine (1992-2002)	Rispetto alla data di quotazione (t=0)	
Fiscal wedge (%)											
Tutte	34.7%	-7.15*	-8.14	-7.09	-2.66	87	619	76.2%			
		4.20	5.07	6.41	8.57						
MTA/ME	35.0%	-4.09	-2.39	-3.60	-0.90	61	471	78.3%			
NM	33.6%	-3.33	-15.26	-13.41	-26.58	26	148	73.5%			
		12.85	27.74	39.91	50.08						

(1) L'anno zero è l'ultimo esercizio chiuso prima dell'inizio delle negoziazioni. Per gli indicatori che coinvolgono solo dati di conto economico è stato utilizzato il primo bilancio chiuso in data successiva all'inizio delle negoziazioni se l'esercizio è stato chiuso entro sei mesi da tale data

(2) E' riportato il livello medio del periodo precedente la quotazione

(3) I coefficienti β sono ottenuti stimando un modello OLS e controllando per effetti individuali e temporali; in corsivo sono riportati gli *standard errors* corretti con il metodo di White; *, ** e *** indicano rispettivamente differenze statisticamente significative al 90%, 95% e 99%

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

4.5 Gli altri effetti percepiti della quotazione

Alcune considerazioni sugli effetti della quotazione sulla struttura finanziaria e sulla fiscalità sono state confermate e approfondite attraverso il questionario posto alle imprese, che completa il quadro di analisi. Si è inoltre indagata la percezione degli effetti della quotazione sull'immagine aziendale e della disponibilità della valutazione di mercato che accompagna l'impresa dopo l'Ipo.

La quotazione può infatti assumere diverse valenze poiché è una scelta che incide su vari aspetti della vita aziendale. Se le implicazioni di natura finanziaria sono quelle di maggiore entità, sia dal punto di vista immediato (acquisizione di nuove risorse *equity*) che in termini dinamici (possibilità di accesso futuro ai canali di finanziamento), non si possono trascurare anche gli effetti della quotazione sulle relazioni con gli *stakeholders* di varia natura con cui l'impresa si confronta (all'esterno dell'impresa in ambito finanziario e commerciale, all'interno con i dipendenti).

In tavola 12 sono riportati gli ambiti sui quali è stato chiesto di valutare la rilevanza dello status di società quotata nel generare benefici, sulla base dell'esperienza specifica delle imprese intervistate. In termini generali, l'aspetto ritenuto più importante è di natura qualitativa e sarebbe stato difficilmente colto dagli indicatori di bilancio. Il miglioramento dell'immagine aziendale è infatti l'aspetto più significativo, con il 61,3% delle imprese che lo ritiene molto importante (con un voto medio di 6,81). Al secondo posto è citato il rafforzamento della struttura finanziaria aziendale (68,0% e 6,69 di voto medio). L'impatto sull'immagine aziendale trova riscontro anche nel dato relativo alla maggiore visibilità nei mercati di interesse, considerata importante dal 56,5% degli intervistati. L'apertura di un canale per futuri finanziamenti tramite *equity* è citato come rilevante da



poco meno della metà degli intervistati (46,3%). E' considerevole anche la possibilità di disporre di una valutazione della società sul mercato (57,6% e 6,59 come voto medio). Nonostante gli effetti positivi registrati nelle regressioni, l'ottenimento di agevolazioni fiscali è stato menzionato solo come ultimo effetto, con una percentuale di imprese che lo ritiene molto rilevante pari al solo 23,5%²⁷.

Tavola 12 - Gli effetti della quotazione per la propria azienda

Quanto è stato importante, per la sua impresa, ciascuno di questi effetti apportati dalla quotazione?	Elevata importanza ⁽¹⁾	Voto medio ⁽²⁾
Miglioramento dell'immagine aziendale	61.3%	6.81
Rafforzamento della struttura finanziaria dell'azienda	68.0%	6.69
Ottenimento di una valutazione della società sul mercato	57.6%	6.59
Crescita di visibilità sui mercati di interesse	56.5%	6.54
Apertura di un canale per futuri finanziamenti tramite <i>equity</i>	46.3%	5.97
Ottenimento di agevolazioni fiscali	23.5%	5.08

(1) L'elevata soddisfazione è data dall'incidenza dei voti 7 o 8

(2) Media in una scala di valutazione da 3 a 8

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Entrando nel dettaglio degli effetti attinenti le diverse aree nelle quali la quotazione può apportare vantaggi (tavola 13), l'irrobustimento della struttura finanziaria sembra essere legato soprattutto a un miglioramento del rapporto con il sistema bancario. La quotazione è associata alla possibilità di avere accesso a maggiori risorse (è l'aspetto più rilevante, con un impatto positivo della quotazione per il 68,9% degli intervistati e un punteggio medio pari a 2,93), seguita in seconda battuta dalla possibilità di ottenere finanziamenti a costi più vantaggiosi (55,7% e 2,59). Questo giudizio completa, fornendo elementi positivi nella direzione di una riduzione, i risultati delle regressioni sul costo medio dell'indebitamento. Il ridursi del *leverage* successivo alla quotazione ha dunque effetti positivi dal punto di vista dinamico, poiché consente di attivare ulteriormente il canale dell'indebitamento. Ciò è inoltre possibile a condizioni apparentemente più favorevoli. E' giudicata relativamente meno importante la possibilità di ampliare il numero di banche con cui operare (39,9% e 2,28), verosimilmente perché le imprese quotate hanno attivato anche prima della quotazione forme ricorrenti di relazione con più intermediari bancari²⁸. Questo aspetto è quindi difficilmente percepito in termini differenziali rispetto al periodo pre Ipo.

(27) La scarsa percezione dell'importanza della quotazione ai fini di ottenere vantaggi fiscali è probabilmente legata alla natura dei provvedimenti avviati negli ultimi anni, che sono stati di natura temporanea e quindi difficilmente inquadrabili nelle politiche di *tax planning* delle imprese (in mancanza di una legislazione che strutturalmente equipari il costo del capitale di debito con il costo del capitale di rischio, che trova nella quotazione il suo strumento principe). Anche al momento dell'indagine erano in vigore agevolazioni temporanee alle imprese che si fossero quotate entro il 31.12.2004, sotto forma di abbattimento dell'aliquota IRES al 20% per i 3 anni successivi e di detassazione completa dei costi di quotazione (D.Lgs. 30 settembre 2003, n. 269).

(28) Si tratta di una caratteristica comune alle imprese italiane che, sulla base di un'indagine Unicredit Banca d'Impresa (2004), presentano in media relazioni contemporanee con 7 intermediari bancari.

Tavola 13 - Le motivazioni dei vantaggi ottenuti con la quotazione ⁽¹⁾

In che misura ciascuno degli effetti della quotazione ha permesso di...	Per niente	Poco	Abbastanza	Molto	Media ⁽²⁾
Rafforzamento struttura finanziaria					
Aumentare la disponibilità di credito da parte del sistema bancario (quantità)	4.4%	26.7%	40.3%	28.6%	2.93
Migliorare le condizioni di credito da parte del sistema bancario (costi)	8.3%	36.0%	44.6%	11.1%	2.59
Aumentare il numero di banche con cui avere rapporti (multiaffidamento)	30.9%	29.2%	31.9%	8.0%	2.28
Aumentare la capacità contrattuale con i fornitori	13.4%	47.3%	37.4%	1.9%	2.17
Rafforzamento immagine					
Attrarre/relazionarsi con personale qualificato	3.4%	15.2%	59.4%	22.0%	3.00
Attrarre/relazionarsi con i finanziatori	3.5%	20.8%	53.7%	21.9%	2.94
Creare <i>partnership</i> /accordi con altre imprese	8.1%	19.0%	49.7%	23.2%	2.88
Mantenere e sviluppare i rapporti con i clienti/fornitori esistenti	10.3%	40.1%	41.5%	8.1%	2.47
Attrarre nuovi clienti/fornitori	10.9%	36.5%	48.8%	3.8%	2.45
Disponibilità di una valutazione aziendale					
Attrarre personale qualificato	8.9%	13.7%	57.3%	20.2%	2.89
Effettuare acquisizioni, accordi, <i>joint ventures</i>	11.7%	19.7%	47.5%	21.1%	2.78
Modificare la compagine azionaria della società	13.9%	35.7%	30.2%	20.2%	2.57
Motivare i dipendenti con remunerazioni basate sulla performance del titolo	31.9%	30.2%	26.7%	11.2%	2.17

(1) Percentuali calcolate sui rispondenti effettivi (al netto dei "non so")

(2) Media della scala di valutazione che va da "per niente" (1) a "molto" (4)

Elaborazioni Borsa Italiana – R&D

L'ottenimento di una migliore immagine aziendale accresce soprattutto la capacità di attrarre personale qualificato (effetto giudicato positivo dall'81,4% del campione, con una media di 3,00) e, coerentemente con i risultati precedenti, di migliorare i rapporti con i finanziatori (75,6% e 2,94). Seppur con valori positivi, in seconda battuta giungono gli effetti che più direttamente riguardano le *operations*, tra cui relativamente più importante è l'aspetto strategico relativo alla realizzazione di *partnerships* con altre imprese (72,9% e 2,88). E' meno rilevante il miglioramento delle relazioni con clienti e fornitori, sia per quelle già esistenti (49,6% e 2,47) che rispetto alla possibilità di aggiungerne di nuovi (52,6% e 2,45).

Disporre di una valutazione della società sembra utile soprattutto per poter attrarre personale qualificato (77,5% e 2,89) e laddove si intendono realizzare accordi e *joint ventures* con altre imprese (68,6% e 2,78).



Riquadro 3 - Le motivazioni ex ante della quotazione

La letteratura esistente sul tema del *going public* mette in evidenza come si assista in alcuni casi a un disallineamento tra le motivazioni della quotazione dichiarate ex ante dalle imprese e gli obiettivi effettivamente perseguiti ex post. In particolare, viene sottolineato come mentre tra le finalità dichiarate della quotazione vi sia soprattutto il finanziamento della crescita, nella realtà dei fatti questo venga sovente subordinato a obiettivi di più breve termine (riduzione temporanea di un eccessivo *leverage*) o legati alle esigenze della proprietà aziendale (liquidare in parte o totalmente le proprie quote per diversificare il portafoglio personale).

La survey condotta ha consentito di affrontare questo tema anche per le imprese italiane che si sono quotate nel periodo 1995-2002, confrontando i risultati ex post derivanti dai comportamenti effettivi con le principali motivazioni della quotazione che le imprese, nel corso delle interviste, hanno dichiarato di aver perseguito.

Le motivazioni ex ante della quotazione ⁽¹⁾

Quali sono stati i principali motivi per cui avete deciso di quotarvi?	% risposte
Raccolta di capitale per finanziare lo sviluppo ⁽²⁾	68.2%
Crescita di visibilità sui mercati di interesse	39.4%
Apertura di un canale per futuri finanziamenti <i>equity</i>	24.3%
Ottenimento di una valutazione sul mercato ⁽³⁾	21.6%
Miglioramento dell'immagine della società	19.6%
Riorganizzazione aziendale	16.0%
Possibilità di rafforzare la struttura finanziaria ⁽⁴⁾	15.9%
Reperire capitali (generico)	14.5%
Ottenimento di benefici fiscali	10.3%
Altro ⁽⁵⁾	15.1%

(1) Domanda a risposta aperta e multipla (al massimo tre risposte)

(2) Aggrega le risposte: crescita della società, crescita all'estero, investimenti in nuovi impianti ed estensione rete commerciale, crescita esterna

(3) Aggrega le risposte: uscita dei soci esistenti, ricambio generazionale, attrarre nuovi soci, maggiore liquidità del capitale, incentivazione del personale, conoscere il valore dell'impresa

(4) Aggrega le risposte: rafforzare la struttura finanziaria, rafforzarsi presso gli istituti di credito

(5) Aggrega le risposte: apertura al pubblico, confrontarsi con la concorrenza e voci residue

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

L'obiettivo più diffusamente legato alla quotazione è la raccolta di capitale con l'obiettivo di finanziare lo sviluppo dell'impresa, citato dal 68,2% delle aziende intervistate. Questa affermazione, a differenza di altri lavori, trova un parziale riscontro negli effetti ex post di cui si è dato conto. Le imprese italiane che si sono quotate hanno dato luogo a un'intensa attività di investimento negli anni immediatamente successivi l'Ipo; presso i tre quarti del totale vi sono state operazioni di acquisizione. Non si riscontra in effetti un significativo incremento del tasso di crescita dei ricavi dopo l'Ipo, che si mantiene peraltro elevato e intorno al 20%; le imprese però dichiarano che le dinamiche di sviluppo

sarebbero state inferiori in assenza di essa.

Altrettanto importanti sono la crescita di visibilità sui mercati di interesse (39,4%) e l'ottenimento di una valutazione sul mercato (21,6%). Si tratta di vantaggi riconosciuti come molto importanti (rispettivamente dal 61,3% e dal 57,6% degli intervistati) a evidenziare come da questo punto di vista la quotazione sia stata in un certo qual modo capace di riservare effetti positivi aggiuntivi rispetto a quelli attesi ex ante.

L'apertura di un canale per futuri finanziamenti con *equity* è menzionata con più frequenza rispetto al rafforzamento della struttura finanziaria (24,3% e 15,9% degli intervistati), che comprende anche una migliore relazione con gli istituti di credito. I comportamenti effettivi delle imprese invertono invece l'importanza relativa di queste voci. I dati di bilancio sottolineano come la riduzione del *leverage* sia solo temporanea e un maggior *equity financing* concentrato nell'anno di quotazione. La quotazione ha invece come effetto quello di migliorare i rapporti con il sistema bancario, in termini di accesso a nuove risorse e a migliori condizioni di credito. La maggiore rilevanza di questi argomenti è comunque in generale coerente con i comportamenti registrati dalle analisi ex post.

E' scarsamente menzionato tra le finalità il porre in essere una riorganizzazione aziendale (16,0%), che invece costituisce, come si vedrà nei paragrafi successivi, un aspetto essenziale degli effetti della quotazione, capace di creare valore in modo autonomo.

Infine, è interessante notare che i risultati di un'indagine condotta nel corso del 2002 su un campione rappresentativo delle 1.188 imprese quotabili (Franzosi e Pellizzoni, 2003) mettono in luce come vi sia un sostanziale allineamento tra le aspettative di coloro che hanno già scelto di quotarsi e quelle di coloro che non lo hanno ancora fatto. Le imprese quotabili sono molto d'accordo nel percepire, come vantaggi potenziali dalla quotazione, la possibilità di raccogliere capitali per la crescita (76,3% degli intervistati), il miglioramento dei rapporti con il sistema bancario (50,5%), la possibilità di accrescere la propria visibilità sui mercati di interesse (41,1%). Meno importanti sono la possibilità di disporre in tempo reale del valore dell'impresa come moneta di scambio con altre aziende (28,9%) e l'ottenimento di vantaggi fiscali (26,8%).



5. L'impatto sui sistemi organizzativi

Come sottolineato nella rassegna della letteratura teorica, la quotazione di una società ne modifica la struttura proprietaria ed è quindi presumibile che renda necessaria una fase di riorganizzazione, per allineare le modalità di comportamento dell'impresa alla gestione delle relazioni con gli *stakeholders* che emergono nella configurazione di azionariato diffuso. La seconda parte dell'analisi ha quindi l'obiettivo di verificare empiricamente, attraverso un'indagine diretta presso la proprietà e/o il *management* delle società:

- se e quanto la quotazione abbia richiesto una riorganizzazione interna a livello strategico, direzionale e operativo;
- quali priorità abbiano assunto le diverse finalità perseguite con il cambiamento;
- quali sistemi operativi/aree organizzative siano state maggiormente coinvolte;
- quali siano state, nella percezione delle imprese, le conseguenze in termini di vantaggi competitivi acquisiti e costi sopportati.

La risposta al primo quesito appare immediatamente positiva, visto che il 91,9% dei rispondenti ha dichiarato di aver apportato delle modifiche alla propria organizzazione nella fase precedente l'Ipo. La totalità delle imprese, in occasione della quotazione o in seguito a essa, ha modificato almeno uno dei propri principali sistemi operativi²⁹ o la struttura societaria del gruppo. Le imprese hanno quindi ritenuto necessario adattare la propria organizzazione con l'Ipo e questo processo, coerentemente con la natura permanente dei cambiamenti della struttura proprietaria, è continuato anche successivamente in una logica di progressivo adattamento dell'impresa all'ambiente in cui opera.

Per comprendere le finalità della riorganizzazione, sono state analizzate nel dettaglio le caratteristiche dei cambiamenti realizzati. La tavola 14 riporta la percentuale di imprese che hanno modificato, in occasione o a seguito della quotazione, almeno una delle diverse componenti dei sistemi operativi indicati. Si è ritenuto che questi sistemi, attraverso il loro funzionamento e le modalità con cui si coordinano (lungo un processo ideale che collega rilevazione ed elaborazione delle informazioni, meccanismi decisionali, implementazione delle decisioni e comunicazione di decisioni e risultati), dovessero essere i maggiormente interessati dalla fase di riorganizzazione, alla luce della natura del passaggio a società quotata.

Tavola 14 - L'impatto del cambiamento organizzativo connesso alla quotazione

Aree organizzative	Percentuale di imprese che è intervenuta in occasione o successivamente alla quotazione
Sistemi di <i>governance</i> e di controllo interno	100.0%
Sistemi di comunicazione	100.0%
Sistemi di controllo di gestione	85.2%
Sistemi di pianificazione strategica e direzionale	84.7%
Struttura societaria/di gruppo	54.4%

Elaborazioni Borsa Italiana – R&D

(29) I sistemi operativi sono qui intesi come "i sistemi aziendali attraverso i quali si stabiliscono le modalità di funzionamento della struttura organizzativa di un'impresa" (Borsa Italiana, 2003).

L'analisi ha avuto infine l'obiettivo di verificare quanto il cambiamento avvenuto in occasione della quotazione sia stato giudicato di natura eccezionale o piuttosto parte di un naturale percorso di crescita dell'organizzazione aziendale, nella ricerca di creazione di valore economico. I risultati in merito sono riportati nel riquadro 4 e contestualizzati nei paragrafi successivi.

5.1 I cambiamenti nei sistemi di controllo di gestione e di pianificazione strategica

Poiché la presenza di azionisti esterni al gruppo di controllo e alla struttura manageriale richiede una maggiore capacità di definire e comunicare in modo strutturato la visione di medio-lungo termine sull'evoluzione dell'impresa, si è ipotizzato che la quotazione richieda di configurare in tale direzione le modalità di pianificazione strategica. Inoltre, poiché le società quotate hanno l'obbligo di comunicare al mercato le informazioni in grado di influenzare il valore del proprio titolo, è necessario che si dotino delle procedure e dei sistemi per monitorare la propria performance in modo completo, preciso e tempestivo.

In generale, la necessità di un controllo completo e tempestivo delle performance aziendali, al fine di una più efficace comunicazione esterna, dovrebbe andare al di là del rispetto dei puri obblighi di natura regolamentare richiesti a una società quotata. Una migliore capacità di rilevazione delle performance (e in seguito di prendere decisioni sulla base di esse, oltre che di comunicarle) ha l'obiettivo di rendere l'impresa più efficiente e di fidelizzare attraverso una maggiore trasparenza l'azionariato diffuso, riducendo le asimmetrie informative tra impresa e mercato.

La quotazione dovrebbe quindi indurre le imprese a intervenire a livello organizzativo sulle modalità con cui vengono perseguiti questi obiettivi. Il sistema di controllo di gestione che, come definito in Borsa Italiana (2003), è "il sistema strutturato e integrato di informazioni e processi utilizzato dal *management* a supporto delle attività di pianificazione e controllo", dovrebbe fortemente essere interessato dagli obiettivi di maggiore completezza, efficienza e tempestività che emergono a seguito della quotazione. La definizione riportata enfatizza inoltre come il sistema di controllo di gestione sia uno degli strumenti che supportano il vertice aziendale "nel guidare l'impresa verso i propri obiettivi strategici e, in particolare, a compiere scelte funzionali alla creazione di valore economico. [...] In questa accezione, il sistema di controllo di gestione deve essere considerato come parte del più ampio *management system*, finalizzato a gestire e indirizzare l'azienda verso gli obiettivi strategici e di redditività prescelti, minimizzando i rischi di percorso (*business risk*)". Efficienza del sistema di controllo di gestione e del sistema di pianificazione strategica sono quindi complementari. Per questo motivo i cambiamenti che la quotazione ha richiesto a queste due componenti dei sistemi operativi aziendali sono analizzati congiuntamente.

I dati raccolti attraverso l'indagine diretta sembrano dare sostegno alle ipotesi teoriche. L'85,2% delle imprese intervistate ha infatti apportato un qualche cambiamento (di varia entità) al proprio sistema di controllo di gestione rispetto alla situazione pre quota-



zione. L'84,7% ha modificato le modalità con cui all'interno dell'impresa vengono definiti i piani di sviluppo di medio-lungo termine (sistema di pianificazione strategica e direzionale). Le componenti dei sistemi di controllo di gestione riportate in tavola 15 sono state interessate in media nel 60% dei casi da una modifica dei sistemi già esistenti o da un'introduzione ex novo in occasione dell'Ipo. Per i sistemi di pianificazione strategica (tavola 16), la percentuale media è del 55%.

Ovviamente, una parte di tali cambiamenti potrebbe non essere strettamente dovuta alla necessità di gestire il nuovo status di società quotata, quanto piuttosto a una crescita organizzativa dell'impresa indipendente da tale fattore. Nell'opinione della maggior parte degli intervistati, la quotazione ha costituito un "acceleratore" di cambiamento, che l'impresa avrebbe comunque dovuto affrontare (si veda il riquadro 4). Nel 77,0% dei casi i cambiamenti al sistema di controllo di gestione e al sistema di pianificazione strategica e direzionale sarebbero avvenuti ma più lentamente. Nell'8% e nel 15% sarebbero avvenuti negli stessi tempi, indipendentemente dalla quotazione.

Tavola 15 - La diffusione dei sistemi di controllo di gestione e la loro evoluzione dopo la quotazione (1)

	Presenti pre quotazione				Oggi presenti	
	Si	Tasso di modifica (2)	No	Tasso di introduzione (3)	Si	Modificati /introdotti
- Sistemi formali di <i>budgeting</i>	88.9%	71.2%	11.1%	100.0%	100.0%	74.4%
- Sistemi di contabilità analitica	85.3%	55.0%	12.1%	89.2%	98.7%	57.6%
- Sistemi di reportistica standardizzata	78.1%	70.8%	22.0%	90.9%	98.0%	75.3%
- Sistemi formali di <i>revised budgeting</i>	69.9%	62.6%	30.0%	55.4%	86.6%	60.4%
- Budget autonomi per unità organizzative	60.2%	66.1%	39.8%	39.5%	75.9%	55.5%
- Indicatori non finanziari di performance	66.6%	57.3%	33.4%	24.2%	74.7%	46.2%
- Indicatori finanziari omogenei tra le società del gruppo	43.3%	75.5%	56.7%	28.0%	59.2%	48.6%
- Indicatori di misurazione del valore (es. Eva, Mva, ...)	29.6%	57.0%	70.3%	35.0%	54.3%	41.5%

(1) Le mancate quadrature sono dovute a coloro che non hanno indicato alcuna risposta

(2) Quota di coloro che hanno introdotto modifiche sul totale di coloro che erano già dotati del rispettivo sistema

(3) Quota di coloro che hanno introdotto il sistema sul totale di coloro che non ne erano dotati prima della quotazione

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Per quanto concerne il sistema di controllo di gestione, si tratta in generale di un cambiamento di natura incrementale. Nella maggioranza dei casi le componenti prese in considerazione (tavola 15) erano già presenti (con l'eccezione degli indicatori di misurazione del valore, quali l'Eva e dei sistemi di rilevazione omogenei all'interno del gruppo) ma sono state modificate successivamente all'Ipo da oltre la metà delle imprese che ne erano dotate. La quotazione ha inoltre spinto l'introduzione di tali sistemi presso la maggioranza delle imprese che prima della quotazione non erano dotate. Ciò è avvenuto nella totalità dei casi per i sistemi formali di *budgeting*, nel 90% circa dei casi per i sistemi di contabilità analitica e gli standard di reportistica e nel 55,4% per i sistemi di *revised budgeting*. Percentuali tra il 22% e il 40% hanno introdotto ex novo, in occasione della quo-

tazione o successivamente, le altre componenti indicate in tavola 15 (indicatori non finanziari di performance e di misurazione del valore, indicatori finanziari omogenei tra le società del gruppo, *budget* autonomi per unità organizzative).

Tavola 16 - La diffusione dei sistemi di pianificazione strategica e direzionale e la loro evoluzione dopo la quotazione ⁽¹⁾

	Presenti pre quotazione				Oggi presenti	
	Si	Tasso di modifica ⁽²⁾	No	Tasso di introduzione ⁽³⁾	Si	Modificati /introdotti
- Benchmarking/analisi di confronto con le performance di società/prodotti concorrenti	65.6%	54.8%	33.5%	71.9%	90.6%	60.1%
- Analisi e monitoraggio degli indicatori chiave di performance (<i>key indicators</i>)	68.7%	80.4%	31.3%	57.9%	86.8%	73.3%
- Analisi sull'andamento del settore	68.4%	55.3%	31.6%	51.8%	84.8%	54.2%
- Procedure/strutture formali di pianificazione strategica	69.4%	72.0%	30.5%	35.2%	80.2%	60.7%
- Analisi del portafoglio per aree d'affari	66.3%	46.2%	32.7%	33.4%	78.2%	41.6%
- Analisi dei punti di forza, debolezza, opportunità e minacce (<i>Swot</i>)	53.1%	59.8%	45.8%	41.9%	73.4%	50.9%
- Modelli di simulazione a medio termine	55.9%	72.0%	44.1%	36.0%	71.8%	56.1%
- Analisi della catena del valore	38.2%	47.3%	59.9%	30.4%	58.3%	36.3%

(1) Le mancate quadrature delle somme sono dovute a coloro che non hanno indicato alcuna risposta

(2) Quota di coloro che hanno introdotto modifiche sul totale di coloro che erano già dotati del rispettivo sistema

(3) Quota di coloro che hanno introdotto il sistema sul totale di coloro che non ne erano dotati prima della quotazione

Elaborazioni Borsa Italiana – R&D

Anche per i sistemi di pianificazione strategica e direzionale la quotazione sembra essere stata accompagnata da cambiamenti rilevanti. In media il 61,0% delle imprese dotate dei *tools* di gestione indicati in tavola 16 prima della quotazione li ha successivamente modificati, con punte dell'80,4% per l'analisi e il monitoraggio dei *key performance indicators* e del 72,0% per i modelli di simulazione a medio termine e le procedure formali di pianificazione. Il 30% o più di coloro che non li utilizzavano li ha introdotti ex novo in occasione dell'Ipo o successivamente. Il tasso di introduzione è stato particolarmente elevato per le analisi di *benchmark* rispetto ai concorrenti (71,9%) e per la definizione e monitoraggio di indicatori chiave di performance. Questo elemento, considerando il totale di modifiche e introduzioni ex novo, rappresenta il più impattato dalla fase di cambiamento organizzativo.

L'analisi generale dei livelli di diffusione dei sistemi e della natura del cambiamento non evidenzia segni di mutamenti radicali, quanto piuttosto evolutivi. In particolare, risalta una tendenza verso la ricerca di formalizzazione delle procedure, al fine di rendere i processi manageriali meno soggettivi e maggiormente analitici.

I risultati dei cambiamenti apportati ai sistemi di controllo di gestione devono essere letti congiuntamente a quelli del sistema di pianificazione strategica, con il quale vi è stretta correlazione di obiettivi. Nelle opinioni degli intervistati, a seguito del cambiamento avvenuto, sembrano essere migliorate le performance del sistema



di controllo di gestione con riferimento agli obiettivi che la teoria gli attribuisce³⁰. Sembra essere innanzitutto migliorata la capacità di supportare la comunicazione finanziaria verso l'esterno. Il 64,1% degli intervistati ritiene che ci sia stato un impatto molto significativo da questo punto di vista, con un punteggio medio in una scala da 1 a 4 pari a 3,51. Ciò avviene anche grazie al fatto che è stato reso più efficace il monitoraggio delle performance aziendali (per il 95,3% degli intervistati c'è stato un impatto significativo, con un 34,1% che lo ritiene molto significativo). E' stata inoltre migliorata la capacità dell'impresa di rilevare e valutare l'operato delle diverse unità organizzative (nell'85,0% dei casi, molto migliorata nel 32,3%), consentendo di attribuire loro maggiori livelli di delega (47,6% e 6,1%). Fattore non trascurabile, specie in organizzazioni di notevoli dimensioni e con strutture articolate, i cambiamenti hanno garantito un maggiore coordinamento nel perseguire gli obiettivi aziendali (intendendo con questo un maggiore coordinamento tra le unità organizzative, nei processi di controllo, nella pianificazione di breve e in quella strategica).

Tavola 17 - Gli effetti dei cambiamenti dei sistemi di controllo di gestione

I cambiamenti dei sistemi di controllo di gestione hanno...	Per niente	Poco	Abbastanza	Molto	Media ⁽²⁾
	(1)				
... migliorato l'attività di comunicazione finanziaria con gli interlocutori esterni	1.1%	10.2%	24.5%	64.1%	3.51
... reso più efficace il controllo delle performance aziendali	0.0%	3.4%	61.2%	34.1%	3.31
... migliorato il processo di rilevazione e valutazione della performance delle unità organizzative	1.9%	13.0%	52.7%	32.3%	3.15
... garantito maggiore coordinamento nel perseguire gli obiettivi aziendali	2.0%	11.6%	67.3%	17.9%	3.02
... consentito maggiori livelli di delega	7.1%	45.3%	41.5%	6.1%	2.47

(1) Le mancate quadrature nei totali sono dovute a coloro che non hanno indicato alcuna risposta

(2) Media della scala di valutazione che va da "per niente" (1) a "molto" (4)

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Tavola 18 - Gli effetti dei cambiamenti dei sistemi di pianificazione strategica e direzionale

I cambiamenti dei sistemi di pianificazione strategica e direzionale hanno...	Per niente	Poco	Abbastanza	Molto	Media ⁽²⁾
	(1)				
... facilitato il raggiungimento di obiettivi finanziari	2.2%	22.3%	48.1%	26.2%	2.99
... velocizzato la reazione al cambiamento	3.6%	25.2%	45.8%	24.3%	2.92
... facilitato la definizione degli obiettivi strategici	2.0%	18.1%	67.3%	11.6%	2.90
... consentito di ottenere maggiore consenso esterno	5.7%	26.6%	43.4%	22.2%	2.84
... consentito di ottenere maggiore consenso interno (condivisione e coinvolgimento)	5.7%	23.6%	58.8%	10.8%	2.76
... facilitato l'individuazione dei rischi (interni ed esterni)	2.0%	38.2%	49.8%	9.9%	2.67

(1) Le mancate quadrature nei totali sono dovute a coloro che non hanno indicato alcuna risposta

(2) Media della scala di valutazione che va da "per niente" (1) a "molto" (4)

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

(30) Si veda al riguardo Borsa Italiana (2003), pp.13 e seguenti. L'obiettivo primario del sistema di controllo di gestione è di "rendere disponibili tutte le informazioni rilevanti connesse alle funzioni di pianificazione e controllo", facilitando "una corretta definizione degli scenari futuri a supporto delle decisioni strategiche e dei piani previsionali [...], la coerenza tra strategia e azione e l'allineamento dell'organizzazione aziendale alla strategia d'impresa [...], una corretta valutazione della performance attuale [...], la possibilità di decidere con tempestività le necessarie azioni correttive in rapporto ai piani prospettici [...], una corretta ed esaustiva comunicazione aziendale rivolta all'esterno".

Anche nel caso dei sistemi di pianificazione strategica e direzionale, i cambiamenti apportati sembrano avere costruito valore incrementando la capacità di conseguire gli obiettivi individuati dalla teoria per i processi di pianificazione³¹. Il punteggio medio relativo all'efficacia dei cambiamenti assume un valore prossimo a 3 per quasi tutte le voci, in una scala da 1 a 4. Le modifiche ai sistemi di pianificazione, in questo supportate dalla migliorata capacità del sistema di controllo di gestione di monitorare le performance aziendali, sembrano avere principalmente facilitato la capacità di raggiungere gli obiettivi finanziari prefissati (2,99), di velocizzare la capacità dell'impresa di reagire al cambiamento (2,92) e di definire gli obiettivi strategici (2,90). Sembra inoltre essere stato raggiunto l'obiettivo di strutturare procedure di definizione dei piani strategici meglio in grado di ottenere consenso, più all'esterno (2,84) che all'interno (2,76). L'obiettivo di meglio individuare i rischi che caratterizzano l'attività d'impresa, che dovrebbero essere presi in considerazione in fase di definizione delle strategie, viene considerato raggiunto dal 60% circa degli intervistati (con un punteggio di 2,67)³².

5.2 I cambiamenti nei sistemi di comunicazione

La maggiore richiesta di trasparenza informativa da parte delle società con proprietà aperta (di cui le quotate rappresentano l'esempio più evidente) dovrebbe influire sul sistema di comunicazione secondo diverse modalità. A fronte dell'obiettivo di assicurare al mercato informazioni in misura completa, tempestiva e coerente (coordinata) si trovano infatti molteplici fabbisogni organizzativi interni, che devono essere sostenuti dai sistemi operativi aziendali (in primis il sistema di controllo di gestione e, in senso più ampio, l'intero sistema informativo direzionale) e dal loro coordinamento con la funzione comunicazione.

Il sistema di comunicazione esterna appare in effetti tra i più interessati dal processo di cambiamento che accompagna la quotazione, visto che tutte le imprese hanno agito su almeno una delle sue componenti. Nel 63,5% dei casi i cambiamenti che lo hanno riguardato non sarebbero avvenuti se non in occasione della quotazione stessa (riquadro 4). Il numero di imprese che ha introdotto ex novo almeno uno dei sistemi di comunicazione elencati in tavola 19 è elevato (85,8%) e, tra quelle che non ne erano dotate, in media ognuno di tali sistemi è stato introdotto dal 68,5% in occasione della quotazione o successivamente. Anche presso le imprese che erano già dotate delle diverse componenti del sistema di comunicazione, in media in oltre la metà dei casi (63,2%), la loro configurazione/funzionamento è stata modificata a seguito della quotazione.

(31) Come sottolineato in Antoldi, Cifalini e Devecchi (2002), il sistema di pianificazione strategica dovrebbe avere come obiettivi "costruire un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo [...], guidare l'impresa verso soddisfacenti performance finanziarie [...], adattare l'impresa a un ambiente in continua evoluzione".

(32) Con la definizione "rischi esterni" si fa riferimento all'evoluzione di clienti, fornitori, *competitors*, prodotti sostitutivi e ambiente esterno; con "rischi interni" alle criticità connesse alla gestione amministrativa e delle *operations* da parte dell'impresa stessa (rischi di processo e di gestione delle informazioni).



Tavola 19 - La diffusione dei sistemi di comunicazione e la loro evoluzione dopo la quotazione ⁽¹⁾

	Presenti pre quotazione				Oggi presenti	
	Si	Tasso di modifica ⁽²⁾	No	Tasso di introduzione ⁽³⁾	Si	Modificati /introdotti
- Procedure interne formalizzate per comunicare informazioni critiche (<i>price sensitive</i>)	23.5%	73.5%	76.5%	85.7%	89.1%	82.9%
- Figura di coordinamento per la comunicazione con la comunità finanziaria (<i>investor relator</i>)	15.2%	71.9%	80.5%	98.9%	99.1%	90.5%
- Figura di coordinamento per la comunicazione <i>corporate</i>	32.2%	56.3%	60.8%	73.3%	83.8%	62.7%
- Mission, obiettivi strategici formalizzati	54.4%	54.6%	41.2%	54.9%	81.4%	52.3%
- Consulenti esterni per la comunicazione finanziaria	19.6%	72.7%	80.4%	62.1%	69.5%	64.1%
- Procedure formali di <i>teamwork</i> con le altre funzioni aziendali	48.4%	50.0%	51.6%	36.0%	67.0%	42.7%

(1) Le mancate quadrature delle somme sono dovute a coloro che non hanno indicato alcuna risposta

(2) Quota di coloro che hanno introdotto modifiche sul totale di coloro che erano già dotati del rispettivo sistema

(3) Quota di coloro che hanno introdotto il sistema sul totale di coloro che non ne erano dotati prima della quotazione

Elaborazioni Borsa Italiana – R&D

Si è in particolare agito nella direzione di rendere il processo di comunicazione più formale, in particolare (ma non solo) con l'attribuzione di precise responsabilità. Una figura organizzativa dedicata alla comunicazione con la comunità finanziaria (*investor relator*), presente prima della quotazione solo nel 15,2% dei casi, è stata introdotta da oltre l'80% delle società (pressoché la totalità di coloro che non ne erano dotate). In un numero elevato di casi è stata inoltre introdotta una figura di coordinamento per la comunicazione *corporate*. Sono state frequentemente costituite procedure formali di comunicazione delle informazioni *price sensitive* (con un tasso di introduzione dell'85,7%). Coerentemente con l'attribuzione di maggiore importanza alla funzione comunicazione all'interno di una società quotata, in quasi il 70% dei casi sono stati utilizzati consulenti esterni per la gestione della comunicazione finanziaria. Nonostante un'evidente ricerca di maggiore controllo del processo di comunicazione, in meno della metà dei casi sono stati costituiti gruppi formali e interfunzionali di *teamwork* a supporto dell'attività di comunicazione, che hanno solitamente l'obiettivo di ottenere una maggiore coerenza tra i diversi flussi informativi che l'impresa fornisce all'esterno. Tale obiettivo sembra essere stato invece ricercato prevalentemente attraverso l'attribuzione di specifiche responsabilità sui contenuti della comunicazione.

Il cambiamento attuato ha avuto in primo luogo la capacità di assicurare maggiore tempestività (3,49 il livello medio di efficacia del cambiamento) e completezza (3,40) nella comunicazione. Si è ottenuta una migliore immagine aziendale presso i soggetti esterni all'impresa (3,40), siano essi *shareholders* o, in senso più allargato, portatori di interesse nell'impresa. La capacità di ottenere un maggiore consenso interno sui contenuti della comunicazione diviene rilevante solo in seconda battuta, benché questo aspet-

to dovrebbe essere molto importante in imprese al di sopra di una certa soglia dimensionale, dove le informazioni provengono da molteplici fonti interne e necessitano dunque di una qualche forma di coordinamento.

Tavola 20 - Gli effetti dei cambiamenti dei sistemi di comunicazione

I cambiamenti nei sistemi di comunicazione hanno permesso di ottenere...	Per niente	Poco	Abbastanza	Molto	Media ⁽²⁾
	(1)				
... maggiore tempestività nella comunicazione	1.0%	2.3%	42.7%	53.9%	3.49
... maggiore completezza nei contenuti della comunicazione	0.0%	6.6%	46.5%	46.9%	3.40
... migliore immagine aziendale presso i soggetti esterni	0.0%	2.4%	55.2%	41.6%	3.40
... maggiore consenso sui contenuti della comunicazione	0.0%	17.7%	66.7%	15.6%	2.98
... migliore immagine aziendale presso la struttura interna	0.8%	29.6%	57.2%	11.5%	2.80

(1) Le mancate quadrature nei totali sono dovute a coloro che non hanno indicato alcuna risposta

(2) Media della scala di valutazione che va da "per niente" (1) a "molto" (4)

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

5.3 I cambiamenti nei sistemi di *governance* e di controllo interno

Le esigenze di maggiore trasparenza e di tutela ex ante dei diritti degli azionisti di minoranza che sono richieste a una società quotata dovrebbero essere riflesse anche sulla configurazione del sistema di *governance*, ossia dell'insieme di regole che sottendono alla direzione e controllo di un'impresa³³, e di controllo interno, definito all'interno del Codice di Autodisciplina delle Società Quotate (art.9, comma 1) come "l'insieme dei processi diretti a monitorare l'efficienza delle operazioni aziendali, l'affidabilità dell'informazione finanziaria, il rispetto di leggi e regolamenti, la salvaguardia dei beni aziendali" (Comitato per la *corporate governance* delle società quotate, 2002).

Così come verificato per i sistemi di comunicazione, la quotazione ha avuto sulle imprese del campione un forte impatto sui sistemi di *governance* e controllo interno.

A seguito della quotazione, il 93,3% delle imprese che non avevano amministratori indipendenti all'interno del Consiglio di Amministrazione se ne è dotata, al fine di rendere più trasparenti e meno soggette a conflitto di interesse le decisioni consiliari. Il 90,6% ha istituito un Comitato di Controllo Interno con l'obiettivo di identificare e gestire i rischi aziendali in modo corretto. Il 71,3% delle imprese ha dichiarato di avere introdotto, in funzione della quotazione, opportune modifiche statutarie a tutela delle minoranze. Infine, il 66,1% ha istituito un Comitato di Remunerazione con l'obiettivo di pro-

(33) Tra le molte, si citano qui per riferimento due definizioni di *corporate governance*:

- "Corporate governance is the system by which business corporations are directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among different participants in the corporation, such as, the board, managers, shareholders and other stakeholders, and spells out the rules and procedures for making decisions on corporate affairs. By doing this, it also provides the structure through which the company objectives are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance", OECD (1999).
- "Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment", La Porta et al. (1997).



porre all'Assemblea degli azionisti le modalità di remunerazione dell'alta dirigenza, limitando i rischi di *moral hazard* nei confronti delle minoranze. In circa la metà dei casi, tra le imprese che erano dotate di questi sistemi prima della quotazione (meno del 35% dei casi), essi sono stati modificati nelle loro caratteristiche a seguito del nuovo status di società quotata.

Va in questo senso ricordato che alle società appartenenti al Nuovo Mercato e al segmento Star è stato imposto di dotarsi di un Comitato di Controllo Interno, di un numero adeguato di amministratori indipendenti e di modalità di remunerazione del *management* legate ai risultati economici dell'impresa (nella forma di un Comitato di Remunerazione per le società del Nuovo Mercato)³⁴. Il cambiamento è stato quindi, almeno in parte, finalizzato ad adempiere alle richieste regolamentari imposte da Borsa Italiana. Va comunque sottolineata anche l'iniziativa autonoma delle società ad adeguarvisi, pur in assenza di precisi dettati regolamentari, e a estendere questi sistemi, ad esempio attraverso norme statutarie a tutela delle minoranze e l'introduzione di procedure formali per la gestione di attività critiche.

Tavola 21 - La diffusione dei sistemi di *governance* e di controllo interno e la loro evoluzione dopo la quotazione ⁽¹⁾

	Presenti pre quotazione				Oggi presenti	
	Si	Tasso di modifica ⁽²⁾	No	Tasso di introduzione ⁽³⁾	Si	Modificati /introdotti
- Comitato di Controllo Interno	16.8%	60.4%	83.1%	90.6%	92.2%	85.5%
- Comitato di Remunerazione	17.7%	54.5%	82.2%	66.1%	72.1%	64.0%
- Amministratori indipendenti	34.0%	61.0%	66.0%	93.3%	95.6%	82.3%
- Procedure dedicate alla gestione di attività critiche	29.3%	55.2%	70.6%	45.3%	61.4%	48.2%
- Norme statutarie a tutela delle minoranze (es. voto di lista...)	25.0%	44.5%	75.0%	71.3%	78.5%	64.6%

(1) Le mancate quadrature delle somme sono dovute a coloro che non hanno indicato alcuna risposta

(2) Quota di coloro che hanno introdotto modifiche sul totale di coloro che erano già dotati del rispettivo sistema

(3) Quota di coloro che hanno introdotto il sistema sul totale di coloro che non ne erano dotati prima della quotazione

Elaborazioni Borsa Italiana – R&D

Anche in questo caso gli obiettivi principali della fase di cambiamento organizzativo sembrano essere stati raggiunti. Oltre l'80% delle imprese ha dichiarato di essere abbastanza o molto d'accordo col fatto che quanto realizzato abbia permesso di ottenere maggiore fiducia all'esterno sulla trasparenza della società (il grado medio di accordo è pari a 3,03). Per il 70% circa, si è ottenuto un contributo indipendente nella discussione delle strategie (2,74) e per oltre il 60% un maggiore controllo dei rischi operativi cui è soggetta la società (2,68). Minore consenso è stato attribuito alla capacità di questi cambiamenti, che sembrano avere avuto notevole influenza presso l'esterno, di apportare un contributo positivo di credibilità, rispetto a prima della quotazione, presso i dipendenti (2,19).

(34) Si vedano al riguardo l'art. 2.2.3, comma 3 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e l'art. 2.2.1, comma 14 del Regolamento del Nuovo Mercato organizzato e gestito da Borsa Italiana (Borsa Italiana, 2004).

Tavola 22 - Gli effetti dei cambiamenti dei sistemi di *governance* e di controllo interno

I cambiamenti dei sistemi di <i>governance</i> e controllo interno hanno permesso di ottenere...	Per niente	Poco (1)	Abbastanza	Molto	Media (2)
... maggiore fiducia all'esterno sulla trasparenza della società	0.9%	15.5%	61.9%	20.8%	3.03
... maggiore controllo di alcuni rischi operativi	5.4%	29.4%	55.7%	8.4%	2.68
... un contributo indipendente nella discussione delle strategie	10.8%	22.0%	50.1%	17.1%	2.74
... maggiore credibilità della società presso i dipendenti	21.4%	43.1%	27.3%	6.3%	2.19

(1) Le mancate quadrature nei totali sono dovute a coloro che non hanno indicato alcuna risposta

(2) Media della scala di valutazione che va da "per niente" (1) a "molto" (4)

Elaborazioni Borsa Italiana – R&D

5.4 I cambiamenti nella struttura del gruppo

Poiché l'offerta di collocamento finalizzata alla quotazione rappresenta un momento di confronto con il mondo degli investitori professionali, spesso coincide con una fase di ristrutturazione che ha l'obiettivo di rendere più definite, logiche e trasparenti le aree di business della società, gli *assets* a disposizione e le relazioni tra le diverse componenti del gruppo, puntando in questo modo a un maggiore *appeal* del titolo e a una più elevata valorizzazione in sede di collocamento. Poiché inoltre la quotazione corrisponde a un momento di forte variazione della struttura proprietaria, è presumibile attendersi che la configurazione del gruppo (oltre che la struttura dell'offerta stessa) sia predisposta in funzione della quota che la proprietà desidera mantenere a seguito dell'Ipo.

Tavola 23 - I cambiamenti alla struttura del gruppo in vista della quotazione

La struttura del gruppo è:	% imprese
Rimasta immutata	45.6%
Stata modificata (1)	54.4%
- è stata costituita una <i>holding</i> di controllo in Italia	20.4%
- è stata costituita una <i>holding</i> di controllo all'estero	2.7%
- sono state riorganizzate le attività per area di business	27.4%
- sono state riorganizzate le attività per area geografica	-
- sono state cedute o portate al di fuori del perimetro di gruppo alcune attività (es. attività non core, immobili...)	8.3%
- sono state fatte delle fusioni tra società del gruppo (operative e/o <i>holding</i>)	6.7%
- altro	1.9%

(1) Erano possibili più risposte

Elaborazioni Borsa Italiana – R&D

In effetti oltre la metà delle imprese ha modificato la propria struttura di gruppo in vista della quotazione, nella maggioranza dei casi per rendere più definite le aree di business di attività (27,4%). La costituzione di una *holding* di controllo che ha raggruppato più imprese, facenti riferimento allo stesso nucleo di controllo ma giuridicamente disgiunte³⁵,

(35) Il caso dei cosiddetti gruppi informali di imprese è in effetti molto diffuso in Italia. Si veda al riguardo Unicredit Banca d'Impresa (2004).



e le fusioni tra società del gruppo testimoniano la necessità di presentare al mercato una configurazione meno frammentata, di più facile valutazione per gli investitori, con la quale può essere più facilmente gestita la fase di Ipo. Gli effetti ottenuti a seguito della riconfigurazione confermano questa lettura. I principali obiettivi raggiunti sono la maggiore visibilità delle diverse attività svolte dal gruppo (2,98) o di alcune di esse in particolare (2,92, presumibilmente le più attraenti per gli investitori). Vale però la pena sottolineare come gli intervistati considerino, tra le conseguenze della riorganizzazione, anche l'ottenimento di vantaggi operativi attraverso la razionalizzazione (e quindi maggiore efficienza) della struttura societaria (2,83).

In oltre la metà dei casi la ristrutturazione della configurazione del gruppo ha permesso di realizzare una struttura proprietaria/di controllo ottimale in vista della quotazione. L'ottenimento di vantaggi fiscali è considerato un vantaggio solo marginale della fase di riadattamento organizzativo.

Tavola 24 - Gli effetti dei cambiamenti della struttura del gruppo

Hanno ...	Per niente	Poco	Abbastanza	Molto	Media ⁽²⁾
	(1)				
... reso più visibili le diverse attività svolte dalla società	12.5%	10.7%	43.5%	33.3%	2.98
... valorizzato alcune specifiche attività svolte dalla società	7.2%	20.4%	45.8%	26.7%	2.92
... razionalizzato i processi operativi	1.5%	32.0%	48.9%	17.6%	2.83
... permesso di ottenere vantaggi fiscali	43.1%	34.8%	17.6%	4.5%	1.84
... permesso di realizzare una struttura proprietaria/di controllo ottimale	16.0%	28.2%	32.0%	23.9%	2.64

(1) Le mancate quadrature nei totali sono dovute a coloro che non hanno indicato alcuna risposta

(2) Media della scala di valutazione che va da "per niente" (1) a "molto" (4)

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Riquadro 4 - Le motivazioni e la natura del cambiamento organizzativo

Il *ranking* degli obiettivi raggiunti segnala come tra le motivazioni alla base del cambiamento realizzato prevalgano le finalità legate alla gestione dei rapporti con l'esterno dell'impresa (comunicazione, immagine e trasparenza) rispetto alle esigenze di natura interna, quali un migliore controllo delle performance, un maggiore coordinamento e motivazione della struttura, una maggiore capacità di pianificazione.

Come evidenziato, una parte dei cambiamenti organizzativi potrebbe non essere stata causalmente conseguente alla necessità di gestire il passaggio a società quotata, quanto piuttosto a una crescita organizzativa dell'impresa indipendente da tale evento. Dalle risposte fornite emerge, in effetti, come solo alcuni dei cambiamenti organizzativi registrati siano da considerare una conseguenza diretta della quotazione. Si tratta in particolare delle modifiche relative ai sistemi di *governance* e controllo interno e dei sistemi di comunicazione, per i quali i cambiamenti organizzativi registrati in oltre la metà dei casi (rispettivamente 65,1% e 63,5%) non sarebbero avvenuti, nell'opinione degli intervistati, in assenza di essa.

Gli obiettivi raggiunti attraverso il cambiamento organizzativo connesso alla quotazione

Maggiore capacità di:	Media ⁽¹⁾
Comunicare in modo efficiente verso l'esterno	3.47
Creare un'immagine trasparente presso l'esterno	3.09
Controllare le performance	3.05
Coordinare la struttura	2.94
Pianificare nel medio lungo termine	2.81
Motivare la struttura interna	2.48

(1) Il dato riportato rappresenta, per ogni voce, la media dei punteggi ottenuti dagli *statements* elementari a essa associabili riportati in precedenza nelle tavole 17, 18, 19 e 22. La scala dei voti andava da "per niente" (1) a "molto" (4)

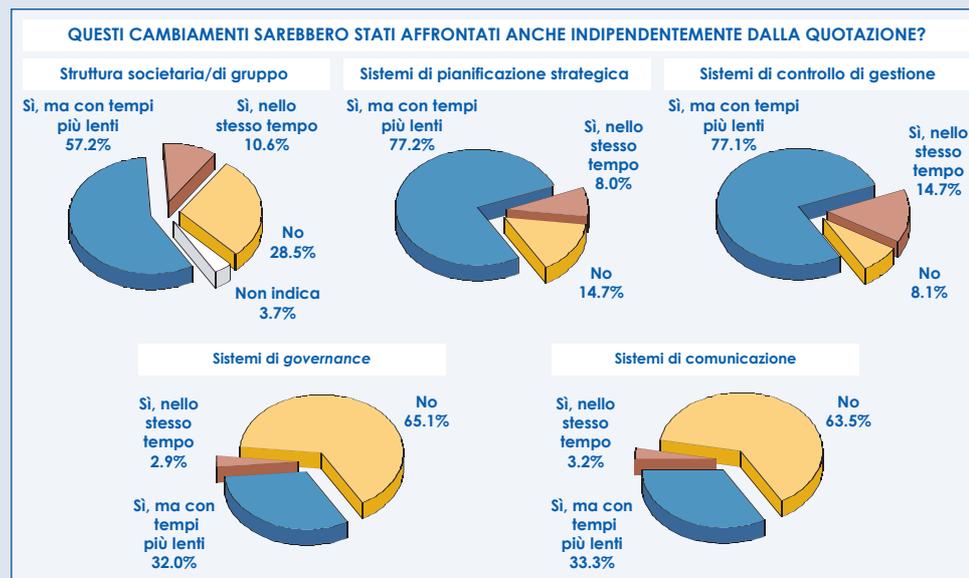
Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Solo le modifiche a questi sistemi sembrano poter essere descritte come un reale "salto" organizzativo richiesto dalla quotazione.

La quota di coloro che ammettono che i cambiamenti realizzati ai sistemi di pianificazione e controllo di gestione (che rappresentano l'elemento portante alla base dei processi decisionali) non sarebbero avvenuti senza l'Ipo è comunque molto bassa (14,7% e 8,1%). I cambiamenti realizzati su questi sistemi sono dunque più correttamente inquadrabili in una chiave "evolutiva": per il 77% circa delle imprese sarebbero comunque avvenuti, ma in modo più lento.

La quotazione sembra dunque aver "accelerato" un processo ritenuto necessario per motivi strategici e di ricerca di maggiore competitività per la crescita dell'organizzazione.

Le modalità di cambiamento dei sistemi organizzativi connessi alla quotazione



Elaborazioni Borsa Italiana - R&D



5.5 Il sistema di gestione del personale

In conformità alla maggiore esigenza delle società quotate di limitare le asimmetrie informative cui sono soggetti gli azionisti, le società del campione si sono mosse nella direzione di allineare gli incentivi del personale all'obiettivo aziendale di creazione di valore economico. All'interno del sistema di gestione delle risorse umane, si è agito in prevalenza sulle modalità di remunerazione e meno sulla valutazione delle competenze e sulla pianificazione della crescita individuale. Il 35,6% delle imprese (il 44,6% tra quelle che non ne erano dotate prima della quotazione) ha introdotto sistemi di *stock options* e il 14,8% (57,6%) sistemi di remunerazione basati sulle performance operative.

Considerando anche le imprese che erano dotate di queste modalità di remunerazione già prima della quotazione, il 48,4% e il 55,5% rispettivamente hanno agito su di esse in vista o a seguito dell'Ipo. In generale, il sistema di gestione del personale sembra essere stato comunque meno interessato, rispetto agli altri presi in considerazione, dalla fase di cambiamento organizzativo.

Tavola 25 - La diffusione dei sistemi di gestione del personale e la loro evoluzione dopo la quotazione ⁽¹⁾

	Presenti pre quotazione				Oggi presenti	
	Si	Tasso di modifica ⁽²⁾	No	Tasso di introduzione ⁽³⁾	Si	Modificati /introdotti
- Sistemi di remunerazione basati sulle performance operative	74.3%	54.8%	25.7%	57.6%	89.1%	55.5%
- Sistemi di valutazione delle competenze del personale	75.1%	38.6%	24.9%	40.1%	85.1%	39.0%
- Sistemi di pianificazione della crescita professionale del personale	61.9%	31.8%	38.1%	23.6%	70.9%	28.7%
- Sistemi di <i>stock options</i>	20.1%	63.7%	79.9%	44.6%	55.7%	48.4%

(1) Le mancate quadrature delle somme sono dovute a coloro che non hanno indicato alcuna risposta

(2) Quota di coloro che hanno introdotto modifiche sul totale di coloro che erano già dotati del rispettivo sistema

(3) Quota di coloro che hanno introdotto il sistema sul totale di coloro che non ne erano dotati prima della quotazione

Elaborazioni Borsa Italiana – R&D

Riquadro 5 - Il supporto di consulenza esterna alla fase di riorganizzazione aziendale

Sulla base dei dati dell'indagine, solo nella metà dei casi (48,2%) le imprese hanno percepito una partecipazione effettiva dei propri consulenti al processo di cambiamento organizzativo finalizzato all'Ipo¹.

In questi casi, il giudizio espresso sul servizio ricevuto è stato decisamente positivo, con punteggi medi superiori a 3 in una scala da 1 a 4. Fanno eccezione i consulenti di comunicazione (2,63), che si collocano in una fascia intermedia. L'elevato numero di imprese alle quali questo supporto non è stato fornito, o alle quali è stato fornito senza far sì che questo si tramutasse in una percezione di valore della consulenza ricevuta, sembra lasciare aperti spazi di miglioramento del servizio per gli operatori che presidiano l'offerta dei servizi connessi alle Ipos.

La partecipazione dei consulenti alla fase di riorganizzazione aziendale ⁽¹⁾

	Partecipazione	Livello di soddisfazione per i servizi ricevuti				Media ⁽²⁾
		Per niente	Poco	Abbastanza	Molto	
No	51.8%	..	..	..	..	..
Si	48.2%	..	..	..	..	..
- Sponsor	16.1%	-	7.3%	53.2%	39.5%	3.32
- Global coordinator	27.2%	4.3%	-	78.5%	17.2%	3.09
- Consulenti legali	26.5%	-	11.8%	61.1%	27.0%	3.15
- Advisors	21.8%	-	4.3%	61.9%	28.6%	3.26
- Consulenti comunicazione	22.3%	8.8%	35.3%	40.1%	15.9%	2.63
- Altri consulenti	18.2%	-	6.3%	16.1%	56.0%	3.64

(1) Le mancate quadrature delle somme sono dovute a coloro che non hanno indicato alcuna risposta

(2) Media della scala di valutazione che va da "per niente" (1) a "molto" (4)

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

- (1) Va ricordato che, ai sensi del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana, lo sponsor deve attestare (sulla base di una verifica condotta da una società di revisione) che la società emittente sia dotata di un sistema di controllo di gestione in grado di fornire al *management* le informazioni necessarie per disporre di un quadro completo e tempestivo, e che i dati economici previsionali esibiti nel piano industriale siano stati determinati dopo attenta e approfondita analisi. Viene quindi in qualche modo attribuita allo sponsor anche la responsabilità di una *due diligence* organizzativa, seppur parziale e in modo indiretto, della società emittente.



5.6 Il *trade off* tra costi e benefici del cambiamento organizzativo

E' stato infine chiesto alle imprese di valutare se i costi dei cambiamenti organizzativi realizzati abbiano trovato corrispondenza in altrettanti benefici rispetto all'obiettivo ultimo di creazione di valore. Il cambiamento organizzativo attuato a seguito della quotazione, analizzato nelle sue diverse componenti, è apparso alle imprese impegnativo, ma non eccessivamente. Misurando il livello di impegno richiesto in una scala crescente da 3 a 8, il punteggio medio ottenuto è stato pari a 6,27³⁶.

Tavola 26 - Il livello di impegno richiesto e i benefici del cambiamento organizzativo intrapreso

Livello di impegno richiesto dal cambiamento ⁽¹⁾	% risposte	Costruzione di valore per l'impresa attraverso il cambiamento ⁽²⁾	% risposte
3 = per niente	1.6%	3 = per niente	1.1%
4	1.1%	4	3.8%
5	15.9%	5	8.9%
6	40.6%	6	30.2%
7	31.6%	7	46.8%
8 = molto	9.2%	8 = molto	9.2%
Punteggio medio	6.27	Punteggio medio	6.45

(1) Risposte in scala 3-8 alla domanda: "Nel complesso quanto sono stati impegnativi i cambiamenti che avete dovuto affrontare per adattare la vostra organizzazione alle richieste del mercato azionario?"

(2) Risposte in scala 3-8 alla domanda: "Considerando sia i costi sia i benefici ottenuti, lei ritiene che i cambiamenti abbiano costruito valore per la sua impresa?"

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Tra coloro che hanno ritenuto impegnativi i cambiamenti realizzati, le aree più critiche sono state nell'ordine i sistemi di comunicazione (per il 58,8% degli intervistati è stata l'area che ha richiesto il maggiore impegno o la seconda in ordine di importanza), i sistemi di *governance* (55,8%), i sistemi di controllo di gestione (50,5%) e solo in ultimo i sistemi di pianificazione (31,0%).

Alla base delle difficoltà incontrate si trova prevalentemente la necessità di introdurre una nuova modalità di lavoro, caratterizzata da maggiore trasparenza e strutturazione, e per la quale sono richieste maggiori competenze. Le motivazioni più citate nello spiegare le ragioni delle difficoltà incontrate sono infatti la necessità di un nuovo approccio culturale nei rapporti con l'esterno dell'impresa (citato nel 57,5% dei casi), la gestione di nuove modalità di lavoro (50,2%) e l'adeguamento delle competenze richieste dalla nuova struttura organizzativa (32,4%). Quest'ultimo aspetto appare significativo anche in relazione al fatto che il passaggio da società non quotata a quotata ha richiesto una crescita più qualitativa che quantitativa del personale impiegato. A fronte del 71,4% delle imprese che dichiarano sia stata necessaria una crescita del numero di persone (nel 50,2% dei casi una crescita modesta, nel 21,2% dei casi ingente), ben il 94,8% delle imprese ha

(36) Il tempo mediamente richiesto per il percorso di adeguamento organizzativo è stato pari a 9,6 mesi, anche se con una notevole variabilità del dato: il 19,1% delle imprese ha dichiarato che ha richiesto tra 3 e 5 mesi, il 23,5% tra 6 e 8 mesi, il 19,1% tra 9 e 11 mesi e il 38,3% dodici mesi o più.

segnalato la necessità di una crescita qualitativa delle competenze impiegate (nel 48,7% dei casi modesta, nel 46,2% dei casi ingente). L'irrobustimento delle competenze in seno alla società costituisce dunque uno degli effetti indotti dalla quotazione, fattore da leggersi congiuntamente alla percezione di una maggiore capacità delle imprese quotate di attrarre personale qualificato (paragrafo 4.5)

Tavola 27 - Le principali motivazioni delle difficoltà nella gestione del cambiamento organizzativo ⁽¹⁾

Motivazioni	% risposte
Difficoltà connesse al cambiamento culturale/approccio verso l'esterno ⁽²⁾	57.5%
Difficoltà nella gestione dell'organizzazione di nuove modalità di lavoro ⁽³⁾	50.2%
Necessità di adeguamento delle competenze	32.4%
Difficoltà nella gestione dell'operazione di Ipo ⁽⁴⁾	25.3%
Difficoltà nella gestione della nuova <i>governance</i> interna ⁽⁵⁾	17.1%

(1) Domanda a risposta aperta; erano possibili risposte multiple

(2) Aggrega le risposte: cambiamento della cultura aziendale, accettare un nuovo approccio alla trasparenza, reimpostazione della comunicazione aziendale, nuovo approccio alla creazione di valore

(3) Aggrega le risposte: gestione di una tempistica più rigidamente definita, maggiore attenzione alla pianificazione, maggiore *teamwork* richiesto alla struttura, maggiore affidabilità richiesta alle modalità di lavoro

(4) Aggrega le risposte: complessità di organizzazione dell'operazione di Ipo, relazioni con la comunità finanziaria, adempimenti normativi

(5) Aggrega le risposte: passaggio da azienda familiare a società quotata, diversa *governance* e controllo interno

Elaborazioni Borsa Italiana – R&D

Nel complesso, in ogni caso, le difficoltà affrontate sembrano aver portato vantaggi superiori ai costi sostenuti, se è vero che nella percezione degli intervistati il *trade off* va a favore dei primi (tavola 26). Misurando anche in questo caso in una scala crescente da 3 a 8 il livello di accordo con il fatto che il cambiamento organizzativo abbia costruito valore per l'impresa, una volta considerati i costi sostenuti, il punteggio medio rilevato è stato pari a 6,45, con oltre la metà dei casi nelle classi estreme di accordo positivo (56,6%).

Non a caso, l'81,0% delle imprese che si sono quotate ha giudicato il percorso di cambiamento realizzato consigliabile anche ad altri indipendentemente dalla quotazione (tavola 28). Come già sottolineato, infatti, parte dei cambiamenti effettuati in fase di quotazione sono stati di natura evolutiva, velocizzati dalla quotazione ma comunque considerati necessari (in particolare i sistemi di controllo di gestione e di pianificazione strategica) in funzione del percorso di crescita che l'organizzazione avrebbe comunque dovuto seguire nella ricerca di una maggiore competitività.

Tavola 28 - Il giudizio sul cambiamento organizzativo realizzato

Ritene che un cambiamento simile a quello da voi intrapreso, per un'azienda sia...:	% risposte
Consigliabile	99.0%
- anche indipendentemente dalla quotazione	81.0%
- solo se finalizzato alla quotazione	18.0%
Non consigliabile	1.0%

Elaborazioni Borsa Italiana – R&D



Riquadro 6 - Le specificità dei cambiamenti organizzativi per dimensione, struttura proprietaria e settore di appartenenza

Dall'analisi condotta sembra trasparire che il processo di riorganizzazione si sia configurato come accelerazione di un percorso evolutivo che le imprese avrebbero dovuto comunque intraprendere se avessero voluto crescere, aprire la proprietà a finanziatori esterni, affrontare un ricambio generazionale o più in generale il passaggio da una realtà con un forte ruolo dell'imprenditore verso un modello a maggiore carattere manageriale.

E' parso dunque rilevante verificare eventuali differenze nel grado e nella tipologia di impegno richiesto, segmentando il campione sulla base della dimensione dell'azienda, della struttura proprietaria prima dell'Ipo (imprese familiari e non; imprese *venture backed* e non) e del settore di appartenenza. I risultati hanno essenzialmente natura qualitativa, visto il limitato numero di osservazioni disponibili in ciascun *cluster* dopo la segmentazione.

Per quanto riguarda il grado di impegno testimoniato dalle imprese, si osserva in effetti come questo sia stato maggiore presso le imprese di più piccole dimensioni (score medio pari a 6,42 rispetto al 6,27 del totale), presso le imprese familiari (6,32 rispetto al 6,21 delle non familiari) e presso le imprese appartenenti al settore dei servizi (6,64 contro 5,90). E' risultato invece inferiore dove la compagine azionaria pre quotazione era già aperta a investitori di tipo finanziario (5,98 contro 6,50). Tutto ciò a fronte di una capacità percepita di creare valore pressoché equivalente per tutte le classi considerate e solo leggermente più elevata per le imprese *venture backed* (6,63 rispetto a una media di 6,45). In prima battuta sembra dunque confermata la tesi per cui coloro che già sono cresciuti e/o hanno già aperto il capitale a soci finanziari siano più prossimi agli *standard* richiesti a una società quotata.

L'analisi del grado del cambiamento e del dettaglio dei sistemi da esso interessati permette però di meglio sostanziare questa considerazione. In base alla classe dimensionale, le aree che in termini relativi sembrano aver richiesto più impegno alle piccole imprese sono la comunicazione e la *governance* interna, ovvero quelle a più diretto contatto con il mercato azionario. Rispetto alle altre imprese, quelle di minore dimensione hanno segnalato maggiori difficoltà soprattutto nella necessità di disporre di una comunicazione aziendale capace di dialogare in modo efficace con l'esterno, nel gestire modalità di lavoro con una tempistica rigidamente definita e con elevata affidabilità, nell'adeguare le competenze del personale. Va inoltre rilevato come il grado di penetrazione *ex post* dei vari sistemi appaia, seppur elevato, comunque inferiore presso le imprese di minore dimensione in pressoché tutte le aree. Ciò segnala come i processi di adeguamento abbiano ancora dei margini di miglioramento e conferma la maggiore difficoltà della loro attuazione presso questa categoria di imprese.

In base alle segmentazioni che considerano la struttura proprietaria pre Ipo, si osserva come le imprese familiari pongano l'enfasi della difficoltà del cambiamento soprattutto sulla *governance* e sull'implementazione di strumenti di pianificazione strategica. Questa evidenza sembra compatibile con la considerazione per cui in presenza di una famiglia in possesso del controllo effettivo, nell'azienda debba essere fatto un maggiore sforzo per implementare regole di tutela degli azionisti di minoranza e, sul fronte gestionale, per condividere le strategie e i processi decisionali con soggetti esterni al nucleo familiare. I sistemi di *governance* delle imprese familiari restano comunque relati-

vamente meno sofisticati anche dopo l'Ipo.

La presenza di un *venture capitalist* nella fase pre Ipo sembra invece rendere meno gravoso l'adattamento dei sistemi di comunicazione e di pianificazione strategica, probabilmente per una già maturata abitudine a dialogare con investitori finanziari. In termini di penetrazione dei vari tools dei sistemi organizzativi, non si rilevano post Ipo particolari differenze tra imprese *venture backed* e non, fatta eccezione per la funzione di comunicazione aziendale. In generale, le imprese *venture backed* hanno dichiarato che la presenza di questi soggetti nella compagine azionaria ha in qualche modo reso meno complessa o facilitato la fase riorganizzativa. Il 75,7% delle imprese ha espresso un grado di accordo tra 6 e 8, in una scala da 3 (per nulla) a 8 (molto), con una media di 6,09.

Infine, anche il dettaglio per macrosettori evidenzia alcune specificità. Mentre per le imprese di servizi il maggiore sforzo è stato concentrato nei sistemi di *governance*, seguiti dalla pianificazione strategica, le imprese industriali hanno con maggior frequenza sottolineato difficoltà riguardanti il controllo di gestione e la comunicazione. Se si considerano i livelli di adozione dei vari sistemi, si osserva in generale una maggiore penetrazione degli stessi presso le imprese del settore dei servizi.

Difficoltà del cambiamento e creazione di valore

	Livello di impegno generale ⁽¹⁾	Grado di impegno richiesto dai sistemi di ⁽²⁾ :			Creazione di valore ⁽³⁾	
		Pianificazione strategica	Controllo di gestione	Comuni- Governance cazione		
Tutte le imprese	6.27	26.2%	22.7%	26.3%	22.8%	6.45
Dimensione (capitalizzazione al momento dell' Ipo)						
- Piccole (< 100 ML euro)	6.42	15.6%	16.3%	28.9%	32.9%	6.46
- Medie (100-300 ML euro)	6.16	30.1%	24.5%	28.1%	17.3%	6.45
- Grandi (> 300 ML euro)	6.26	32.1%	26.6%	22.3%	19.0%	6.45
Struttura proprietaria						
- Imprese familiari	6.32	30.3%	21.1%	15.4%	33.3%	6.39
- Imprese non familiari	6.21	20.2%	25.0%	33.3%	15.9%	6.55
- Con azionisti finanziari	5.98	16.6%	28.7%	22.7%	26.8%	6.55
di cui: VC backed	5.93	16.3%	31.4%	16.4%	29.6%	6.63
- Senza azionisti finanziari	6.50	31.0%	19.3%	23.3%	26.4%	6.40
Settore di appartenenza						
- Industria	5.98	22.1%	32.5%	31.1%	10.5%	6.43
- Servizi	6.64	30.6%	12.3%	21.2%	35.9%	6.48

(1) Punteggio medio in una scala da 3 (per niente impegnativo) a 8 (molto impegnativo)

(2) Percentuale di coloro che hanno segnalato l'area indicata in colonna come quella che ha richiesto il maggiore impegno nella fase di riorganizzazione, tra coloro che hanno ritenuto questo processo impegnativo (hanno risposto da 6 a 8 alla domanda di cui al punto 1). La mancata quadratura a 100 è dovuta a un'impresa che ha risposto "non so"

(3) Punteggio medio in una scala da 3 (per niente) a 8 (molto)

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D



6. Conclusioni

La quotazione in Borsa è un momento rilevante nel ciclo di vita di un'impresa, dal punto di vista dell'evoluzione dei comportamenti finanziari e degli effetti che produce sull'organizzazione aziendale. Questa affermazione trova supporto nei comportamenti delle 127 *small & mid caps* non finanziarie che si sono quotate sul mercato azionario italiano nel periodo 1995-2002.

L'insieme di indicatori osservati evidenzia il sussistere di una positiva relazione tra quotazione e crescita aziendale. Le imprese che raggiungono il mercato azionario sono caratterizzate da elevati tassi di sviluppo che la quotazione aiuta a mantenere nel tempo. I risultati delle stime econometriche mostrano che, nel periodo successivo alla quotazione, esse registrano un progressivo e consistente aumento dei livelli di fatturato, mantenendo il trend positivo di evoluzione del periodo pre Ipo, benchè su tassi di crescita leggermente inferiori (22% pre Ipo e 18% post Ipo). In corrispondenza dell'accesso al mercato azionario le imprese effettuano significativi investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali. Il tasso di investimento, il cui dato medio nel periodo pre Ipo è pari al 15% circa, supera il 23% in ciascuno dei tre anni successivi. Il maggior tasso di investimento riguarda la realizzazione di nuovi impianti ma soprattutto la scelta di crescere per linee esterne. Mediamente le società che hanno effettuato acquisizioni (70,8%), ne hanno realizzate 4 successivamente alla quotazione. Le risorse acquisite in sede di Ipo sono principalmente destinate all'attività di M&A, per un totale del 36,7%. Il 17,8% di esse è utilizzato per investimenti in nuovi impianti, effettuati dal 53,3% delle imprese intervistate.

Si tratta di un'evidenza empirica che segnala un interessante cambiamento rispetto ai comportamenti delle imprese italiane indipendenti quotate nel periodo 1982-1992, per le quali non si riscontravano politiche attive di incremento degli investimenti post Ipo, quanto piuttosto l'utilizzo della quotazione come strumento di riduzione del livello di indebitamento. Le imprese quotate dal 1995 in poi mostrano uno scenario con prevalenza di società già affermate, che grazie alla quotazione riescono a mantenersi su un sentiero positivo di crescita. Tra le imprese intervistate 4 su 5 hanno dichiarato che in assenza della quotazione il tasso di sviluppo dell'azienda sarebbe stato inferiore. Tutte le imprese hanno dichiarato che le nuove risorse acquisite attraverso il mercato hanno permesso di attuare almeno un progetto di sviluppo e il 43,8% che senza la quotazione tali progetti non sarebbero stati intrapresi e realizzati.

Come in tutte le verifiche empiriche riguardanti realtà estere, anche in Italia si osservano performance operative che, pur rimanendo su livelli elevati, sono in flessione dopo la quotazione. Il Roi, pari in media al 18,7% prima della quotazione, si riduce nei tre anni successivi rispettivamente del 7,5%, del 9% e dell'8,5%. Il Roa flette tra il 2,6% e il 4,2% rispetto a un livello medio pre Ipo del 10,1%. Analoghe riduzioni si registrano per gli indicatori di marginalità. Sebbene i dati quantitativi sembrano supportare le ipotesi classicamente associate a questo fenomeno (esistenza di asimmetrie informative tra *management* e proprietà e comportamenti opportunistici da parte delle imprese), il *pattern* di crescita e di investimenti successivo alla quotazione lascia ampio spazio per ipotizzare che questo andamento sia legato anche a motivazioni di natura più classica-

mente industriale, collegate al ciclo di vita degli investimenti e alla gestione delle acquisizioni realizzate dopo l'Ipo.

Sono importanti gli effetti della quotazione anche su altri indicatori di bilancio. In particolare, si assiste a una netta riduzione del *leverage* e a un incremento dell'incidenza del finanziamento con *equity* nell'anno di quotazione. Il ricorso al finanziamento con capitale di rischio non diviene però un comportamento sistematico da parte delle imprese una volta quotate e il livello di indebitamento tende a tornare progressivamente alla situazione pre quotazione. L'accesso al mercato azionario ha quindi consentito di attivare un effetto volano che ha favorito la relazione con il canale bancario, come capacità sia di aprire nuove linee di affidamento (questo effetto della quotazione è considerato importante dal 68,9% delle imprese intervistate) sia di ottenere migliori condizioni di finanziamento (importante per il 55,7%). Dal punto di vista fiscale, gli incentivi alla quotazione presenti nel periodo di indagine (la Legge Tremonti e la Super DIT) e la struttura stessa dei meccanismi di fiscalità in vigore dal 1998 al 2001 (la DIT), sembrano aver permesso di ridurre in modo consistente il peso delle imposte.

La quotazione è un momento rilevante anche dal punto di vista degli assetti organizzativi dell'impresa. L'apertura al mercato, anche in strutture di controllo che hanno già visto l'ingresso di operatori finanziari, richiede di relazionarsi con nuove famiglie di *stakeholders* (analisti, investitori istituzionali, azionariato diffuso, stampa finanziaria etc.) e di creare con essi relazioni trasparenti finalizzate alla creazione di consenso. La finalità di sostenere queste esigenze relazionali ha dato luogo a significativi cambiamenti nei sistemi organizzativi e di *governance*. Seppure indotti in primis dalla necessità di dialogare con il mercato (i principali obiettivi perseguiti sono stati associati alla necessità di comunicare in modo efficiente verso l'esterno e di creare un'immagine trasparente), essi sembrano aver acquisito una valenza autonoma, imprimendo una rapida accelerazione del processo di evoluzione interna attraverso un miglior controllo delle performance e un maggiore coordinamento della struttura.

Gli interventi sui sistemi organizzativi sono stati ampi. Il 91,9% delle imprese intervistate ha dichiarato di aver apportato qualche modifica alla propria organizzazione nel periodo immediatamente precedente l'Ipo. La totalità lo ha fatto successivamente. La pervasività del cambiamento e la sua intensità sono però state diverse in relazione alle varie componenti del *management system* aziendale.

Relativamente al controllo di gestione e ai sistemi di pianificazione strategica (su cui sono intervenute rispettivamente l'85,2% e l'84,7% delle imprese), si è trattato nella maggior parte di interventi di natura incrementale. Benché tali mutamenti non siano sempre direttamente ascrivibili alla necessità di gestire il nuovo status di società quotata, è opinione di oltre il 77,0% delle imprese che la quotazione abbia agito come "acceleratore" di un cambiamento che si sarebbe prodotto in tempi più dilatati, ma che era considerato necessario. Gli intervistati ritengono che i cambiamenti avvenuti abbiano incrementato le performance dei sistemi in relazione agli obiettivi a essi associati. Dopo l'Ipo, esse sembrano meglio in grado di svolgere la loro funzione di permettere di pianificare le strategie aziendali, di definire gli obiettivi finanziari, di controllare le performance, di reagire tempestivamente al cambiamento, e come primo elemento, di sostenere le esigenze



della comunicazione finanziaria.

Il sistema di comunicazione esterna è in effetti il più interessato dal processo di riorganizzazione, in forza della crescente richiesta di trasparenza e tempestività informativa che fa seguito all'apertura del capitale al mercato. Tutte le imprese intervistate hanno dichiarato di aver modificato i loro sistemi di comunicazione, con tassi elevati di introduzione ex novo di sistemi formali di comunicazione di informazioni *price sensitive* (85,7%) o di figure organizzative preposte alle relazioni con gli investitori (98,9%). Questi cambiamenti hanno prodotto pienamente i loro benefici rispetto all'obiettivo di migliorare la comunicazione esterna. Sembrano invece essere stati posti in secondo piano gli interventi finalizzati a una più efficiente condivisione dei flussi informativi all'interno della società.

Il sistema di *governance* e controllo interno è stato ovviamente interessato dalla riorganizzazione, in forza degli obblighi regolamentari imposti dalla quotazione ad alcune tipologie di società emittenti. Il 90,6% delle imprese ha dichiarato di aver costituito un Comitato di Controllo Interno e il 93,3% di aver inserito figure indipendenti nel proprio Consiglio di Amministrazione. Il maggior effetto riconosciuto a questi cambiamenti ha riguardato l'incremento della fiducia dei soggetti esterni sulla trasparenza della società. In seconda battuta ha consentito di ottenere contributi indipendenti nella discussione delle strategie aziendali e un maggiore controllo dei rischi operativi.

Infine, in più della metà dei casi (65% circa), le imprese hanno dichiarato che i sistemi di comunicazione e di *governance*, a differenza del controllo di gestione e della pianificazione strategica, non sarebbero stati modificati in assenza della quotazione. Questo ambito di cambiamento assume quindi un carattere di rottura rispetto all'evoluzione pianificata dall'impresa in assenza di essa.

Il lavoro traccia dunque un quadro in cui la quotazione, per le implicazioni finanziarie e organizzative che comporta, costituisce uno strumento a supporto della crescita aziendale, anche in situazioni di società mature operanti in settori tradizionali. In tal senso non ha agito rappresentando un *break* strutturale nelle performance dell'impresa, quanto piuttosto come sostegno al processo di evoluzione già in atto, laddove si sia scelto di intraprendere la via della crescita dimensionale e di aprirsi a una migliore relazione con l'esterno. Il positivo contributo che viene apportato dalla quotazione, anche per effetto dei cambiamenti che induce nelle modalità organizzative, è stato percepito in modo positivo dalle imprese. Circa l'80% ritiene che i cambiamenti apportati dalla quotazione abbiano (direttamente o indirettamente) costituito valore. Questo elemento, spesso sottovalutato nella discussione sulle implicazioni della quotazione, rappresenta probabilmente il più importante beneficio di medio-lungo termine che le imprese possono trarne.

I risultati del lavoro costituiscono implicitamente anche una risposta ad alcuni timori sollevati in una precedente indagine dalle società non ancora quotate (Franzosi e Pellizzoni, 2003), in relazione alla complessità e onerosità del processo riorganizzativo richiesto alle imprese dal mercato azionario. Il messaggio che scaturisce è indubbiamente quello di un momento impegnativo e di ripensamento della struttura aziendale. Non si tratta però di un investimento fine a sé stesso in quanto i benefici in termini di efficienza manageriale ottenuta ripagano pienamente i costi sostenuti.

Nonostante i risultati positivi e la chiara evoluzione rispetto alla situazione del



decennio precedente al periodo di riferimento dell'indagine, va rilevato come vi siano ampi spazi per utilizzare in modo più pieno e consapevole le potenzialità offerte alle imprese dal mercato azionario. Non si è consolidata la prassi di un ricorso sistematico al mercato dopo l'Ipo, che sarebbe la modalità con cui sfruttare gli effetti positivi sul costo del capitale assicurati dal rapporto fiduciario instaurato con il mercato grazie a comportamenti trasparenti e orientati alla creazione di valore. I cambiamenti organizzativi richiesti dalla quotazione, seppure notevoli, hanno assunto una forte (forse eccessiva) valenza legata alla gestione della comunicazione con l'esterno, direzione nella quale sembrano in grado di produrre i massimi benefici. La quotazione potrebbe essere utilizzata in modo più esteso per contribuire al più ampio al processo di ottimizzazione dei processi decisionali e, in seconda battuta, per ottenere maggior consenso e fidelizzazione dei dipendenti, valorizzandone le implicazioni per i meccanismi interni di funzionamento delle imprese.



Appendice metodologica

A1. Indicatori di bilancio

Ai fini delle statistiche descrittive e delle analisi di regressione riguardanti gli indicatori di bilancio aziendale (paragrafi 3 e 4), sono stati utilizzati i contenuti dell'Archivio Elettronico della Centrale dei Bilanci. Si è fatto riferimento ai dati di bilancio consolidato, ove esistenti; solo in assenza del bilancio consolidato nell'Archivio Elettronico della Centrale dei Bilanci, sono stati utilizzati i dati relativi al bilancio civilistico. I tassi di crescita sono comunque stati calcolati mantenendo omogeneità tra le tipologie di bilancio confrontate.

Dal punto di vista temporale, per il calcolo degli indicatori pre quotazione di conto economico e le relative regressioni (escluso il *fiscal wedge*) è stato definito ultimo bilancio pre quotazione:

- il bilancio il cui esercizio include la data di inizio negoziazioni, se questo è chiuso entro sei mesi da tale data, nell'ipotesi che in questo caso non sarebbe intercorso un periodo sufficientemente significativo tra data di inizio negoziazioni e data di chiusura dell'esercizio perché nei dati di conto economico potessero essere registrati gli effetti dovuti alla quotazione;
- l'ultimo bilancio con data di chiusura antecedente quella di inizio negoziazioni, in caso contrario.

Relativamente agli indicatori che includono variabili di stato patrimoniale e per il *fiscal wedge* è stato invece sempre definito ultimo anno pre quotazione l'ultimo bilancio annuale con data di chiusura antecedente a quella di inizio negoziazioni. Gli effetti della quotazione (in caso di parziale offerta con azioni provenienti da aumento di capitale) sono infatti già evidenti nei dati di stato patrimoniale già del primo bilancio pubblicato dopo la quotazione stessa. Ciò vale anche per le aliquote fiscali, nel caso di esistenza di agevolazioni per le società quotate.

Le statistiche descrittive (paragrafo 3) si riferiscono all'Universo di riferimento, costituito dalle 127 società non finanziarie, *mid & small caps*, quotate sui mercati italiani tra il 1995 e il 2002. Non rientrano però nelle descrittive all'ultimo anno pre quotazione, per indisponibilità di dati o non significatività:

- per gli indicatori di conto economico 5 società: Acotel Group, Fastweb (ex E.Biscom), Finmatica, Gildemeister Italia e I Grandi Viaggi;
- per gli indicatori di stato patrimoniale 18 società: Acotel Group, Amga - Azienda Mediterranea Gas e Acqua, Caltagirone Editore, Datamat, Dmail, Fastweb (ex E.Biscom), Retelit (ex E.Planet), Eutelia (ex Freedomland/Nts Network Systems), Fiera Milano, Filatura di Pollone, Gandalf, Gildemeister, Interpump, IT Holding, IT Way, Opengate, Reply e Buongiorno Vitaminic (ex Vitaminic).

La Popolazione di riferimento per l'analisi econometrica (paragrafo 4) degli effetti sugli indicatori di bilancio è invece costituita da 104 società; vengono infatti escluse dalle 127 imprese dell'Universo di riferimento 23 società per le quali non si dispone di un numero sufficiente di dati post Ipo (le quotate dopo il 2000). Come per le analisi descrittive, non rientrano inoltre nelle regressioni per indisponibilità o non significatività dei dati pre quotazione:

- per gli indicatori di conto economico 3 società: Acotel Group, Fastweb (ex E.Biscom) e Gildemeister;
- per gli indicatori di stato patrimoniale 16 società: Acotel Group, Amga - Azienda Mediterranea Gas e Acqua, Caltagirone Editore, Datamat, Dmail, Fastweb (ex E.Biscom), Retelit (ex E.Planet), Eutelia (ex Freedomland/Nts Network Systems), Filatura di Pollone, Gandalf, Gildemeister, Interpump, IT Holding, Opengate, Reply e Buongiorno Vitaminic (ex Vitaminic).

Per cogliere correttamente gli effetti della quotazione, per Aisoftw@re e Algol già quotate all'Easdaq al momento dell'ammissione in Italia si è considerata come data di Ipo quella dell'inizio negoziazioni all'Easdaq (rispettivamente il 23.11.1999 e il 20.11.1997).

Nella tavola A1 sono riportate le definizioni degli indicatori di bilancio utilizzati.

Tavola A1 - Definizione degli indicatori utilizzati nelle statistiche descrittive e nelle regressioni per il confronto tra periodo pre e post quotazione

Indicatore	Definizione
Assets	Totale attivo
Tasso di investimento	Capex (investimenti netti in immobilizzazioni materiali e immateriali) / Attivo immobilizzato
ROI	Ebit (margine operativo netto) / Capitale investito
ROA	Ebit (margine operativo netto) / Totale attivo
Margine sui ricavi	Ebitda (margine operativo lordo) / Ricavi netti
Turnover operativo	Ricavi netti / Totale attivo
Patrimonializzazione	Patrimonio netto / Attivo immobilizzato
Leverage	(Debiti finanziari - liquidità) / Patrimonio netto
Equity financing	Aumenti netti di capitale nell'esercizio / (Patrimonio netto + Totale debiti)
Debt financing	Variazione debiti finanziari netti nell'esercizio / (Patrimonio netto + Totale debiti)
Costo medio del debito	Oneri finanziari / Media debiti finanziari nell'esercizio
Interest coverage	Ebitda (margine operativo lordo) / Oneri finanziari
Fiscal wedge	Imposte nette di competenza dell'esercizio / Utile ante-imposte

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

A2. Survey: modalità di indagine e di campionamento

La fase di indagine diretta presso le imprese è avvenuta attraverso interviste personali tra gennaio e giugno 2004. La Popolazione di riferimento è rappresentata da 124 società quotate tra il 1995 e il 2002. Dall'Universo di riferimento (127 società) sono state escluse 3 imprese poiché revocate da lungo tempo al momento dell'intervista (si tratta di



Zucchini nel 1999, Deroma e Castelgarden nel 2000). L'indagine è stata svolta attraverso un'intervista diretta con questionario semi-strutturato, cui hanno risposto 77 imprese (con un tasso di risposta del 62,1%), 75 delle quali ancora quotate a fine giugno 2004³⁷. Per 68 di queste (le quotate tra il 1995 e il 2000) si dispone anche dell'analisi quantitativa sui dati di bilancio.

Il campione di 77 imprese ottenuto è risultato rappresentativo della Popolazione sulla base del mercato di ammissione a quotazione, dell'area geografica, del settore di attività e della dimensione aziendale (misurata dalla classe di capitalizzazione all'Ipo). E' risultato invece sottorappresentato il gruppo delle società revocate. Al fine di ovviare a questo disallineamento statistico, si è optato per presentare i risultati del questionario opportunamente pesati affinché siano rappresentativi della Popolazione anche in base allo status della società (ancora quotata/delistata), oltre che alle altre variabili precedentemente citate.

La tavola A2 descrive le caratteristiche della Popolazione di riferimento (colonna "Popolazione") e la confronta con quella del campione effettivamente intervistato (colonna "Campione non pesato"). La colonna "Campione pesato" riporta dunque la composizione del campione una volta effettuata la pesatura delle risposte: la contenuta discrepanza rispetto ai dati relativi all'intera Popolazione sottolinea il buon livello di efficienza della procedura di pesatura utilizzata.

Le interviste, affidate a un nucleo specializzato di intervistatori professionali, sono state effettuate di persona o, in un numero limitato di casi, per via telefonica (previo invio del questionario in visione) in funzione delle esigenze e della disponibilità dell'intervistato stesso. Ad alcune aziende è stata data la possibilità di autocompilare il questionario e in caso di compilazioni imprecise o parziali le aziende sono state ricontattate telefonicamente per il completamento dell'intervista. L'intervistato è stato un responsabile di alto livello: Presidente (6,3%), Amministratore Delegato (14,2%), Direttore Generale (3,8%), Direttore Finanziario (45,0%), *Investor Relator* (25,1%) o un altro Responsabile dello sviluppo aziendale (9,5%). La realizzazione delle interviste è stata affidata a Eurisko Spa.

(37) Lavorando con un universo di riferimento finito, l'errore teorico massimo per un campione di 77 casi, con un livello di affidabilità del 95%, è pari al 7%.

Tavola A2 - Caratteristiche anagrafiche delle imprese oggetto dell'indagine

	Popolazione (124 imprese)	Campione pesato (77 imprese)	Campione non pesato (77 imprese)
Status ⁽¹⁾			
- Quotate	90.3%	89.6%	97.4%
- Revocate (al 30.6.2004)	9.7%	10.4%	2.6%
Area geografica ⁽¹⁾			
- Nord Ovest	47.6%	48.0%	57.1%
- Nord Est	27.4%	27.3%	19.5%
- Centro, Sud e Isole	25.0%	24.7%	23.4%
Settore ^{(1) (2)}			
- Industria	56.5%	55.8%	54.5%
- Servizi escluse banche e assicurazioni	43.5%	44.2%	45.5%
Mercato di quotazione ⁽¹⁾			
- Borsa e Mercato Expandi	66.9%	66.3%	62.3%
- Nuovo Mercato	33.1%	33.7%	37.7%
Capitalizzazione al primo giorno di quotazione ⁽¹⁾			
- Fino a 100 ML euro	29.8%	29.9%	29.9%
- Tra 100 e 300 ML euro	37.1%	36.4%	36.4%
- Oltre 300 ML euro	33.1%	33.8%	33.8%
Aziende a conduzione familiare prima dell'Ipo			
- Sì	....	58.1%	37.7%
- No	....	41.9%	62.3%
Aziende con investitori finanziari al momento dell'Ipo			
- <i>Venture capitalists</i> , società di <i>private equity</i> , fondi chiusi	....	36.7%	35.6%
- Banche	....	6.9%	7.9%
- Nessuno	....	56.4%	56.5%
Anno di quotazione			
- 1995/1996	13.7%	25.3%	16.9%
- 1997/1998	17.7%	13.8%	18.2%
- 1999/2000	50.0%	49.2%	53.2%
- 2001/2002	18.6%	9.7%	11.7%

(1) Variabile utilizzata per la ripesatura del campione

(2) La classificazione è basata sul settore Istat di appartenenza. L'industria include i codici da A ad F; i servizi da G a Q

Elaborazioni Borsa Italiana – R&D



Bibliografia

Antoldi, F., A. Cifalinò e C. Devecchi (2002), “La quotazione delle imprese: cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali”, McGraw-Hill, Milano

Bach - Commissione Europea (2004), “Bank for the Accounts of Companies Harmonised”, <http://europa.eu.int>

Baltagi, B.H. (2000), “Econometric Analysis of Panel Data”, John Wiley & Sons

Banca d'Italia (2004), “Lo sviluppo del mercato obbligazionario *corporate* per le imprese italiane”, mimeo

Bertola, G. e R. J. Caballero (1994), “Irreversibility and Aggregate Investment”, *Review of Economic Studies*, Vol. 61, n. 2, pp. 223-246

Borsa Italiana (2003), “Guida al sistema di controllo di gestione”, www.borsaitaliana.it

Borsa Italiana (2004), “Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.” e “Regolamento del Nuovo Mercato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.”, www.borsaitaliana.it

Cai, J. e C.J. Wei (1997), “The investment and operating performance of Japanese initial public offerings”, *Pacific-Basin Finance Journal*, n. 5, pp. 389-417

Comitato per la *corporate governance* delle società quotate (2002), “Codice di autodisciplina delle società quotate”, www.borsaitaliana.it.

Commissione Europea (2004), “Towards a European research area. Science, technology and innovation”, <http://europa.eu.int>

Conti, V. e F. Varetto (2003), “Il modello italiano della finanza d'impresa”, in Garonna, P. e G. M. Gros Pietro (a cura di), “Il modello italiano di competitività”, IlSole24Ore, Milano

Cowling, M., K. Kutsuna e H. Okamura (2002), “Ownership structure pre and post Ipos and the operating performance of Jasdac companies”, *Pacific-Basin Finance Journal*, n. 10, pp. 163-181

Dalle Vedove, F., G. Giudici e P. Randone (2005), “The evolution of Initial Public Offerings of shares in Italy”, *BITNotes* n. 14, www.borsaitaliana.it, *forthcoming*

- Ernst & Young (2003), “Ipo: a route to growth? Class tracking 1998-2002”, www.ey.com
- Eversheds e London Stock Exchange (2003), “Going Public 2: a survey of recently floated companies”, www.londonstockexchange.com
- Ferrari, G. (1992), “Il giudizio sulla quotazione di un gruppo di matricole” in Massari M., “Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia”, *IlSole24Ore Libri*, Milano
- Franzosi, A. e E. Pellizzoni (2003) “La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane”, *BITNotes* n. 7, www.borsaitaliana.it
- 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
- Greene, W. H. (2003), “Econometric Analysis”, Prentice Hall
- Gros Pietro, G. M. (2004), “Il sistema industriale italiano a un bivio”, in Garonna, P. e G. M. Gros Pietro. (a cura di) “Il Modello italiano di competitività”, *IlSole24Ore*, Milano
- Hogholm, K. e K. Rydqvist (1995), “Going public in the 1980s. Evidence from Sweden”, *European financial management*, Vol. 1, n. 3, pp. 287-315
- Jain, A. e O. Kini (1994), “The post issue operating performance of Ipo firms”, *Journal of Finance*, Vol. 49, n. 5, pp. 1699-1726
- Jain, A. e O. Kini (1995), “Venture capitalist participation and the post issue operating performance of Ipo firms”, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 16, n. 6, pp. 593-606
- Jensen, M. e W. Meckling (1976), “Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure”, *Journal of financial economics*, n. 3, pp. 305-360
- Khurshed, A., S. Paleari e S. Vismara (2003), “The operating performance of Initial Public Offerings: the UK experience”, *16th Australasian Finance Conference*, Sydney, 17-19 Dicembre
- Kim, K. A., P. Kitsabunnarat e J. R. Nofsinger (2004), “Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, n. 3, pp. 355-381
- La Porta, R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1997), “Legal determinants of external finance”, *Journal of Finance*, Vol. 52, n. 3, pp. 1131-1150



Marchisio, G. e D. Ravasi (2001), "Family firms and the decision to go public; a study of Italian IPOs", mimeo, Università Bocconi, Milano

Matsuda, S., P. Vanderwerf e P. Scarbrough (1994), "A comparison of Japanese and U.S. firms completing Initial Public Offering", *Journal of business venturing*, n. 9, pp. 205-222

Mediobanca (2004), "Dati cumulativi di 1945 società italiane", Milano, www.mbres.it

Mikkelson, W., M. Partch e K. Shah (1997), "Ownership and operating performance of companies that go public", *Financial Economics*, n. 44, pp. 281-307

Nardozi, G. (2003), "Miracolo e declino", Laterza, Roma

OECD (1999), "Principles of corporate governance", Parigi

Pagano, M., F. Panetta e L. Zingales (1998), "Why do companies go public? An empirical analysis", *Journal of Finance*, Vol. 53, n. 1, pp. 27-64

Pellizzoni, E. (2002), "Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa", *BItNotes* n. 6, www.borsaitaliana.it

Staderini, A. (2001), "Tax reforms to influence corporate financial policy: the case of the Italian business tax reform of 1997-98", *Temi di discussione* n. 423, www.bancaditalia.it

Traù, F. (a cura di) (2005), "Crescere. Materiali di riflessione sullo sviluppo delle imprese italiane", www.confindustria.it

Unicredit Banca d'Impresa (2004), "L'indagine di Unicredit Banca d'Impresa sulla *corporate governance*: i principali risultati", in "Scenari Economici II/2004", Milano, www.unicreditimpresa.it



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)
- N. 7 La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane
Alessandra Franzosi - Enrico Pellizzoni (febbraio 2003)
- N. 8 *Are euro area small caps an asset class? Evidence from mean-variance spanning tests*
Giovanni Petrella (May 2003)
- N. 9 Il settore legno-arredamento in Italia: evoluzione e rapporto con il mercato azionario
Alessandra Franzosi - Luca Negro - Enrico Pellizzoni (luglio 2003)
- N. 10 Tassazione e sviluppo del mercato dell'*equity* per le Pmi. Ruolo e disegno delle agevolazioni fiscali
Luca Gandullia (febbraio 2004)
- N. 11 Profili e comportamenti dei traders online. Primo rapporto sul mercato italiano
Alessandra Franzosi - Enrico Pellizzoni (maggio 2004)
- N. 12 Investitori *retail* e Borsa. Secondo rapporto sullo *shareholding* in Italia
Alessandra Franzosi - Emanuele Grasso - Enrico Pellizzoni (novembre 2004)
- N. 13 Gli effetti della quotazione. Evidenza dalle *mid & small caps* italiane
Alessandra Franzosi - Enrico Pellizzoni (giugno 2005)
-

I numeri della collana BItNotes sono liberamente scaricabili dal sito di Borsa Italiana, all'indirizzo Internet:
www.borsaitaliana.it/it/mercati/homepage/pubblicazioni/bitnotes



BORSA ITALIANA

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

www.borsaitaliana.it