

Perché le imprese italiane si quotano (e perché no)



di Stefano Caselli, Carlo Chiarella, Stefano Gatti e Gimede Gigante*

Il tessuto industriale e imprenditoriale italiano si contraddistingue per la prevalenza di aziende di piccole dimensioni, che dipendono quasi esclusivamente dal credito bancario. La chiave per la crescita risiede anche nell'accesso a forme complementari di finanziamento.

Un mercato dei capitali ben sviluppato ed efficiente è un pilastro fondamentale per la crescita economica di un Paese. Esso consente alle imprese la raccolta dei fondi necessari per gli investimenti, riduce le asimmetrie informative tra gli investitori ed esercita una funzione di controllo sul management, mitigandone i conflitti di interesse con gli azionisti. Non sorprende, perciò, che numerosi studi abbiano dimostrato un forte legame tra finanza e crescita. Una recente analisi realizzata dalla CONSOB evidenzia come le imprese italiane che sono quotate in Borsa

* **Stefano Caselli** è Prorettore agli Affari Internazionali e Professore di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università Bocconi. **Carlo Chiarella** è Assistant Professor of Finance presso il Colegio Universitario de Estudios Financieros. **Stefano Gatti** è Antin IP Professor of Infrastructure Finance presso l'Università Bocconi. **Gimede Gigante** è Lecturer presso il Dipartimento di Finanza dell'Università Bocconi.

I risultati dell'articolo sono tratti da una versione estesa del position paper *Why Do Italian Companies Go Public? An Empirical Analysis for the Period 2006-2016*, presentato presso l'Università Bocconi il 14 febbraio 2018. Gli autori ringraziano il dottor Andrea Locatelli per la collaborazione, le imprese che hanno partecipato alle interviste per la disponibilità a fare parte del focus group d'analisi e il partner Equita per il generoso supporto finanziario.



TABELLA 1 | NUMERO E CAPITALIZZAZIONE DELLE IMPRESE QUOTATE IN ALCUNE ECONOMIE AVANZATE

(A) NUMERO DI IMPRESE QUOTATE										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Italia	301	294	291	290	311	303	285	290	307	307
Spagna	249	216	202	205	210	207	202	207	218	236
Francia	707	673	652	617	586	562	500	495	490	485
Germania	761	742	704	690	670	665	639	595	555	531
Regno Unito	2588	2415	2179	2105	1987	1879	1857	1858	1856	1804
Stati Uniti	5109	4666	4401	4279	4171	4102	4180	4369	4381	4331

(B) CAPITALIZZAZIONE IN % AL PIL DELLE IMPRESE QUOTATE										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Italia	48,7%	21,8%	30,0%	25,2%	18,9%	23,2%	28,9%	27,3%	32,7%	27,6%
Spagna	121,7%	58,0%	95,7%	81,8%	69,3%	74,5%	81,9%	72,2%	65,9%	57,2%
Francia	102,9%	50,4%	72,2%	72,2%	54,3%	67,4%	81,9%	73,2%	85,8%	87,5%
Germania	61,2%	29,6%	37,8%	41,8%	31,5%	41,9%	51,6%	44,8%	51,0%	49,5%
Regno Unito	125,6%	64,9%	116,8%	80,1%	71,6%	71,7%	88,9%	84,7%	84,9%	83,5%
Stati Uniti	137,6%	78,7%	104,6%	115,5%	100,8%	115,6%	143,9%	151,4%	138,9%	147,3%

Fonte: World Bank; MBRES, Indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati.

TABELLA 2 | FONTI PREFERITE DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE IN ALCUNE ECONOMIE AVANZATE

(A) RAPPORTO DEBT/EQUITY										
Fonte: International Monetary Fund.										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Italia	69,5%	86,4%	85,0%	130,1%	146,1%	138,9%	123,8%	127,8%	119,0%	115,7%
Spagna	119,9%	123,5%	119,5%	121,1%	120,5%	116,1%	113,1%	107,5%	104,7%	101,8%
Francia	-	82,3%	79,2%	73,8%	79,9%	85,9%	79,3%	86,0%	89,4%	90,3%
Germania	85,9%	121,3%	110,9%	94,2%	104,3%	93,2%	84,9%	82,7%	80,8%	81,9%
Regno Unito	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stati Uniti	54,2%	60,9%	67,1%	62,2%	61,8%	62,6%	58,2%	58,9%	57,5%	54,6%

(B) CREDITO BANCARIO ALLE IMPRESE NON-FINANZIARIE (IN % AL PIL)										
Fonte: Bank of International Settlements.										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Italia	79,7%	82,2%	85,8%	91,3%	92,5%	91,7%	88,5%	86,7%	86,1%	83,9%
Spagna	160,7%	164,8%	166,4%	164,5%	159,2%	148,0%	135,8%	124,7%	114,9%	107,6%
Francia	84,2%	88,1%	90,7%	91,5%	93,1%	93,0%	92,7%	91,1%	92,6%	94,6%
Germania	87,7%	87,9%	89,9%	85,9%	82,9%	81,8%	80,1%	77,6%	76,6%	76,3%
Regno Unito	101,1%	99,0%	105,9%	107,2%	101,4%	97,6%	93,5%	90,0%	89,7%	91,0%
Stati Uniti	56,6%	57,4%	52,9%	51,5%	49,3%	48,9%	48,4%	49,3%	51,0%	52,3%

Italiana ottengano maggiori utili, crescano a un ritmo superiore e investano di più rispetto alle imprese non quotate loro comparabili (1). Sembrerebbe dunque che non quotarsi possa rivelarsi una scelta costosa, non soltanto per le imprese che preferiscono mantenere lo status di non quotata, ma altresì per la crescita economica del Paese più in generale (2).

Dall'analisi comparata per diverse economie avanzate del numero di imprese quotate e della loro capitalizzazione rispetto al PIL (Tabella 1) emerge tuttavia la scarsa propensione alla quotazione delle imprese italiane. Un numero significativamente minore di imprese italiane intraprende la via della quotazione rispetto a quanto avviene, per esempio, in Francia o in Germania. Inoltre, la loro capitalizzazione non raggiunge il 28 per cento del PIL, laddove in economie pur sempre bancocentriche dell'Area euro, essa si avvicina, per esempio, al 50 per cento del PIL in Germania, mentre supera il 57 per cento del PIL in Spagna. La differenza è ancora più marcata se si prendono in considerazione economie storicamente più orientate al mercato come Stati Uniti (147,3 per cento), Regno Unito (83,5 per cento) o Francia (87,5 per cento). Se, da un lato, la distanza delle imprese italiane dal mercato dei capitali trova una facile spiegazione nella micro-struttura del tessuto industriale e imprenditoriale italiano, costituito prevalentemente da imprese di piccole dimensioni quasi esclusivamente dipendenti dal credito bancario (Tabella 2), dall'altro una potenziale leva per la crescita economica rimane largamente inutilizzata.

In questo articolo, quindi, prendiamo in esame le determinanti della scelta relativa alla quotazione delle imprese italiane.

A tale scopo, nella prima parte della nostra analisi analizziamo una serie di interviste volte a identificare, assieme al management di un gruppo ristretto di imprese quotate, le ragioni che hanno portato alla loro quotazione, mentre con le imprese non quotate loro comparabili vengono individuati quali fattori le hanno invece spinte alla scelta opposta.

Una volta identificati i principali argomenti a favore e contro la quotazione, al fine di comprendere cosa faccia prevalere gli uni sugli altri, confrontiamo, nella seconda parte dell'analisi, le caratteristiche pre-quotazione delle imprese che si sono recentemente quotate con quelle delle imprese non quotate loro comparabili. I nostri risultati mostrano che la decisione di quotarsi o meno è il risultato di una valutazione comparativa dei benefici e dei costi della quotazione in cui gli argomenti a favore e contrari assumono una diversa rilevanza a seconda delle caratteristiche indi-

viduali delle imprese. A quotarsi sono soprattutto le imprese di maggiore dimensione: i costi di quotazione diretti e indiretti sono relativamente più sostenibili, la quotazione rappresenta il coronamento di un percorso di crescita e l'occasione attraverso cui ottenere maggiore visibilità e credibilità o permettere agli azionisti di liquidare il loro investimento. Per le imprese più piccole che necessitano di fondi per finanziare la crescita e ridurre la leva finanziaria, la quotazione è, nella maggior parte dei casi, preclusa dagli alti costi derivanti dalla necessità di conformarsi alla regolamentazione di mercato e alle aspettative degli investitori.

QUOTARSI O NO?

La ricerca accademica è ricca di studi che analizzano la decisione di quotarsi in funzione di benefici e costi della quotazione. Secondo Amihud e Mendelson le imprese si quotano con l'obiettivo di migliorare la liquidità delle loro azioni (3). Allo stesso modo, diversi autori argomentano che la quotazione risponde alla necessità di agevolare gli azionisti che intendono liquidare la loro posizione o vendere parte della loro partecipazione (4). Welch sostiene invece la tesi che le imprese si quotino per garantirsi l'accesso a una fonte alternativa di finanziamento (5), mentre altri autori mettono in relazione la scelta di quotarsi con la maggiore disciplina imposta dal mercato sul management (6). Infine, per quanto riguarda il contesto italiano, Pagano, Panetta e Zingales analizzano un campione di imprese di nuova quotazione pre- e post-IPO e attribuiscono la scelta di quotarsi alla necessità di ribilanciare la struttura del passivo piuttosto che per finanziare la crescita (7).

A differenza di questi studi, la nostra analisi si fonda inizialmente sulle risposte raccolte direttamente dal management di un focus group di imprese italiane in una serie di interviste individuali realizzate nel periodo tra ottobre e dicembre 2017. In particolare, abbiamo chiesto a un gruppo di otto imprese quotate di indicarci le ragioni che le hanno spinte a quotarsi. A queste imprese abbiamo quindi affiancato un gruppo di otto imprese non quotate comparabili, selezionate in base al settore di attività e alla dimensione, a cui abbiamo chiesto quali fattori le abbiano scoraggiate rispetto alla quotazione.

Nel nostro focus group figurano imprese con caratteristiche diverse (Tabella 3). Di queste, quattro appartengono al settore dei beni di consumo: moda, cibi e bevande, accessori personali e pellami; altre due offrono rispettivamente prodotti e servizi industriali; una appartiene al settore farmaceutico e una a quello del commercio di beni di consumo. Per la

maggior parte, esse sono quotate nel segmento MTA, una è quotata nel segmento STAR e una è quotata sull'AIM. L'anno di prima quotazione varia dal 1984 al 2015, mentre la loro capitalizzazione alla data della formazione del campione variava da poco meno di 100 milioni a oltre 7 miliardi di euro.

Secondo quanto emerso dalle interviste delle imprese quotate, le motivazioni a supporto della quotazione si possono raggruppare in quattro principali categorie: ragioni finanziarie, motivi legati ai processi di gestione aziendale, all'ottenimento dello status di impresa quotata o alla struttura proprietaria.

Tuttavia, non tutte le motivazioni hanno la stessa rilevanza (Figura 1). Le ragioni a supporto della quotazione riferibili ai benefici conseguenti all'ottenimento dello status di quotata sono quelle più ricorrenti. Queste vengono infatti menzionate in sette delle otto interviste realizzate (grafico di destra) e

rappresentano il 34,9 per cento del totale delle indicazioni raccolte (grafico di sinistra) (8). Tra queste ultime figurano la visibilità e il prestigio associato alla quotazione, la possibilità di introdurre meccanismi per attrarre e fidelizzare il management attraverso stock options, la promozione e la diffusione di una cultura finanziaria all'interno dell'impresa, una maggiore trasparenza sulla gestione, il più facile utilizzo delle azioni come mezzo di scambio in operazioni di fusione e acquisizione.

Le ragioni a supporto della quotazione riferibili alla struttura proprietaria o alla gestione aziendale sono invece menzionate in sei delle otto interviste realizzate e rappresentano rispettivamente il 20,9 e il 23,3 per cento del totale delle indicazioni raccolte. Tra le prime figurano la maggiore liquidità delle azioni a seguito della quotazione, la necessità di ribilanciare o ottimizzare la struttura proprietaria, la possibilità

TABELLA 3 | LE IMPRESE DEL FOCUS GROUP E LE LORO STATISTICHE DESCRITTIVE

A) LE IMPRESE					
IMPRESE QUOTATE	MERCATO QUOTAZIONE	SETTORE	ANNO QUOTAZIONE	CAPITALIZZAZIONE (€ MLN)	IMPRESE NON QUOTATE
FERRAGAMO	MTA	Beni di consumo, moda	2011	3.754	VALENTINO
IVS	MTA	Commercio di beni di consumo	2011	523	ARGENTA
MASI	AIM	Beni di consumo, cibi e bevande	2015	139	ANTINORI
RECORDATI	MTA	Prodotti farmaceutici	1984	7.797	CONFIDENZIALE
IMA	STAR	Prodotti industriali	1995	2.846	CONFIDENZIALE
CERVED	MTA	Servizi industriali	2014	2.053	TEAMSYSTEM
SAFILO	MTA	Beni di consumo, accessori personali	2005	276	DE RIGO
PIQUADRO	MTA	Beni di consumo, pellami	2007	98	CONFIDENZIALE

Nota: tre imprese non quotate hanno richiesto di rimanere anonime. Capitalizzazione di mercato a fine novembre 2017.

B) STATISTICHE DESCRITTIVE								
	IMPRESE QUOTATE				IMPRESE NON QUOTATE			
	Media	Mediana	Min	Max	Media	Mediana	Min	Max
Fatturato	752.631	765.448	63.870	1.437.923	500.112	217.481	146.208	1.457.027
EBITDA	155.571	130.124	8.794	371.217	86.423	49.553	13.799	255.046
EBIT	95.521	67.594	(116.267)	327.423	47.145	9.384	(3.427)	206.582
Utile	58.120	32.392	(142.101)	237.431	21.856	5.917	(75.771)	128.681
Net Fin. Debt	140.224	74.170	6.576	523.400	194.655	164.426	(47.700)	724.067

Nota: statistiche calcolate sulla base degli ultimi dati contabili disponibili. Dati in migliaia di €.

per i soci fondatori o private equity di liquidare la loro posizione. Le motivazioni legate alla gestione aziendale comprendono invece la possibilità di beneficiare a seguito della quotazione di una maggiore visibilità presso fornitori e clienti, di una migliore comunicazione con gli stakeholder e di un maggiore rigore nei sistemi di pianificazione e controllo.

Infine, le ragioni finanziarie vengono menzionate in cinque delle otto interviste realizzate e rappresentano il 20,9 per cento del totale delle indicazioni raccolte. Tra queste figurano la necessità di finanziare tanto la crescita esterna quanto investimenti di medio-lungo termine o la volontà di intervenire sulla struttura del capitale.

Ci siamo dunque rivolti alle imprese non quotate e abbiamo chiesto loro di identificare i vantaggi e gli svantaggi del loro status rispetto alle imprese quotate loro comparabili (Figura 2).

Pur riconoscendo di non godere della stessa visibilità, delle stesse opportunità di crescita esterna o della stessa capacità di attrarre e fidelizzare il management delle imprese quotate loro comparabili, le imprese non quotate non considerano il loro status uno svantaggio competitivo assoluto. Al contrario, queste evidenziano come la maggiore libertà di azione, così come la maggiore stabilità della struttura proprietaria e la minor pressione a breve termine sul management, consentano loro di competere efficacemente con le imprese quotate comparabili e di essere meno esposte allo short termism tipico dei mercati borsistici.

Più nello specifico, quando alle imprese non quotate viene richiesto di identificare quali fattori le abbiano scoraggiate dal quotarsi emergono tre principali argomenti in linea con quanto già discusso: ragioni finanziarie, motivi legati allo status di impresa quotata o alla struttura proprietaria.

FIGURA 1 | MOTIVAZIONI A SUPPORTO DELLA QUOTAZIONE: FREQUENZA NELLE INTERVISTE (GRAFICO DI DESTRA) E RISPETTO AL TOTALE DELLE RISPOSTE (GRAFICO DI SINISTRA)

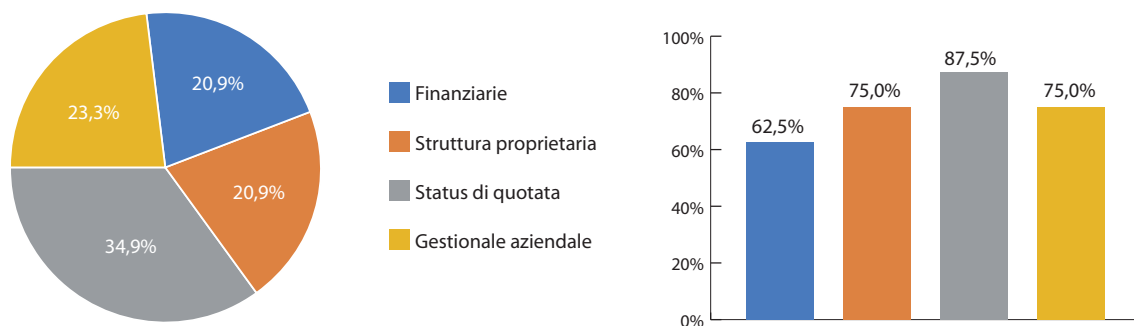


FIGURA 2 | VANTAGGI E SVANTAGGI RELATIVI ALLO STATUS DI IMPRESA QUOTATA: FREQUENZA NELLE INTERVISTE (GRAFICO A DESTRA) E RISPETTO AL TOTALE DELLE RISPOSTE (GRAFICO A SINISTRA)

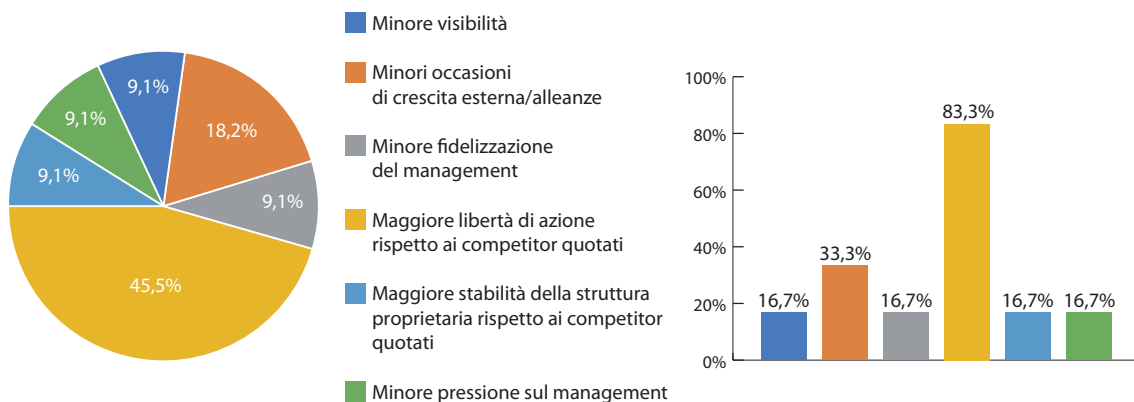
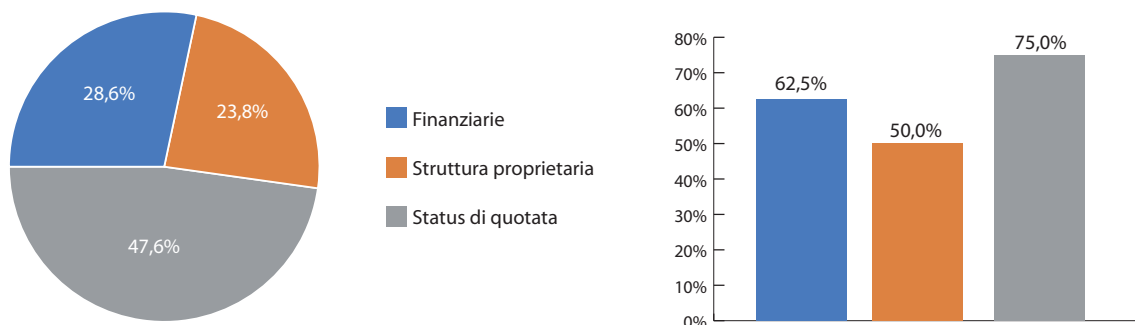


FIGURA 3 | MOTIVAZIONI CONTRARIE ALLA QUOTAZIONE: FREQUENZA NELLE INTERVISTE (GRAFICO A DESTRA) E RISPETTO AL TOTALE DELLE RISPOSTE (GRAFICO A SINISTRA)



Tuttavia, non tutte le motivazioni hanno la stessa rilevanza (Figura 3). Le ragioni contrarie alla quotazione riferibili allo status di quotata sono quelle più ricorrenti. Queste vengono infatti menzionate in sei delle otto interviste realizzate e rappresentano il 47,6 per cento del totale delle indicazioni raccolte. Tra queste figurano i costi diretti di quotazione e investor relations, il timore della scarsa liquidità del titolo nel caso di imprese di minori dimensioni prive di massa critica sufficiente, un focus manageriale orientato su obiettivi di lungo periodo non compatibile con la miopia del mercato e la necessità di maggiore libertà di azione e di revisione del modello di business (operazioni di restructuring).

Le ragioni finanziarie vengono invece menzionate in cinque delle otto interviste realizzate e rappresentano il 28,6 per cento del totale delle indicazioni raccolte. Tra queste rientrano le condizioni di mercato sfavorevoli o il timore che gli asset aziendali non vengano adeguatamente valorizzati, la presenza di soci finanziari che già supportano la crescita e il fatto che l'attuale struttura finanziaria sia già solida ed equilibrata.

Infine, le ragioni contrarie alla quotazione riferibili alla struttura proprietaria sono menzionate in quattro delle otto interviste realizzate e rappresentano il 23,8 per cento del totale delle indicazioni raccolte. Queste comprendono l'avversione degli azionisti esistenti alla diluizione del controllo e la tutela degli interessi dei soci finanziari non interessati alla quotazione.

BENEFICI E COSTI DELLA QUOTAZIONE

Come si è visto nella sezione precedente, la decisione se quotarsi o meno è il risultato di una valutazione comparativa dei benefici e dei costi della

quotazione. Tuttavia, gli argomenti a favore e contrari alla quotazione che sono emersi dalle interviste assumono una diversa rilevanza a seconda delle imprese. Completiamo perciò l'analisi confrontando le caratteristiche pre-quotazione delle imprese che si sono recentemente quotate con quelle delle imprese non quotate loro comparabili, al fine di comprendere cosa faccia prevalere gli argomenti in favore alla quotazione su quelli contrari, e viceversa.

Consideriamo tutte le imprese che si sono quotate sul segmento MTA di Borsa Italiana tra gennaio 2008 e dicembre 2017, a eccezione di quelle finanziarie (Investimenti e Sviluppo Mediterraneo, Anima Holding, FincoBank, Banca Sistema, Banca Farmafactoring, doBank) e di Poste Italiane (9). Il nostro campione comprende 22 imprese di nuova quotazione. Si tratta per la maggior parte (undici casi) di offerte pubbliche di sottoscrizione e vendita (OPSV), per un numero minore (otto casi) di offerte pubbliche di vendita (OPV) e in minima parte (tre casi) di offerte pubbliche di sottoscrizione (OPS). In Tabella 4 sono riassunte le statistiche descrittive di queste operazioni, che hanno un controvalore pari a 9 miliardi di euro. La capitalizzazione media è pari a circa 414 milioni di euro e varia da un minimo di 33 milioni a un massimo di 2,46 miliardi. Più dei due terzi delle quotazioni avviene nel periodo successivo al 2012. L'anno con il maggior numero di quotazioni è il 2015. In generale, la vendita di azioni esistenti da parte degli azionisti supera le nuove sottoscrizioni e l'allocatione agli investitori istituzionali è largamente maggiore rispetto a quella agli investitori retail.

Per ciascuna impresa nel campione abbiamo inoltre raccolto le informazioni finanziarie relative all'anno precedente alla quotazione dalla banca dati AIDA e

TABELLA 4 | STATISTICHE DESCRITTIVE OPERAZIONI DI NUOVA QUOTAZIONE

(A) STATISTICHE DESCRITTIVE (DEL TOTALE DEL CAMPIONE)

Anno	Num.	Totale € mln	Media € mln	Mediana € mln	Dev. std. € mln	Min. € mln	Max. € mln
2008	1	56,15	56,15	56,15		56,15	56,15
2009	1	120,31	120,31	120,31		120,31	120,31
2010	2	2.503,60	1.251,80	1.251,80	1.717,56	37,30	2.466,30
2011	1	378,92	378,92	378,92		378,92	378,92
2012	1	173,91	173,91	173,91		173,91	173,91
2013	2	1.052,65	526,32	526,32	363,79	269,09	783,56
2014	3	1.126,42	375,47	356,63	105,91	280,25	489,54
2015	6	2.352,72	392,12	257,59	404,25	33,00	875,27
2016	3	1.235,46	411,82	215,00	365,53	186,88	833,58
2017	2	112,72	56,36	56,36	27,66	36,80	75,92
Totale	22	9.112,86	414,22	242,04	541,39	33,00	2.466,3

(B) STATISTICHE DESCRITTIVE (SPACCHETTAMENTO DEL TOTALE DEL CAMPIONE PER DIVERSI TIPI DI ISSUES)

Anno	Num.	Totale € mln	OPS	OPV	Retail	Istituz.	Altro
2008	1	56,15	100%	-	20,6%	79,4%	-
2009	1	120,31	22,3%	77,7%	8,1%	91,7%	0,2%
2010	2	2.503,60	0,5%	99,5%	36,4%	19,0%	44,6%
2011	1	378,92	-	100%	7,9%	92,1%	-
2012	1	173,91	35,7%	64,3%	10,6%	89,4%	-
2013	2	1.052,65	2,6%	97,4%	8,8%	91,2%	0,0%
2014	3	1.126,42	51,5%	48,5%	32,1%	67,2%	0,7%
2015	6	2.352,72	22,6%	77,4%	7,1%	61,5%	0,0%
2016	3	1.235,46	17,4%	82,6%	5,9%	93,9%	0,2%
2017	2	112,72	20,4%	79,6%	-	100%	-
Totale	22	9.112,86	1.534,82	6.837,97	1.673,93	5.570,08	1.128,82
Media	22	414,22	109,63	359,89	98,47	253,19	125,42
Mediana	22	242,04	55,06	111,91	29,99	171,18	0,71
Dev. Std.	22	541,39	123,93	583,15	219,61	246,58	371,69
Min	22	33,00	11,60	5,63	2,67	30,05	0,17
Max	22	2.466,3	356,70	2466,30	904,80	794,97	1.116,60

Nota: «altro» include azionisti, impiegati e altri.

(C) % DI INVESTITORI RETAIL E ISTITUZIONALI

			IPO (22)	OPSV (11)	OPS (8)	OPV (3)
% Retail			16,0%	17,0%	13,8%	20,1%
% Istituzionale			81,4%	76,6%	83,8%	93,1%

sulla base di queste abbiamo calcolato le variabili di interesse per la nostra analisi delle determinanti della quotazione, così come descritto in Tabella 5.

Abbiniamo quindi a ciascuna impresa del campione la sua più prossima comparabile, in termini di fatturato nell'anno precedente alla quotazione, tra le imprese dello stesso settore che pur essendo quotabili sarebbero poi rimaste non quotate. In particolare, al fine della nostra analisi, consideriamo quotabile ogni impresa che soddisfi almeno uno dei seguenti criteri: un fatturato superiore a 100 milioni di euro, un valore totale degli attivi maggiore di 200 milioni di euro o un numero di addetti superiore a 1000. Si tratta degli stessi criteri adottati dalla banca dati AIDA per identificare le «very large companies» (10).

I risultati del confronto delle caratteristiche pre-quotazione tra le imprese che si sarebbero poi quotate e quelle loro comparabili non quotate evidenziano come le prime presentano in media un maggior numero di addetti e un maggior tasso di crescita degli

stessi, una maggiore leva finanziaria e un'età minore (Tabella 6).

Questi dati sembrerebbero quindi indicare che a quotarsi siano le imprese di maggiori dimensioni. La quotazione rappresenta il culmine del loro processo di crescita e l'occasione per riequilibrare la struttura del passivo e crescere ulteriormente in visibilità e credibilità. A conferma di questa interpretazione, le stesse differenze risultano ancora più marcate se si prendono in considerazione le sole OPSV o le OPS. Le imprese che si quotano attraverso OPV presentano invece tassi di crescita elevati, scarsa redditività, una minore generazione di cassa e una maggiore incidenza dell'attivo circolante. Per queste ultime la quotazione è occasione di riassetto della struttura proprietaria.

Ma queste differenze sono effettivamente in grado di spiegare quali imprese si quotano e quali no?

Con l'obiettivo di dare risposta a questa domanda caratterizziamo la scelta di quotarsi attraverso una

TABELLA 5 | DESCRIZIONE DELLE VARIABILI: CARATTERISTICHE PRE-QUOTAZIONE

CATEGORIA	VARIABILE	DESCRIZIONE
Dimensione	Empl	Numero di addetti
	Ta	Valore totale degli attivi
Crescita	Age	Anni dalla fondazione
	GrEmpl	CAGR del numero di impiegati (tre anni)
	GrTa	CAGR del valore degli attivi (tre anni)
Redditività	Margin	EBIT/Fatturato
	Roa	EBIT/Attivo
	Roe	Net income/Capitale
Struttura del capitale e capacità di indebitamento	Leverage	(Prestiti + Debito a lungo termine)/Attivo
	Cf	Flusso di cassa/Attivo
	Tfa	Attivo tangibile/Attivo
	Cur	Current ratio
	Icr	Interest coverage ratio
Capital intensity	Wc	Capitale circolante/Attivo
	Capex	(Var. attivo tangibile + Ammort.)/Attivo
Ownership structure	BlockOwn	Variabile indicatore (azionista con partecipazione diretta o Indiretta pari o superiore al 50%)

Nota: le variabili che misurano la crescita del numero di addetti e del valore degli attivi sono generalmente stimate su un periodo di tre anni. Tuttavia, in alcune occasioni per carenza di dati sono calcolate su un periodo di due anni (dieci osservazioni) o un anno (cinque osservazioni). Le informazioni sulla struttura proprietaria si riferiscono al momento della quotazione per le imprese quotate, mentre per le imprese non quotate sono relative al 31.12.2016.

variabile dicotomica, di valore uguale a 1 se l'impresa si quota l'anno seguente e a 0 altrimenti. Analizziamo quindi la scelta di quotarsi in funzione delle diverse caratteristiche delle imprese attraverso un modello di regressione logistica, sviluppando sette diverse specificazioni del modello in cui le variabili esplicative sono raggruppate in funzione delle diverse caratteristiche pre-quotazione che intendono catturare: dimensione (I), crescita (II), redditività (III), struttura del capitale (IV), investimenti (V), struttura proprietaria (VI) e (VII) che raggruppa diverse combinazioni di variabili delle precedenti. ➡ Tabella 1 online.

La stima dei parametri del modello conferma una maggiore propensione alla quotazione per le imprese più grandi, con tassi di crescita (del numero degli addetti) più elevati e con una maggior leva finanziaria. In particolare, a un incremento pari a una deviazione standard del valore totale degli attivi, della leva finanziaria o della crescita del numero di impiegati corrisponde un aumento della probabilità di quotarsi pari a rispettivamente al 15, 14 e 34 per cento. Anche in questo caso, i risultati della nostra analisi confermano che a quotarsi sono le imprese al culmine di un importante processo di crescita, attratte dalla

maggiore visibilità e credibilità associate allo status di quotata e dall'occasione di ribilanciare la struttura del passivo.

E QUINDI...

Dalla nostra analisi emerge un quadro secondo cui la decisione di quotarsi o meno rappresenta il risultato di una valutazione comparativa dei benefici e dei costi della quotazione; gli argomenti a favore e contrari assumono una diversa rilevanza a seconda delle caratteristiche individuali delle imprese. A quotarsi sono soprattutto le imprese di maggiore dimensione: i costi di quotazione diretti e indiretti sono relativamente più sostenibili, la quotazione rappresenta il coronamento di un percorso di crescita e l'occasione attraverso cui ottenere maggiore visibilità e credibilità o permettere agli azionisti di liquidare il loro investimento.

Per le imprese più piccole che necessitano di fondi per finanziare la crescita e ridurre la leva finanziaria, la quotazione è, nella maggior parte dei casi, preclusa dagli alti costi derivanti dalla necessità di conformarsi alla regolamentazione di mercato e alle aspettative degli investitori. Per alcune di queste imprese il mer-

TABELLA 6 | STATISTICHE DESCRITTIVE DELLE CARATTERISTICHE FINANZIARIE DI QUOTATE E NON QUOTATE A CONFRONTO (MEDIE)

VARIABILE	Totale (44)	No IPO (22)	IPO (22)	OPSV (11)	OPS (8)	OPV (3)
EMPL	1.996,58	869,52	3.072,41*	4.506,45**	2.206,25***	124,00
TA (€ mln)	787,00	392,00	1.180,00	844,00	1.990,00**	262,0
AGE	21,09	26,68	15,50**	19,09	13,12*	8,67
GREMPL	12,4%	-1,0%	26,6%*	12,1%***	9,8%**	158%***
GRTA	10,1%	6,7%	13,7%	6,8%	2,4%	17,5%
MARGIN	5,5%	10,3%	0,6%	15,1%	17,8%	-9,9%***
ROA	6,2%	7,8%	4,6%	8,3%	8,8%	-19,9%***
ROE	10,2%	10,6%	9,8%	16,2%	19,3%	-3,9%*
LEVERAGE	21,5%	16,2%	26,9%*	37,0%***	16,5%	17,6%
CF	7,5%	9,2%	5,8%	7,0%	11,9%	-14,7%***
TFA	19,9%	22,2%	17,6%	9,6%	24,9%	27,9%
CUR	1,75	1,35	2,22	1,16	1,11	8,33***
ICR	50,83	97,27	6,62**	4,76	10,84	-0,05
WC	14,3%	16,0%	12,57%	21,7%	6,2%	-3,9%
CAPEX	-5,1%	-3,6%	-6,9%	-7,4%	-6,8%	-5,8%

Note: *, **, e *** indicano che il dato è differente rispetto alla media delle imprese non quotate con una significatività statistica rispettivamente del 10 per cento, 5 per cento e 1 per cento.

cato Alternative Investment Market (AIM) dedicato alla quotazione di Piccole e Medie Imprese dinamiche e competitive rappresenta una soluzione alternativa: esso si caratterizza infatti per requisiti di quotazione meno stringenti e minori costi, a fronte tuttavia di una scarsa liquidità di mercato e un' *investor base* più limitata.

Dai risultati dell'analisi condotta emerge chiara la necessità di semplificare il processo di quotazione, ri-

ducendo i costi regolamentari e amministrativi così da permettere a un numero sempre più ampio di imprese di piccola-media dimensione di accedere al più ampio ed efficiente mercato MTA. Parallelamente il miglioramento della liquidità del mercato AIM potrà consentire anche alle imprese più piccole di accedere al mercato dell'equity, rafforzando il proprio processo di crescita e quello dell'economia italiana.

-
-
- (1) L. Giordano, M. Modena, Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane, *CONSOB Discussion Paper*, 2017.
 - (2) M. Geranio, E. Garcia Appendini, «Come sarebbe l'Italia con 1000 società quotate?», *Economia & Management*, 3, 2013, pp. 95-115.
 - (3) Y. Amihud, H. Mendelson, «Liquidity and asset prices: Financial management implications», *Financial Management*, 17(1), 1988, pp. 5-15.
 - (4) L. Zingales, «Insider ownership and the decision to go public», *The Review of Economic Studies*, 62(3), 1995, pp. 425-448; B.S. Black, R.J. Gilson, «Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets», *Journal of Financial Economics*, 1998, 47(3), pp. 243-277; A.S. Mello, J.E. Parsons, «Going public and the ownership structure of the firm», *Journal of Financial Economics*, 49(1), 1998, pp. 79-109; N.M. Stoughton, J. Zechner, «IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 49(1), 1998, pp. 45-77.
 - (5) I. Welch, «Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings», *The Journal of Finance*, 44(2), 1989, pp. 421-449.
 - (6) M.C. Jensen, W.H. Meckling, «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), pp. 305-360; B. Holmström, J. Tirole, «Market liquidity and performance monitoring», *Journal of Political Economy*, 101(4), 1993, pp. 678-709; P. Bolton, E.L. Von Thadden, «Blocks, liquidity, and corporate control», *The Journal of Finance*, 53(1), 1998, pp. 1-25; M. Pagano, A. Röell, «The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public», *The Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 1998, pp. 187-225.
 - (7) M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales, «Why do companies go public? An empirical analysis», *The Journal of Finance*, 53(1), 1998, pp. 27-64.
 - (8) Le diverse indicazioni raccolte durante le interviste sono state ricondotte a quattro macro-aree di motivazioni a supporto della quotazione: finanziarie, struttura proprietaria, status di quotata e gestione aziendale.
 - (9) Per mancanza di un'impresa non quotata comparabile.
 - (10) Si tratta di criteri più restrittivi rispetto a quelli utilizzati da Geranio, Appendini, op. cit., che considerano quotabili tutte le imprese con almeno 50 milioni di euro di fatturato o più di 150 addetti.
-
-

IN SINTESI

Tra le imprese dei Paesi avanzati, quelle italiane risultano in media meno propense ad affrontare il processo di quotazione, a causa della micro-struttura del tessuto industriale e imprenditoriale italiano, costituito prevalentemente da imprese di piccole dimensioni quasi esclusivamente dipendenti dal credito bancario. Un'analisi delle determinanti della scelta di quotazione delle imprese italiane evidenzia come la decisione di quotarsi o meno sia il portato di una valutazione comparativa dei benefici e dei costi della quotazione; per imprese con caratteristiche individuali differenti, gli argomenti a favore e contrari assumono una diversa rilevanza.

Di fatto, il processo di quotazione è più facilmente sostenibile dalle imprese di maggiore dimensione, che sono più in grado di affrontarne i costi diretti e indiretti; tali costi tendono allo stato attuale a precludere la quotazione per le imprese di minori dimensioni.