



# BITNOTES

N. 7 - FEBBRAIO 2003

**La quotazione in Borsa:  
attitudini e comportamenti  
delle imprese 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

© Febbraio 2003 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



# La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane

Alessandra Franzosi<sup>a</sup>, Enrico Pellizzoni<sup>b</sup>  
Febbraio 2003

## Abstract

Il lavoro indaga, attraverso un'indagine diretta, i livelli di prossimità al mercato azionario delle società italiane quotabili, mettendoli in relazione con le caratteristiche economiche delle imprese, i progetti strategici e i piani di investimento, la struttura proprietaria e le attitudini di imprenditori e *managers*. Le imprese che hanno già concretamente introdotto la quotazione tra le loro opzioni strategiche sono circa 250. La riflessione sulla possibilità di fare ricorso al mercato azionario è più probabile presso le imprese caratterizzate da attitudini manageriali disponibili ad aprire il capitale e da modalità dinamiche di gestione dell'azienda; appartenenti a settori dagli elevati tassi di crescita attesi, dove la necessità di strategie innovative di tipo industriale meglio si coniuga con le opportunità offerte dalla quotazione; con *leverage* già elevati e quindi necessità di ribilanciare la struttura finanziaria. Sull'effettiva decisione della quotazione incide positivamente l'effetto generato dall'appartenenza a settori a elevata crescita prospettica, cui si affianca la presenza di soci di natura finanziaria nella compagine azionaria. Completano il quadro l'analisi dei livelli di conoscenza delle regole di funzionamento del mercato presso le imprese italiane quotabili e dei livelli di utilizzo e soddisfazione su canali informativi e operatori che le affiancano nelle decisioni di finanza d'impresa. I risultati dell'indagine evidenziano come negli ultimi anni si sia prodotta una positiva evoluzione nelle attitudini verso la quotazione ma come vi siano ancora ampi spazi di azione per favorire la diffusione della cultura dell'*equity* presso le imprese e per avvicinare il mondo degli operatori finanziari alle esigenze degli imprenditori italiani.

*Keywords:* *equity markets, new listings, going public, capital structure*

JEL: G1, G32

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



## The going public decision: Italian firms' behaviour

Alessandra Franzosi<sup>a</sup>, Enrico Pellizzoni<sup>b</sup>  
February 2003

### Abstract

*This paper studies, through the results of a survey, the level of proximity to the equity market among a group of Italian companies that could be listed on the stock market. The number of companies that have already taken into consideration the going public decision among their potential strategic options is evaluated at approximately 250 firms. Firms' attitude to listing could be related to size, profitability and leverage, to growth strategies and investment plans, to ownership structure and to personal attitudes of entrepreneurs and managers. Firms that show the highest probability to take the listing into consideration are the more favourable to wide their shareholding base and the ones with a dynamic approach to management. They operate in high growth sectors, where high capital requirements could be satisfied by financial resources offered by the market; they have a higher leverage and probably need to rebalance their capital structure. Firms that effectively decide to list more often operate in high growth sectors and have venture capitalists, private equity investors or banks among their shareholders. Problems and opportunities of the equity market as perceived by the firms, and their knowledge of its rules, are investigated. Finally, the study describes how much these firms use advice and external sources of information for their corporate finance decisions, and the degree of satisfaction for the offered services. The results of the survey highlight a positive evolution of Italian firms' attitudes towards the equity market, even if wide opportunities to spread equity capital culture and to improve the relationship between corporate equity operators and Italian entrepreneurs still exist.*

**Keywords:** equity markets, new listings, going public, capital structure

**JEL:** G1, G32

---

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



## 1. Introduzione

Questo studio analizza l'atteggiamento delle imprese italiane verso il mercato azionario, attraverso i risultati di un'indagine diretta condotta presso un campione di 200 società rappresentative di una popolazione di 1.188 imprese italiane potenzialmente quotabili, individuate attraverso criteri dimensionali, reddituali e di struttura proprietaria.

Il ruolo svolto dalle strategie finanziarie a sostegno dello sviluppo competitivo delle imprese e la relazione tra costo del capitale e creazione di valore per gli azionisti sono temi oggetto di ampio dibattito, sia dal punto di vista teorico sia presso gli operatori economici che si occupano di realtà imprenditoriali e di mercati dei capitali.

Il valore economico di un'impresa è il risultato delle scelte effettuate sotto il profilo delle modalità di produzione e di gestione dell'innovazione, del posizionamento dell'offerta dei prodotti, dell'efficienza della catena del valore, della capacità di ottimizzare la gestione operativa e della costruzione di altre forme di competenze distintive. A esse si affiancano però, in modo altrettanto rilevante, le scelte riguardanti la struttura finanziaria: l'ottimizzazione di queste scelte consente di abbassare il costo complessivo del capitale e di non soffrire di vincoli alla sua disponibilità, con effetti positivi in termini di incrementi del valore complessivo dell'impresa.

La definizione della struttura finanziaria ottimale deve essere quindi orientata alla ricerca di un equilibrio tra le diverse fonti di finanziamento disponibili. Se da un lato non è possibile prescindere dal ricorso all'indebitamento (quantomeno per poter usufruire, laddove la normativa lo consenta, di un effetto di cuneo fiscale sugli oneri finanziari), l'impresa dovrà nel contempo prevedere livelli di patrimonializzazione adeguati in funzione della rischiosità delle aree di business e delle strategie competitive adottate (per evitare di incorrere in condizioni di costo eccessivamente onerose dal lato del capitale di debito) e dei tassi di crescita prospettici (per permettere una gestione equilibrata del rischio finanziario in chiave dinamica, poiché l'apporto di *equity* costituisce un volano che consente maggiori livelli di indebitamento nelle fasi di sviluppo successive).

Le determinanti della scelta di finanziamento tramite capitale proprio, nei casi in cui si faccia riferimento ad apporti di capitale da parte di nuovi soci, coinvolgono inoltre considerazioni che ampliano il concetto di costo opportunità a fattori non puramente finanziari, legati all'alterazione della posizione di equilibrio tra gli azionisti di controllo conseguente all'ingresso di nuovi soci. La disponibilità a modificare la struttura proprietaria esistente e a porre in essere i meccanismi necessari per gestire i rapporti tra azionisti di maggioranza e minoranza (*corporate governance* e trasparenza informativa) rappresenta un vincolo che incide sull'effettiva apertura delle imprese a questa fonte di finanziamento, anche in presenza di condizioni che ne suggerirebbero l'utilizzo.

Fattore non trascurabile, la quotazione può avvenire per motivazioni non strettamente o unicamente di natura industriale, finalizzate alla riallocazione di parte o della totalità della quota di proprietà detenuta da uno o più tra gli azionisti esistenti, non comportando in questo caso né modifiche della struttura finanziaria né la raccolta di risorse per l'impresa.

Ulteriore fattore di complessità, le caratteristiche del sistema finanziario in cui



l'impresa opera incidono in modo significativo sulle opzioni effettivamente disponibili e sul costo relativo delle varie fonti di finanziamento. Il ricorso a strumenti di tipo *equity* dipende anche dall'esistenza di un'adeguata segmentazione degli investitori, ossia dall'esistenza di profili rischio-rendimento differenziati, in grado di apportare capitale proprio in misura adeguata alle diverse esigenze che emergono in settori differenti e per imprese che operano con proprie strategie di crescita; dipende inoltre dall'esistenza di un sistema fiscale neutrale rispetto alle diverse fonti finanziarie e, con riferimento al *public equity*, da condizioni normative che tutelino in maniera adeguata l'azionariato diffuso.

Appare dunque chiaro come lo studio delle determinanti che stanno alla base dei livelli di ricorso al mercato azionario all'interno di un sistema economico e a livello *firm specific* rappresentino temi di difficile interpretazione poiché coinvolgono un'ampia gamma di fattori esplicativi. La probabilità che un'impresa ricorra al mercato azionario, a parità di condizioni normative e fiscali e nel caso di un favorevole *trade off* tra costi e opportunità, dipende dall'esistenza di condizioni competitive e strategiche che rendano opportuno attivare questo canale di finanziamento. Dipende inoltre dalla presenza di attitudini manageriali che sappiano riconoscere il valore insito nello sfruttamento delle opportunità di crescita disponibili e nella creazione di valore offerta da un'adeguata pianificazione finanziaria, a fronte dei costi legati all'apertura del capitale a soggetti esterni, e dalla necessità di ridefinire la struttura proprietaria dell'impresa.

Il presente lavoro si inserisce in questo filone di indagine con particolare riferimento all'atteggiamento verso il mercato azionario delle imprese italiane, focalizzando l'attenzione sulle sole realtà potenzialmente idonee alla quotazione. E' infatti soprattutto presso questa famiglia di imprese, che rappresenta uno dei segmenti di punta dell'economia italiana, che appare ragionevole valutare la propensione per una scelta complessa quale l'accesso al mercato azionario.

Rispetto ai numerosi contributi sul tema, che si concentrano sulle società già quotate, il lavoro presenta la novità di costituire un *focus* sul solo insieme di realtà oggi quotabili ma non ancora quotate, ritenendo che questo gruppo di imprese meriti di per sé di essere analizzato. Si tratta infatti di un gruppo raramente oggetto di studio sistematico, soprattutto in relazione alle caratteristiche qualitative che condizionano la scelta della quotazione quali le attitudini alla gestione, l'effettiva disponibilità all'apertura del capitale e l'esistenza di piani strategici di sviluppo che richiedano risorse sufficienti per prendere in considerazione l'accesso al mercato. La descrizione di questi fattori può contribuire a individuare importanti determinanti.

Si tratta non solo di un gruppo numeroso, ma anche estremamente diversificato al suo interno dal punto di vista della prossimità alla quotazione. Il lavoro segmenta dunque la popolazione in base al diverso grado di prossimità al mercato azionario, distinguendo una prima fase conoscitiva da una seconda di effettiva decisione. Il processo conoscitivo e valutativo che può sfociare in tale decisione conosce infatti differenti momenti e una graduazione di esiti per ognuno dei quali è interessante individuare modelli esplicativi specifici. Alla descrizione dei differenziali di prossimità al mercato azionario viene quindi affiancata una serie di possibili determinanti. L'approccio seguito ha comportato una doppia fase di raccolta delle informazioni: al momento della selezione dell'universo di società



italiane quotabili sono stati raccolti e analizzati i dati di bilancio per gli anni 1998, 1999 e 2000 (di fonte Centrale dei Bilanci); nella seconda fase è stato utilizzato un questionario diretto presso un campione rappresentativo costituito da 200 tra le imprese selezionate. Questo ha permesso di costruire e affiancare alle variabili di tipo quantitativo, raccolte nella prima fase, anche indicatori di tipo qualitativo. L'articolato *set* informativo ottenuto consente di toccare gran parte degli aspetti che la letteratura economica ha evidenziato come rilevanti ai fini della determinazione della struttura finanziaria delle imprese e della probabilità di accesso al mercato azionario.

A questi risultati si aggiungono alcuni elementi che completano la descrizione del rapporto tra imprese e mercato azionario, quali i giudizi sulla qualità dei servizi informativi disponibili e sull'operato degli intermediari finanziari che operano nel settore del *corporate finance*, e i livelli conoscitivi delle regole di funzionamento dei mercati e dei soggetti preposti alla loro gestione.

Oltre ad aggiungere un ulteriore tassello all'analisi empirica, le riflessioni proposte possono costituire un punto di partenza per individuare le azioni da porre in atto affinché il mercato azionario possa realmente rappresentare un'opportunità di rilancio del sistema industriale italiano, attraverso lo stimolo al passaggio verso sistemi organizzativi più moderni, verso strutture finanziarie più equilibrate, verso le dimensioni aziendali richieste dalla crescente competizione, dalle dinamiche innovative e dall'internazionalizzazione produttiva e commerciale.

Le informazioni analizzate potrebbero inoltre rappresentare elementi interessanti anche per coloro che operano nel settore del *merchant banking*, del *venture capital* e del *private equity*; la segmentazione della domanda di quotazione può consentire di proporre servizi accessori specifici per le esigenze che emergono nel corso di tale processo, in termini di supporto comunicazionale, organizzativo e formativo. Per la società di gestione del mercato azionario la conoscenza più approfondita del potenziale bacino di società emittenti consente di porre in atto iniziative focalizzate in funzione dei diversi livelli di prossimità al mercato azionario, delle diverse opportunità e vincoli associati alla quotazione e dei diversi livelli di dinamicità della gestione e di apertura del capitale azionario.

Il lavoro procede quindi come segue. Il capitolo 2 è dedicato alla *review* dei principali contributi teorici e empirici sul tema del maggiore o minore interesse all'operazione di quotazione in funzione delle caratteristiche differenziali delle imprese. Il capitolo 3 descrive l'attuale atteggiamento delle imprese italiane rispetto alla quotazione in Borsa, in termini di livello di prossimità al mercato, di giudizio sui vincoli posti dal processo di quotazione e di percezione di vantaggi e svantaggi collegati allo *status* di società quotata. Il capitolo 4 approfondisce il tema delle determinanti business e *firm specific* che influenzano il livello di vicinanza al mercato azionario, considerando anche le caratteristiche attitudinali degli imprenditori intervistati. Il capitolo 5 analizza le opinioni rispetto all'efficacia dei canali informativi cui le imprese fanno ricorso e all'operato dei soggetti che offrono servizi di consulenza in ambito finanziario, mentre il capitolo 6 descrive il livello di conoscenza dei mercati azionari presso le imprese italiane. Il capitolo 7 traccia le principali conclusioni del lavoro.



## 2. I principali contributi sul tema della scelta della quotazione

La scelta della quotazione da parte delle imprese è un tema attentamente studiato dalla letteratura economica, alla ricerca delle sue determinanti e di verifiche empiriche dei risultati dei modelli teorici che individuano i fattori esplicativi di comportamenti differenziali. L'interesse del lavoro fa riferimento alle caratteristiche delle imprese - e quindi non alla totalità dei fattori - che influenzano la scelta di ricorrere al mercato azionario. Vengono quindi qui trascurati i contributi relativi ad altri fattori, di natura esogena, che influenzano il livello di appetibilità del mercato azionario, tra cui quelli istituzionali (regolamentari, normativi e fiscali) e quelli collegati ai livelli dei corsi azionari. Pur in mancanza di un modello teorico unificato che includa tutte le possibili variabili esplicative del problema, la letteratura in materia è vasta e ha evidenziato varie caratteristiche delle imprese in grado di spiegare i differenti livelli di attitudine alla quotazione<sup>1</sup>: tra le principali si trovano dimensione (Ritter, 1987 e Rock, 1986), età (Jensen e Meckling, 1976 e Chemmanur e Fulghieri, 1999), stadio del ciclo di vita dell'impresa (Maug, 2000), livello di rischio dei progetti di investimento (Leland e Pyle, 1977), esistenza di informazioni riservate (Yosha, 1995), composizione della struttura proprietaria (Mello e Parsons, 1998 e Zingales, 1995) e finanziaria (Rajan, 1992), stadio di sviluppo del settore o della tecnologia (Maksimovic e Pichler, 1998).

Un primo contributo teorico che analizza i diversi livelli di propensione alla quotazione, anche se solo in via indiretta, fa riferimento alla cosiddetta *capital structure theory* (si vedano ad es. Myers, 1984, Harris e Raviv, 1991 e Titman e Wessels, 1998). Questo filone di studio è centrato sui fattori che determinano, in funzione delle caratteristiche dell'impresa, il livello ottimale di *leverage* al variare del costo relativo del capitale di rischio e di debito. Una maggiore propensione a mantenere ridotti livelli di indebitamento dovrebbe favorire, a parità di altre condizioni, il ricorso al capitale e quindi, in presenza di vincoli di autofinanziamento, a *equity* di terzi attraverso il *venture capital* o il mercato azionario. Oltre ai contributi di Williamson (1981) e Long e Malitz (1985), che legano la maggiore attitudine all'uso di strumenti *equity* all'esistenza di più elevati costi del dissesto finanziario - maggiori nelle imprese con alta intensità di *assets* specifici e con progetti di sviluppo a maggiore rischiosità, che dovrebbero essere quindi più favorevoli alla quotazione - MacKay e Phillips (2001) evidenziano come l'appartenenza a specifici settori appaia solo in parte in grado di spiegare le differenze nella struttura finanziaria delle imprese, e come vi siano invece rilevanti variabili intrasettoriali, riferite alla posizione competitiva e alle scelte tecnologiche dell'impresa, in grado di individuare significative differenze nei livelli di indebitamento. L'individuazione dell'attitudine verso il finanziamento attraverso strumenti *equity*, e quindi anche verso la quotazione, non può quindi tralasciare indicatori della posizione competitiva dell'impresa e delle scelte reali da questa poste in essere, seppur difficilmente misurabili in modo quantitativo. In particolare, tanto più l'impresa si discosta dalle scelte tecnologiche "medie" all'interno del proprio

(1) *Reviews* relative alle tematiche in oggetto sono presenti in Roell (1996) e in Pagano, Panetta e Zingales (1996).



settore, tanto maggiore è il livello di *leverage* utilizzato; strutture finanziarie simili sono rilevate non a livello di specifici settori, ma a livello di gruppi di imprese omogenei, all'interno del medesimo settore, per posizionamento competitivo in termini di redditività, intensità di capitale e volatilità dei flussi di cassa.

Gli inquadramenti teorici che invece individuano più direttamente le determinanti della quotazione, modellizzando in modo esplicito la scelta del ricorso al mercato azionario rispetto a scelte di finanziamento alternative, vanno riferiti sia alle asimmetrie informative esistenti tra imprese, intermediari, manager e azionisti di controllo, sia a modelli di *trade off* tra costi e benefici legati all'accesso al mercato<sup>2</sup>. Elemento comune di tali studi è la definizione delle modalità con cui alcune variabili, che descrivono le caratteristiche delle imprese o del contesto competitivo nel quale operano, influenzano la decisione della quotazione in funzione dei costi e benefici diretti e indiretti legati all'accesso al mercato, siano essi a carico dell'impresa e/o dell'imprenditore. Dal lato dei costi vengono considerati quelli che le imprese devono sostenere per accedere al mercato e per organizzare il collocamento dei titoli, i costi relativi alla *disclosure* cui sono soggette le società quotate, i costi di agenzia legati alla separazione tra proprietà e controllo e l'*underpricing*<sup>3</sup>. I benefici della quotazione riguardano invece la possibilità per gli imprenditori di diversificare la propria ricchezza, l'opportunità per le imprese di reperire risorse finanziarie aggiuntive, l'ottenimento di una maggiore liquidità per i titoli della società, i benefici generati dal monitoraggio sulle attività dell'impresa effettuato da soggetti esterni, l'attivazione di meccanismi di incentivo per il management ed effetti positivi di natura industriale o finanziaria (maggiore visibilità, rafforzamento dei rapporti con clienti e fornitori, maggior potere contrattuale con le banche).

La *corporate finance theory* sottolinea come il mercato azionario rappresenti un canale di finanziamento tramite “*outside*” *equity*, e come l'attivazione di tale canale comporti per l'impresa costi aggiuntivi legati alla gestione del rapporto con soggetti esterni. La teoria focalizza l'attenzione sull'esistenza di asimmetrie informative e sul costo che le società devono sopportare per compensare il mercato per i rischi di *adverse selection* e *moral hazard*. Tanto maggiore è il costo da sostenere per segnalare al mercato il proprio reale livello di rischio, tanto minore è la probabilità che l'operazione di quotazione sia conveniente e che venga quindi effettivamente realizzata. I fattori *firm* o *business specific* che determinano l'esistenza di elevate asimmetrie informative influenzano quindi negativamente l'interesse delle imprese per la quotazione. Rock (1986) modellizza per il mercato delle Ipos un fenomeno di *adverse selection*, per cui in mancanza di adeguati meccanismi di segnalazione si quoterebbero solo le imprese di scarsa qualità, mentre le imprese valide tenderebbero ad autofinanziarsi per beneficiare gli azionisti esistenti delle potenzialità reddituali dell'impresa. Poiché il meccanismo di *signalling* è più costoso per le

---

(2) Questi filoni di studio trovano parallelo nella letteratura relativa alle determinanti del cosiddetto *underpricing* in sede di Ipo, che non viene analizzata in modo esplicito ai fini del presente lavoro. Per una *survey* sul tema è possibile fare riferimento a Ritter e Welch (2002).

(3) L'*underpricing* rappresenta la differenza tra il prezzo registrato sul mercato nel primo giorno di quotazione e il prezzo di collocamento. Tale “sconto” a favore dei sottoscrittori dell'Ipo è interpretabile come soluzione al problema di asimmetrie informative tra i diversi soggetti coinvolti nell'operazione di collocamento.



società poco visibili e che hanno maggiori difficoltà a comunicare il loro reale valore, quindi le più piccole, le più giovani e le più rischiose - che sono così costrette a vendere i propri titoli con uno sconto più elevato in sede di collocamento - tali imprese dovrebbero avere più difficoltà nell'accesso al mercato azionario e la loro probabilità di quotazione dovrebbe essere inferiore. Jensen e Meckling (1976) e Leland e Pyle (1977) evidenziano una probabilità di quotarsi inferiore in presenza di ampie possibilità di estrarre benefici privati da parte degli azionisti di controllo (*moral hazard problem*). Le imprese per le quali i costi di monitoraggio da parte degli azionisti esterni sono più elevati dovrebbero sostenere costi di segnalazione in sede di quotazione (in termini ad esempio di quota di proprietà trattenuta) tali da rendere più opportuno fare ricorso, in alternativa al mercato, a investitori in grado di gestire la cessione della quota di proprietà pianificata attraverso strutture contrattuali adeguate, un adeguato livello di specializzazione e il coinvolgimento diretto nella gestione. La quotazione si dovrebbe quindi realizzare con minore probabilità nel caso di imprese giovani e con progetti più difficilmente valutabili dall'esterno.

Il filone teorico che analizza la scelta tra *stay private* e *go public* basandosi sui *trade offs* tra costi e vantaggi connessi alle varie alternative di apertura del capitale ha un approccio simile al precedente rispetto all'individuazione dei fattori che facilitano la propensione alla quotazione, anche se non sempre attraverso una modellizzazione diretta dell'esistenza di asimmetrie informative. Pagano e Roell (1998) considerano il *trade off* tra i costi impliciti del monitoraggio effettuato dai *venture capitalists* sull'attività dell'impresa (i costi di *monitoring*, decrescenti al crescere del numero di soggetti che compongono la base azionaria, includono anche la perdita della possibilità di estrarre benefici privati dall'impresa) e i costi diretti legati all'ammissione a quotazione. La probabilità di accesso al mercato è positivamente correlata alla quantità di risorse che devono essere raccolte e al livello dei costi di *overmonitoring* cui è soggetta l'impresa partecipata da *venture capitalists*. E' invece negativamente correlata al valore dei possibili benefici privati che possono essere ottenuti dall'imprenditore a capo di una società non quotata. Conclusioni simili sono raggiunte da Chemmanur e Fulghieri (1999) considerando la scelta tra l'apertura del capitale al mercato e a un *venture capitalist*, valutando il *trade off* tra i costi addizionali delle due diverse soluzioni. Nel primo caso si tratta dei costi per produrre informazioni addizionali, necessarie per comunicare al mercato; nel secondo del maggior rendimento richiesto dal *venture capitalist* in fase di valutazione, riconducibile da un lato al suo maggiore potere di contrattazione, dall'altro al costo della minore diversificazione che questo sopporta investendo nell'impresa anziché sul mercato. In queste condizioni la scelta della quotazione dovrebbe avvenire innanzitutto per le imprese per le quali il costo di produzione dell'informazione necessaria al mercato è contenuto, ovvero quelle più mature, di maggiori dimensioni, a maggiore intensità di capitale, e caratterizzate da progetti a bassa difficoltà di valutazione. Bolton e Von Thadden (1998) modellizzano il *trade off* tra valore della liquidità dei titoli azionari - più elevata per le imprese quotate - e valore dell'azione di *monitoring* sull'operato del management da parte degli azionisti - che risulta di più semplice attuazione nelle realtà non quotate - osservando che tanto più è elevata la rischiosità dell'impresa, tanto minore è la probabilità che la proprietà venga aperta al mercato.



Maug (2000) ipotizza che la struttura proprietaria ottimale dell'impresa sia differente nei diversi stadi del suo ciclo di vita; la quotazione diviene la migliore soluzione quando con essa l'impresa ottimizza la raccolta delle informazioni necessarie per le proprie decisioni di *capital budgeting*, ottenendo così dei vantaggi che superano il costo che deve essere sopportato per compensare il mercato per l'attività di valutazione della società (*underpricing*). In questa situazione l'esistenza di un prezzo di mercato per i titoli dell'impresa ha valore in quanto può essere utilizzato per aggregare informazioni rilevanti, costose da reperire in via diretta. Poiché i costi di quotazione sono legati alla difficoltà per il mercato di valutare la società, dovrebbero giungere sul mercato in via preferenziale le imprese che operano in business soggetti a forte attività di *listing*, che hanno già stimolato processi di *learning* presso gli investitori e dei quali le imprese quotande possono beneficiare in via indiretta.

Yosha (1995) e Maksimovic e Pichler (1998) si occupano invece della relazione tra il livello di innovatività dell'impresa e l'incentivo al ricorso al mercato azionario. Yosha (1995) modellizza la scelta tra un finanziamento *public* o *private* da parte di un'impresa che, divenendo pubblica, dovrebbe rivelare informazioni che creano valore per i concorrenti, e osserva come le imprese giovani, molto innovative, e con informazioni che possono essere di elevato valore dovrebbero preferire il *private financing* rispetto alla quotazione. Risultati simili sono ottenuti da Maksimovic e Pichler (1998), che modellizzano le interazioni tra le scelte relative allo sviluppo di nuove tecnologie e le decisioni finanziarie delle imprese (decisione e *timing* della quotazione) in un contesto dove i concorrenti possono effettuare *spillover* attraverso le informazioni rilasciate in sede di Ipo, ma dove il capitale raccolto può servire per sviluppare *first mover advantages*. Il *trade off* per l'impresa è dunque tra *disclosure* agli investitori e competitività sul mercato dei prodotti. Le imprese a maggiore rischio tecnologico, per le quali è più costoso ottenere le conoscenze necessarie allo sviluppo dei propri prodotti, dovrebbero essere meno incentivate a fare ricorso al mercato. Gli elementi che influenzano il *timing* del ricorso a finanziamenti esterni sono individuati nel livello di rischiosità tecnologica del settore, nella probabilità di sviluppo di tecnologie sostitutive e nel costo necessario per stabilire un presidio di conoscenze nel settore in oggetto. Tanto più l'importanza strategica di questi fattori è percepita come elevata, tanto meno probabile è il ricorso al mercato.

Altri contributi rilevanti nell'analisi dei motivi della decisione della quotazione sono relativi all'effetto dei costi diretti per strutturare l'operazione di collocamento, e al valore dello *status* di società quotata nel rapporto con le banche creditrici. Ritter (1997) osserva l'esistenza di costi fissi legati all'organizzazione dell'operazione di quotazione, e come tali costi rappresentino un deterrente per le imprese più piccole. Rajan (1992) focalizza invece l'attenzione sull'effetto che la quotazione può avere su costo e livello dell'indebitamento delle imprese, sottolineando come dovrebbero fare ricorso al mercato le imprese con costi di indebitamento più elevati poiché la quotazione crea maggiore competizione presso i possibili finanziatori e consente di migliorare la disponibilità di credito, le condizioni di costo del finanziamento, o entrambi. Zingales (1995) e Ellingsen e Rydqvist (1997) sottolineano che la quotazione può rappresentare una scelta ottimale all'interno del percorso di disinvestimento per gli azionisti esistenti, laddove il mercato



può massimizzare il prezzo di *exit* nella successiva cessione della quota di controllo.

Rispetto alle analisi di tipo teorico, i contributi empirici sul tema delle motivazioni della quotazione non sono invece particolarmente numerosi e la letteratura è ancora in evoluzione, anche a causa della difficoltà di collegare dati relativi alle caratteristiche *ex ante* delle imprese approdate sul mercato, che possono spiegare quali categorie dovrebbero quotarsi con maggiore probabilità (anche attraverso variabili qualitative, quali i livelli di attività innovativa e le caratteristiche del settore di riferimento) e comportamenti effettivi posti in atto post Ipo, che permettono invece di verificare perché le imprese abbiano effettivamente deciso di ricorrere al mercato. Le analisi empiriche esistenti tendono inoltre a definire le determinanti della quotazione sulla base delle motivazioni del ricorso al mercato dichiarate da gruppi di imprese già quotate, mentre minore attenzione è dedicata da un lato al raffronto tra motivazioni dichiarate e comportamenti effettivi, dall'altro a riflessioni sul comportamento delle società ancora non quotate.

Ferrari (1992), attraverso un questionario inviato a 35 società italiane oggetto di Ipo nel periodo 1985-1990, rileva come la decisione di ottenere nuovo capitale fosse la motivazione più rilevante, seguita dal miglioramento dell'immagine aziendale, dall'incremento della liquidità dei titoli e dalla necessità di aprire il capitale a soci non appartenenti al nucleo familiare di riferimento. Marchisio e Ravasi (2001) indagano, attraverso un questionario diretto, le motivazioni della quotazione in un gruppo di imprese familiari quotate nel periodo 1995-2000, rilevando come i principali fattori citati dalle imprese siano stati il finanziamento della crescita e dello sviluppo (interno ed esterno), il miglioramento dell'immagine aziendale e della sua visibilità e la possibilità di diversificare le fonti di finanziamento. Rydqvist e Hogholm (1995) evidenziano, attraverso l'analisi dei prospetti informativi delle Ipo svedesi nel periodo 1970-1991 (principalmente imprese mature, specialmente nel raffronto con il caso statunitense) come le motivazioni dichiarate dalle società siano ricondotte pressoché in tutti i casi al finanziamento della crescita aziendale, a cui seguono la possibilità di ottenere maggiore visibilità e di creare meccanismi di incentivo per i dipendenti. Solo marginalmente viene citata la diversificazione del patrimonio degli azionisti esistenti.

L'analisi della struttura delle operazioni di collocamento e dei comportamenti di imprese e imprenditori post Ipo ha però consentito di verificare come non sempre le motivazioni e gli obiettivi dichiarati prima della quotazione abbiano poi trovato effettiva corrispondenza nei comportamenti delle imprese. A conferma delle difficoltà di interpretare le reali motivazioni delle quotazioni, Rydqvist e Hogholm (1995) mostrano come, al contrario di quanto dichiarato prima dell'Ipo, le operazioni di collocamento delle società analizzate fossero strutturate principalmente per consentire la parziale uscita dal capitale da parte degli azionisti esistenti, piuttosto che per finanziare la crescita della società e nuovi investimenti. Risultati simili si ritrovano con riferimento al caso italiano: Pagano, Panetta e Zingales (1998) osservano come gli effetti principali a livello contabile, rilevati negli anni successivi all'Ipo, siano stati la riduzione dei livelli di profitabilità e del livello e costo dell'indebitamento. Ciò suggerisce come la quotazione delle imprese italiane sia avvenuta principalmente con la finalità di ottimizzare la struttura finanziaria a seguito di investimenti di sviluppo attuati prima della quotazione, sfruttando i momenti di mercato



in grado di assicurare valutazioni favorevoli. La quotazione sarebbe servita solo parzialmente per consentire agli imprenditori di liquidare parte del proprio investimento iniziale.

Come già sottolineato, minore attenzione è stata invece fino a oggi dedicata ad analisi dirette a identificare se, all'interno di un certo mercato o periodo temporale, si siano quotate in misura maggiore le imprese con particolari caratteristiche, anche per la difficoltà di reperire i dati necessari per effettuare dei confronti rispetto ai comportamenti delle società ancora non quotate. Un esempio in questa direzione è presente in Pagano, Panetta e Zingales (1996), che utilizzano un ampio *set* di dati relativi a società italiane quotate e non quotate nel periodo 1982-1992. Gli autori osservano come la probabilità di quotarsi sia stata più elevata per le imprese più grandi e che, nel periodo in esame, hanno operato in settori con un elevato *market to book ratio*. L'analisi del caso tedesco mostra risultati leggermente differenti: Boehmer e Ljungqvist (2001) osservano, attraverso l'analisi di un gruppo di società tedesche che avevano preannunciato la volontà di quotarsi nel periodo 1984-1994, come *ex post* le società effettivamente quotate siano state principalmente quelle che avevano pianificato di raccogliere nuovo capitale, mentre laddove l'obiettivo principale dell'apertura del capitale fosse un cambiamento significativo nella struttura proprietaria, la soluzione adottata sia stata un *trade sale* o il ricorso al *private equity*, anziché il ricorso diretto al mercato.



### 3. Le imprese italiane quotabili e il mercato azionario

L'attuale ampia dimensione del bacino di società italiane quotabili, a fronte del ridotto numero di società quotate, rende interessante estendere queste considerazioni teoriche ed empiriche salendo più a monte nel processo decisionale delle imprese, focalizzando l'attenzione non su un campione di società già approdate sul mercato (di cui indagare *ex post* le motivazioni della quotazione) ma sulle imprese non quotate, analizzandone propensioni e atteggiamenti prima che esse giungano effettivamente sul mercato<sup>4</sup>. La percezione della quotazione e il livello di interesse per questa scelta costituiscono infatti prerequisiti alla decisione di avviare il vero e proprio *iter* procedurale di ammissione. Mentre l'esatto *timing* della decisione può dipendere da particolari momenti di mercato, appare importante individuare se e con quale grado di *commitment* essa sia oggi contemplata dalle imprese tra le proprie opportunità strategiche.

Si fa inoltre riferimento solo al gruppo di imprese non quotate ma con caratteristiche idonee alla quotazione, poiché è presso tali imprese che la quotazione rappresenta un'effettiva opportunità e acquista quindi significato comprendere quali siano i livelli di prossimità al mercato azionario.

#### 3.1 Il livello di prossimità al mercato azionario

Il punto di partenza dello studio risiede nella valutazione del posizionamento delle società quotabili rispetto alla decisione di accedere effettivamente al mercato azionario. A tal fine è stato articolato un insieme concatenato di domande che consentono di suddividerle sulla base del diverso grado di prossimità alla quotazione, quantificando quale percentuale di esse possa esservi considerata vicina quantomeno nelle intenzioni. Questa valutazione è stata effettuata costruendo una scala di valori che gradua il livello delle risposte e separa le società che non hanno mai preso in considerazione questa possibilità. La decisione di quotarsi o di accantonare questa ipotesi ha infatti senso solo a conclusione di un'attenta fase di valutazione ed è quindi stata indagata solo presso le imprese che hanno dichiarato di aver percorso questo processo di analisi.

Il primo filtro introdotto riguarda quindi l'aver già posto in essere una riflessione consapevole sull'opportunità di intraprendere il processo di quotazione. I risultati indicano come il 42,2% del campione non abbia mai valutato tale possibilità mentre il 57,8% delle imprese l'ha già presa in considerazione, anche se con intensità differenziata. Nel 18,6% dei casi ciò è avvenuto in modo approfondito mentre nel 39,2% dei casi la riflessione è stata effettuata solo a grandi linee. E' questo il primo momento di avvicinamento al mercato azionario, ovvero il superamento delle barriere all'entrata di tipo conoscitivo, che a oggi ha quindi interessato più della metà delle imprese quotabili.

Tra coloro che hanno già valutato la possibilità della quotazione (57,8%) le conclusioni sono però differenti. Il 37,4% di essi la annovera tra gli obiettivi strategici espliciti:

(4) Per la descrizione delle modalità di selezione della popolazione e del campione di imprese oggetto di analisi si rinvia all'Appendice metodologica.



in particolare il 5,2% ha già iniziato o intende iniziare in tempi molto brevi il processo di quotazione, inteso in senso lato e comprendendo in esso anche la fase di riorganizzazione interna precedente l'avvio formale dell'*iter* procedurale di ammissione. Per il 2,6% delle imprese del campione il processo di quotazione risulta già avviato.

### Tavola 1 - Propensione alla quotazione delle imprese<sup>(1)</sup>

Nella sua azienda è stata presa in considerazione l'ipotesi di quotarsi in Borsa?

<b>- Sì, ci abbiamo riflettuto</b>	<b>57,8%</b>	<b>100,0%</b>
- molto	18,6%	32,2%
- a grandi linee	39,2%	67,8%
In questo caso, qual è stato l'esito della riflessione?		
Avete intenzione di quotare l'azienda?		
<b>- Sì</b>	<b>47,7%</b>	<b>82,6%</b>
- E' già iniziato il processo di quotazione	1,5%	2,6%
- C'è intenzione di iniziare il processo di quotazione entro un anno	1,5%	2,6%
- La quotazione è tra gli obiettivi, ma non sussistono ancora le condizioni necessarie	18,6%	32,2%
- Non si esclude di quotare l'azienda, ma non è tra gli obiettivi a breve	26,1%	45,2%
<b>- NO</b>	<b>10,1%</b>	<b>17,4%</b>
- Non è probabile che verrà quotata l'azienda	8,1%	13,9%
- Di sicuro non verrà quotata l'azienda	2,0%	3,5%
<b>- No, non ci abbiamo mai pensato</b>	<b>42,2%</b>	..
	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

(1) Le percentuali nella prima colonna si riferiscono al totale del campione; le percentuali nella seconda colonna si riferiscono alle sole imprese che hanno dichiarato di aver preso in considerazione l'ipotesi della quotazione. Le percentuali escludono le mancate risposte (1 caso)

Elaborazioni Borsa Italiana – R&D

L'insieme di imprese per cui la quotazione è già presente tra gli obiettivi strategici (in totale il 21,6% della popolazione di 1.188 società quotabili, ovvero 250 imprese circa) costituisce il segmento più prossimo alla decisione effettiva di accedere al mercato azionario. Per i soggetti che operano sul mercato delle *initial public offerings* (*merchant banks*, società di consulenza, studi legali e società di comunicazione specializzate, società di gestione del mercato azionario) questo gruppo costituisce il segmento definibile clientela “core”<sup>5</sup>.

Il 45,2% di chi ha riflettuto circa la decisione di quotarsi non la annovera tra gli obiettivi esplicativi di breve periodo, ma non esclude tale possibilità. Questo gruppo è definibile clientela “prossima” e sul totale della popolazione si tratta del 26,1%, ovvero di circa 300 imprese.

Le aziende rimanenti, escludendo i casi giunti alla conclusione che non sia opportuno quotarsi (10,1%) costituiscono il 42,2% della popolazione (circa 500 imprese). Si

(5) A conferma di questo dato, in un'altra sezione del questionario il 17,0% delle imprese del campione ha risposto di prevedere di allargare la proprietà attraverso il mercato nel corso dei prossimi 3 anni. Questa indicazione completa la precedente fornendo inoltre un riferimento temporale all'intenzione di quotarsi.

(6) Le motivazioni del disinteresse per la quotazione dichiarate da questo gruppo di aziende sono principalmente il disaccordo tra i soci sull'argomento (40,0%), il fatto di non ritenerla un'operazione vantaggiosa (35,0%) e il fatto che non siano chiare le ricadute sull'impresa che deriverebbero da un'eventuale quotazione (15,0%).



tratta delle imprese che non hanno ancora riflettuto sulla possibilità di quotarsi e costituiscono quindi un gruppo la cui propensione non dovrebbe essere trascurabile: sono quindi definibili come clientela “potenziale”.

A fronte di questi risultati, è interessante osservare come la presenza dei soggetti che operano sul mercato delle Ipos abbia tuttora ampi spazi per poter essere incrementata. Solo poco più della metà delle imprese selezionate ha dichiarato di avere ricevuto contatti da *merchant banks*, istituti bancari o consulenti aziendali per proporre la quotazione in Borsa (37,9%) o l’ingresso diretto nel capitale dell’azienda (35,8%). Il livello di presenza di questi soggetti è inoltre superiore presso le imprese di grandi dimensioni, nei settori industriali con elevati tassi di crescita e quindi presso le imprese in qualche modo più facilmente visibili. E’ inoltre differente in funzione dei livelli di prossimità al mercato evidenziati: mentre circa il 45% della clientela “core” e “prossima” ha dichiarato di essere già stato contattato negli ultimi due anni al fine di proporre la quotazione in Borsa, nel caso della clientela “potenziale” è già stata contattata solo un’impresa su 4. Poiché quest’ultimo gruppo di imprese si pone ancora in una fascia di sostanziale indecisione, appaiono notevoli gli spazi di business disponibili per gli operatori del settore, una volta effettuata un’attenta attività di *screening* finalizzata all’individuazione delle società con caratteristiche idonee alla quotabilità<sup>7</sup>.

**Tavola 2 - Propensione alla quotazione: un confronto 1997-2002**

	1997	2002	
Precisa intenzione di quotarsi		8,8%	37,4%
Non esclusione della possibilità di quotarsi	46,0%	60,9%	45,2%
Conclusione negativa sulla possibilità di quotarsi		28,3%	17,4%
Non avevano mai pensato all’opportunità di quotarsi	54,0%	42,2%	

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Borsa Italiana (2002) e Consiglio di Borsa (1997)

Un confronto intertemporale sulla propensione alla quotazione delle imprese italiane è consentito affiancando ai dati sopra descritti i risultati della tavola 2, relativi a un’indagine svolta dal Consiglio di Borsa nel 1997<sup>8</sup>. Il quadro che se ne ricava è di una positiva evoluzione nelle attitudini verso la quotazione, che fa ritenere che un *break strutturale* nei comportamenti degli imprenditori si sia in questi anni prodotto, almeno parzialmente. Nel 1997 le società che non avevano mai pensato a questa opportunità strategica erano infatti il 54,0% contro il 42,2% del 2002. Tra quelle che vi avevano pensato (46,0%, contro il 57,8% attuale) la conclusione negativa riguardava il 28,3% delle società, scesa al 17,4% nel 2002. Il 60,9%, contro il 45,2% nel 2002, non escludeva di quotare l’azienda e solo l’8,8% esprimeva una precisa volontà di quotarsi, contro un valore pressoché quadruplicato nel 2002 (37,2%).

(7) Nelle imprese che hanno ricevuto contatti finalizzati alla quotazione, in 7 casi su 10 ciò è avvenuto attraverso una banca d’affari italiana, in 1 su 4 attraverso la banca commerciale di riferimento e in meno di 1 caso su 5 attraverso intermediari esteri.

(8) Il confronto non è completamente omogeneo poiché la popolazione di riferimento nelle due indagini non presenta una completa sovrappponibilità: l’indagine 1997 aveva a oggetto aziende con 20-500 addetti e con un fatturato annuo superiore ai 20 miliardi di lire (campione rappresentativo di una popolazione di circa 25.000 imprese italiane). Si tratta quindi di imprese di più piccole dimensioni rispetto a quelle oggetto del presente lavoro, fattore a cui si potrebbe in parte imputare il minor interesse per la quotazione. Pur restando problemi di confrontabilità, i risultati non mutano in modo significativo escludendo dal campione 2002 i casi di imprese con oltre 500 addetti.



Coerentemente con i profondi mutamenti normativi e di struttura del mercato (si pensi alla costituzione della società di gestione del mercato e al Testo Unico della Finanza), nel corso degli ultimi cinque anni sembra essersi quindi manifestata non solo una crescita nel numero di imprese che hanno riflettuto circa le opportunità strategiche offerte dalla quotazione, ma anche un effettivo incremento della propensione a quotarsi da parte delle imprese italiane.

Anche rispetto a quanto le imprese sarebbero disposte a collocare, la situazione migliora rispetto ai dati di fine 1997. Sempre considerando il solo gruppo di imprese che non escludono la quotazione in Borsa, nel 2002 l'8,0% sarebbe disposta a collocare sul mercato una quota inferiore al 20%, il 27,6% tra il 20 e il 29%, il 41,4% tra il 30 e il 39% e il rimanente 23,0% il 40% o più del capitale (in un solo caso la maggioranza assoluta). Nella precedente rilevazione si osservava un'incidenza più elevata nella classe inferiore, con un 14,0% (contro il solo 8,0% attuale) e una minore presenza nella fascia che caratterizza i più recenti collocamenti italiani (con una quota collocata tra il 30 e il 40%), con un 33,0% contro l'attuale 41,4%.

### 3.2 La percezione di problemi e vantaggi dell'accesso al mercato azionario

Posti i livelli di prossimità al mercato azionario così evidenziati, è apparso interessante approfondire la percezione delle imprese riguardo le caratteristiche del processo di quotazione e dello *status* di società quotata. Sono quindi stati proposti agli intervistati tre insiemi di affermazioni sulle quali è stato chiesto di esprimere un grado di consenso, relative rispettivamente alle problematiche presentate dal processo di ammissione a quotazione, alle implicazioni dello *status* di società quotata e alle potenziali opportunità rese disponibili attraverso la quotazione in Borsa.

Le opinioni delle imprese sul processo di ammissione a quotazione sottolineano come le principali problematiche vadano ricondotte alla complessità di gestione della fase di passaggio da società non quotata a società quotata, evidenziando una diffusa necessità di porre in atto significativi cambiamenti organizzativi per potersi allineare agli standard richiesti dal mercato azionario. Le maggiori perplessità espresse dalle aziende sono infatti legate alla riorganizzazione necessaria durante la fase preparatoria: in una scala da 3 a 8 il punteggio medio di accordo all'affermazione è pari a 6,50 e l'80,8% degli intervistati è d'accordo o molto d'accordo con il fatto che tale fase sia complessa e impegnativa. Almeno una parte di tale complessità sembra legata a fattori esterni: il 59,0% degli intervistati ritiene un problema la necessità di coinvolgere un numero molto elevato di interlocutori esterni per poter gestire il processo di quotazione (5,73 il punteggio medio) e il 60,5% ritiene difficile far comprendere il business aziendale ai soggetti che si occupano della fase di valutazione (5,68). Emergono poi gli aspetti legati ai costi del processo di quotazione: il 35,9% ritiene i costi da sostenere ragionevoli (il 64,1% non è quindi d'accordo con questa affermazione), il 37,6% non giudica negativamente i costi necessari per produrre la documentazione necessaria (con un 62,4% di risposte negative) e meno della metà delle imprese non li ritiene facilmente pianificabili. Un minor rilievo è posto sui tempi necessari alla realizzazione del processo, considerati troppo lunghi solo nel 42,9% dei casi (con un punteggio di 5,37).



**Tavola 3 - Percezione del processo di ammissione a quotazione**

Affermazione proposta	Grado di accordo <sup>(1)</sup>		
	D'accordo	Molto d'accordo	Voto Medio
- Il costo complessivo del processo di quotazione è ragionevole	30.4%	5.5%	4.96
- La riorganizzazione richiesta all'azienda prima di quotarsi è complessa e impegnativa	21.2%	59.6%	6.50
- Il processo di quotazione richiede il coinvolgimento di un numero troppo elevato di consulenti	28.7%	30.3%	5.73
- Il costo del processo di quotazione è difficilmente pianificabile ex-ante	23.3%	21.2%	5.33
- I tempi del processo di quotazione sono troppo lunghi	26.4%	16.5%	5.37
- Il costo per la realizzazione della documentazione necessaria è equo	30.9%	6.7%	5.15
- Spesso chi si occupa della valutazione dell'impresa non comprende appieno il business aziendale	29.2%	31.3%	5.68

(1) La domanda prevedeva la risposta in una scala Likert, graduata tra i valori 3 (per niente d'accordo) e 8 (molto d'accordo). La colonna "d'accordo" riporta l'incidenza delle risposte nella classe 6 e la colonna "molto d'accordo" l'incidenza delle risposte nelle classi 7 e 8. Le percentuali escludono le mancate risposte

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

**Tavola 4 - Problematiche dello *status* di società quotata**

Affermazione proposta	Grado di accordo <sup>(1)</sup>		
	D'accordo	Molto d'accordo	Voto Medio
- Essendo quotati in Borsa si rischia di perdere il controllo della propria azienda	16.8%	9.7%	4.63
- La Borsa fa gli interessi solo delle aziende più grandi	18.0%	13.4%	4.89
- Essere quotati comporta molti oneri e adempimenti	28.1%	51.0%	6.38
- Essere quotati in Borsa espone alla speculazione	33.8%	35.4%	5.90
- Essere quotati in Borsa richiede di rendere note informazioni riservate	25.4%	31.0%	5.62
- I sistemi di controllo richiesti dalla quotazione possono limitare la flessibilità decisionale della società	24.5%	24.5%	5.39
- Le società quotate sono più esposte ai controlli	23.0%	54.1%	6.27
- Possono quotarsi in Borsa solo le aziende con un certo fatturato/dimensione	15.8%	37.8%	5.67

(1) La domanda prevedeva la risposta in una scala Likert, graduata tra i valori 3 (per niente d'accordo) e 8 (molto d'accordo). La colonna "d'accordo" riporta l'incidenza delle risposte nella classe 6 e la colonna "molto d'accordo" l'incidenza delle risposte nelle classi 7 e 8. Le percentuali escludono le mancate risposte

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Nonostante sia comunque necessario migliorare il livello dei servizi offerti alle imprese in fase di preparazione dell'Ipo (la complessità del processo di quotazione è legata anche alla frammentazione dei servizi funzionali alla sua realizzazione) e offrire tali servizi alle migliori condizioni di costo, al fine di incrementare le probabilità di quotazione presso le imprese italiane sembra altrettanto rilevante agire sulla fornitura di servizi di natura consulenziale, atti a supportare gli imprenditori nella costruzione dei meccanismi organizzativi richiesti dal mercato, attualmente sentiti ancora non del tutto radicati all'interno delle imprese e, di conseguenza, di difficile realizzazione e implementazione<sup>9</sup>.

Rispetto allo *status* di società quotata, le imprese non giudicano importante il pro-

(9) Su questo tema non si sono evidenziate significative differenze nelle opinioni delle imprese rispetto a classi dimensionali, aree geografiche e settori di attività. Gli unici elementi differenziali riguardano la maggiore difficoltà nella valutazione espressa dalle aziende più piccole e a proprietà familiare.



blema relativo alla possibile perdita del controllo (solo il 26,5% degli intervistati si ritiene d'accordo col fatto che tale rischio esista e il punteggio medio di accordo a questa affermazione è 4,63), né il fatto che il mercato azionario sia adatto solo alle grandi società (31,4% e 4,89). Gli aspetti sentiti come maggiormente problematici, con una percentuale di accordo di circa il 50%, fanno a vario titolo riferimento alla maggiore visibilità che segue alla quotazione. Si ritiene ad esempio che lo *status* di società quotata possa rappresentare un freno alla libertà decisionale dell'impresa (49,0% e 5,39) e che l'essere quotati richieda di rendere note informazioni riservate (56,4% e 5,62). Gli aspetti sentiti come maggiormente problematici riguardano il fatto che la visibilità offerta dal mercato azionario possa venire accompagnata da una maggiore esposizione a controlli provenienti da soggetti esterni (77,1% e 6,27) e che la gestione dei rapporti con investitori e mercato finanziario comporti oneri e adempimenti costosi (79,1% e 6,38)<sup>10</sup>.

**Tavola 5 - Vantaggi percepiti dall'operazione di quotazione**

Affermazione proposta	Grado di accordo <sup>(1)</sup>		
	D'accordo	Molto d'accordo	Voto Medio
La possibilità di:			
- raccogliere capitale per far crescere l'azienda	15.7%	76.3%	6.93
- aumentare la propria visibilità sui mercati di interesse	33.0%	41.1%	6.10
- riequilibrare la struttura finanziaria	26.3%	42.4%	6.04
- risolvere la situazione generazionale (presenza di figli/parenti che subentrano)	19.8%	33.5%	5.47
- monetizzare parte dell'investimento effettuato dai proprietari	23.0%	45.9%	6.04
- conoscere in ogni momento il valore della propria società/creare moneta di scambio con altre imprese	28.9%	27.4%	5.60
- incentivare e motivare il proprio management e i propri dipendenti	26.8%	42.9%	6.01
- migliorare i rapporti con il sistema bancario	31.1%	50.5%	6.34
- ottenere agevolazioni fiscali	26.8%	15.2%	5.19
- ottenere finanziamenti più vantaggiosi rispetto a quelli forniti da altre fonti (crediti bancari, prestiti da soci, ecc.)	20.3%	46.2%	6.01

(1) La domanda prevedeva la risposta in una scala Likert, graduata tra i valori 3 (poco importante) e 8 (molto importante). La colonna "d'accordo" riporta l'incidenza delle risposte nella classe 6 e la colonna "molto d'accordo" l'incidenza delle risposte nelle classi 7 e 8. Le percentuali escludono le mancate risposte

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

A fronte di tali problematiche, si registra però un forte riconoscimento dei vantaggi che possono essere offerti dalla quotazione in Borsa<sup>11</sup>. Da questo punto di vista le imprese pongono nettamente al primo posto la raccolta di capitale per finanziare lo sviluppo dell'impresa, con un livello di importanza associato a questa possibilità pari a 6,93 e con il 76,3% degli intervistati che si dichiarano molto d'accordo con tale affermazione. Questa possibilità è valutata in modo particolarmente positivo dalle imprese che prevedono per il

(10) Questi problemi sembrano essere maggiormente sentiti dalle imprese di maggiore dimensione. Va però rilevato che un'elevata quota degli intervistati esprime solo un moderato livello di accordo con le affermazioni proposte, al di là del ranking.

(11) L'ordine di importanza riportato, riferito a coloro che si dicono molto d'accordo, è confermato considerando anche le risposte che esprimono accordo in termini generali.



prossimo futuro elevati tassi di crescita<sup>12</sup>. In secondo luogo è apprezzata la possibilità di migliorare i rapporti con il sistema bancario (50,5% e 6,34) e l'effetto immagine generato dalla presenza sul mercato azionario (41,1% e 6,10). Seguono la possibilità offerta agli azionisti esistenti di monetizzare parte dell'investimento effettuato nell'impresa tramite la cessione sul mercato di una quota di proprietà (45,9% e 6,04), l'opportunità di riequilibrare la struttura finanziaria (42,4% e 6,04) ottenendo finanziamenti a un costo vantaggioso (46,2% e 6,01, particolarmente importante per le imprese di media dimensione e in crescita) e la possibilità di strutturare meccanismi di incentivazione del management (42,9% e 6,01). Minore importanza sembra attribuita alla possibilità di gestire passaggi generazionali<sup>13</sup>, alla possibilità di conoscere istante per istante il valore della propria impresa e alla possibilità di ottenere agevolazioni fiscali (va però considerato che al momento dell'indagine non erano più presenti le agevolazioni valide nel periodo 1998-giugno 2001).

Sembra quindi percepita la pluralità di opportunità offerte dalla quotazione a impresa e azionisti esistenti con un *focus*, come già evidenziato dalla letteratura relativa alle motivazioni della quotazione dichiarate pre Ipo dalle società poi effettivamente quotate, sugli aspetti che influiscono più direttamente sull'attività operativa (nuovi capitali e immagine) e sulla struttura finanziaria.

Poiché le considerazioni riportate si basano solo su opinioni e atteggiamenti e non su effettivi comportamenti, va indagato quanto queste possano essere ritenute veritieri in base al livello di allineamento con le strategie di crescita pianificate e le attitudini alla gestione e all'apertura del capitale. E' infatti interessante osservare che al di là dell'ordine di importanza attribuito alle diverse voci, il gruppo di imprese che ha la quotazione tra i suoi possibili obiettivi si differenzia dalla popolazione poiché attribuisce alla quotazione un maggiore valore solo in quanto permette di migliorare i rapporti con il sistema bancario e poiché consente di ottenere finanziamenti a condizioni di costo vantaggiose rispetto ad altre fonti. Le imprese che considerano concretamente questa opzione sembrano quindi percepirla come alternativa e subordinata a considerazioni di ordine finanziario più che industriale, e non come scelta in grado di portare vantaggi significativamente diversi rispetto ad altre fonti di finanziamento (visibilità, stimolo a trasparenza e pianificazione, ristrutturazione della proprietà)<sup>14</sup>. Queste motivazioni, di particolare importanza, devono essere valutate a parità di altre caratteristiche che possono differenziare le imprese che hanno già pensato all'ipotesi della quotazione rispetto a coloro che non l'anno ancora fatto. I paragrafi successivi hanno l'obiettivo di approfondire questo tipo di considerazioni.

(12) Questa possibilità è inoltre meglio valutata dalle imprese di medie dimensioni.

(13) Anche se questa voce non appare molto rilevante in termini assoluti, la sua importanza cresce notevolmente se si fa riferimento al gruppo di imprese che dichiarano di avere intenzione di aprire la proprietà per gestire questo passaggio, che costituiscono il 16,0% del campione. Per questo gruppo di imprese la percentuale di intervistati che giudicano molto importante il mercato azionario ai fini della gestione della successione sale al 43,8% (rispetto al 31,5% di chi non ha dichiarato di avere tale intenzione) e la percentuale di chi lo giudica importante sale al 71,9% (dal 43,8%). Si registra inoltre una percentuale di risposte significativamente più elevata per le imprese a proprietà familiare.

(14) A supporto di queste affermazioni, il gruppo di imprese che ha già considerato la quotazione ritiene molto più importante cogliere il migliore momento di mercato per quotarsi, confermando l'importanza ancora attribuita ai vantaggi di più breve periodo portati dalla quotazione rispetto a quelli di maggiore impatto strategico.



## 4. Le determinanti dell'attuale livello di prossimità al mercato azionario

I risultati riportati sembrano evidenziare presso le imprese del campione un certo livello di interesse per la quotazione e un riconoscimento delle opportunità strategiche offerte da questo canale di finanziamento e riallocazione della proprietà. E' però indubbio che il punto di partenza per rendere più rapidi e diffusi i processi di avvicinamento al mercato azionario debba essere costituito da una migliore conoscenza delle aziende, del contesto competitivo in cui operano e dei loro obiettivi strategici.

L'approccio metodologico seguito ha consentito di rilevare informazioni significative per spiegare il livello di vicinanza al mercato azionario, quali le caratteristiche organizzative delle imprese e le attitudini della proprietà e del management, cui affiancare le variabili tradizionalmente utilizzate in analisi di questo tipo, (dimensione, settore, età, collocazione geografica). Il capitolo ha quindi come obiettivo principale la descrizione di questo insieme di variabili, principalmente "intangibili" e l'individuazione delle correlazioni con i livelli di prossimità al mercato azionario evidenziate in precedenza.

### 4.1 Le caratteristiche demografiche, reddituali e patrimoniali

Le società quotabili del campione sono in prevalenza collocate nelle regioni settentrionali (80,0%); la concentrazione prevalente è nelle regioni del Nord Ovest (45,5%), a cui seguono il Nord Est (34,5%) e il Centro, Sud e Isole (20,0%)<sup>15</sup>. Per quanto riguarda le classi dimensionali<sup>16</sup>, le piccole imprese contano per il 31,5% del campione, le medie imprese per il 40,0% e le grandi imprese per il 28,5%. Il campione è costituito per i tre quarti da società industriali (74,5%, con una concentrazione più elevata nelle regioni settentrionali) e per la restante parte (25,5%) da società di servizi<sup>17</sup>. L'età delle imprese intervistate è mediamente pari a 27,2 anni (il dato mediano è inferiore, pari a 22 anni), con un'incidenza crescente nel passaggio verso imprese più consolidate: il 14,0% delle imprese ha meno di 10 anni, il 24,0% da 10 a 20 anni, il 26,5% tra 20 e 30 anni e ben il 36,0% oltre 30 anni.

(15) Il Nord Ovest include Lombardia, Piemonte, Liguria e Valle d'Aosta; il Nord Est include Emilia Romagna, Veneto, Trentino Alto Adige e Friuli Venezia Giulia. Le rimanenti regioni fanno parte del Centro Sud.

(16) Va ricordato che la denominazione utilizzata fa riferimento alla tipologia di società intervistate, che sono state selezionate in quanto potenzialmente candidate alla quotazione in Borsa. La definizione di piccola, media e grande impresa non va quindi riferita all'aggregato tipico delle analisi macroeconomiche, in quanto esclude la famiglia delle imprese con un fatturato inferiore a 50 milioni di euro. Le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro, le medie tra 75 e 150 milioni di euro, le grandi oltre 150 milioni di euro.

(17) Il macrosettore delle società industriali include le società che hanno dichiarato di avere come principale settore di attività uno tra i seguenti: alimentare, auto, cartario, chimico/petrolifero, costruzioni, editoria, elettrico/elettronico, legno, meccanica, metallurgico, tessile. Il macrosettore delle società di servizi include le società che hanno come principale settore di riferimento uno tra i seguenti: commercio, energia, trasporti. La selezione escludeva a priori le società finanziarie e assicurative.



**Tavola 6 - Caratteri demografici delle imprese<sup>(1)</sup>**

	Totale	Area geografica			Dimensione <sup>(2)</sup>			Settore	
		Nord Ovest	Nord Est	Centro e Sud	Piccole	Medie	Grandi	Industria	Servizi
<b>Area geografica</b>									
Nord Ovest	45.5%	100.0%	..	..	46.0%	50.0%	38.6%	49.0%	35.3%
Nord Est	34.5%	..	100.0%	..	38.1%	28.8%	38.6%	36.9%	27.5%
Centro e Sud	20.0%	..	..	100.0%	15.9%	21.3%	22.8%	14.1%	37.3%
<b>Settore</b>									
Industria	74.5%	80.2% <b>C</b>	79.7% <b>C</b>	52.5%	76.2%	73.8%	73.7%	100.0%	..
Servizi	25.5%	19.8%	20.3%	47.5% <b>E</b>	23.8%	26.3%	26.3%	..	100.0%
<b>Dimensione<sup>(2)</sup></b>									
Piccole	31.5%	31.9%	34.8%	25.0%	100.0%	..	..	32.2%	29.4%
Medie	40.0%	44.0%	33.3%	42.5%	..	100.0%	..	39.6%	41.2%
Grandi	28.5%	24.2%	31.9%	32.5%	..	..	100.0%	28.2%	29.4%
<b>Età</b>									
Fino a 10 anni	14.0%	14.3%	13.0%	15.0%	12.5%	11.1%	20.0%	14.4%	12.8%
Da 10 a 20 anni	24.0%	16.5%	30.4%	30.0%	21.9%	24.7%	25.4%	24.2%	23.4%
Da 20 a 30 anni	26.5%	28.6%	27.5%	17.5%	28.1%	28.4%	21.8%	26.1%	25.5%
Oltre 30 anni	36.0%	40.7%	29.0%	37.5%	37.5%	35.8%	34.5%	35.3%	38.3%

(1) La tavola riporta i test di significatività nelle differenze tra le frequenze a livello 10% e 5%, indicati rispettivamente con lettera minuscola e maiuscola. Le lettere indicano rispetto a quale classe vi è una differenza positiva significativa: nella fattispecie O, E e C indicano rispettivamente Nord Ovest, Nord Est e Centro e Sud; P, M e G la dimensione piccola, media e grande; I e S i settori industria e servizi

(2) Le classi dimensionali sono così costituite: le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro; le medie imprese tra 75 e 150 milioni di euro; le grandi imprese oltre 150 milioni di euro

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Dal punto di vista reddituale, le imprese del campione registrano dati mediani per *Return on equity*, *Return on invested capital* e *Return on assets* pari rispettivamente al 5,3%, 9,3% e 1,2%, mentre in rapporto alle vendite il margine operativo lordo (Ebitda) è pari al 9,7%, il margine operativo netto (Ebit) al 5,1% e l'utile netto all'1,0%. I dati medi, costantemente superiori alla mediana, segnalano la presenza di realtà aziendali con profili di redditività molto elevati. Il livello di indebitamento finanziario in rapporto al patrimonio netto è pari a 1,7 (più elevato nel settore dei servizi rispetto al settore industriale), a fronte di un costo dell'indebitamento del 6,2% e di un'incidenza degli oneri finanziari rispetto al margine operativo lordo pari a 0,2. Dal punto di vista della composizione del passivo, il patrimonio netto ha un peso del 21,3%, contro un 36,5% di debiti finanziari, un 23,8% di debiti commerciali e un 12,8% di altre passività. Ponendo a confronto i dati aggregati con gli omologhi riferiti alla totalità delle imprese italiane (censite attraverso la banca dati Bach<sup>18</sup>) si evidenzia come le imprese del campione presentino caratteristiche reddituali leggermente migliori (Ebitda del 10,8% rispetto al 10,1% di Bach, Ebit del 5,6% rispetto a un 4,7%). Si tratta però di imprese che fanno un più ampio ricorso all'indebitamento finanziario: il *leverage* finanziario è pari a 1,5 rispetto allo 0,9 di Bach, con un'in-

(18) La banca dati *Bach* (*Bank for the Accounts of Companies Harmonised*) è di fonte Commissione Europea e raggruppa per l'Italia i bilanci di circa 33.000 imprese (dati 2000), raccolti attraverso Centrale dei Bilanci. Il confronto si basa quindi su dati provenienti dalla medesima fonte informativa e calcolati sui bilanci cumulati del totale delle imprese.



cidenza dei debiti bancari sul passivo del 29,4% rispetto al 17,7%. Tutto ciò si ripercuote anche in un maggior costo del debito finanziario, pari al 7,1% nel campione rispetto al 6,2% dell'aggregato Bach, e un peggioramento dei risultati sulla *bottom line* (*net margin* del 2,1% rispetto al 2,3%).

**Tavola 7 - Alcuni indicatori di bilancio per le imprese<sup>(1)</sup>**

	Totale	Area geografica			Dimensione <sup>(2)</sup>			Settore	
		Nord Ovest	Nord Est	Centro e Sud	Piccole	Medie	Grandi	Industria	Servizi
<b>Redditività</b>									
Roe	5.3% 7.3%	5.2% 6.8%	4.7% 6.9%	8.5% 9.0%	4.0% 8.1%	6.3% 6.3%	6.7% 7.8%	4.7% 6.3%	8.3% 11.0%
Roic	9.3% 11.7%	8.5% 13.0%	9.6% 11.3%	10.0% 9.3%	10.4% 12.5%	10.2% 13.0%	7.6% 8.6%	9.6% 12.4%	7.9% 8.9%
Roa	1.2% 2.1%	1.2% 2.1%	1.0% 2.1%	1.2% 2.1%	0.9% 2.0%	1.2% 1.9%	1.3% 2.5%	1.0% 2.0%	1.4% 2.5%
<b>Profittabilità</b>									
Ebitda margin	9.7% 11.2%	10.0% 12.0%	8.7% 10.8%	6.5% 9.8%	9.8% 11.3%	9.5% 11.6%	9.4% 10.2%	10.2% 11.5%	4.8% 9.9%
Ebit margin	5.1% 6.2%	5.3% 6.6%	5.8% 6.8%	4.0% 4.2%	5.4% 7.0%	5.1% 6.4%	3.9% 5.0%	5.5% 6.7%	2.5% 4.4%
Net margin	1.0% 2.1%	1.0% 2.1%	0.8% 2.2%	1.0% 1.8%	0.9% 2.1%	1.0% 1.9%	1.2% 2.3%	1.0% 1.9%	0.9% 2.5%
<b>Leverage e costo dell'indebitamento</b>									
Leverage	1.7 2.1	1.5 2.2	1.7 2.1	2.2 2.1	1.4 1.7	2.0 2.4	1.9 2.3	1.6 2.0	2.3 2.5
Debt cost	6.2% 9.0%	6.6% 10.3%	5.9% 7.0%	5.4% 9.5%	6.1% 7.7%	6.1% 11.0%	6.5% 7.4%	6.4% 9.0%	5.1% 8.8%
Interest coverage	0.2 0.3	0.2 0.2	0.2 0.3	0.2 0.2	0.2 0.2	0.2 0.4	0.3 0.2	0.2 0.3	0.2 0.3
<b>Struttura finanziaria (incidenza percentuale rispetto al totale delle passività)</b>									
Patrimonio netto	21.3% 25.1%	21.7% 25.2%	21.5% 25.5%	19.3% 24.1%	22.7% 27.8%	20.5% 23.0%	19.5% 25.0%	22.3% 26.0%	16.9% 21.4%
Debiti finanziari	36.5% 34.9%	35.0% 33.8%	39.8% 36.7%	34.4% 34.1%	33.6% 31.9%	36.6% 34.9%	39.5% 38.5%	36.7% 34.2%	36.3% 37.4%
Di cui verso banche	29.4% 28.3%	25.5% 27.5%	32.8% 30.4%	27.9% 26.2%	25.7% 24.2%	29.9% 29.5%	32.3% 31.4%	29.3% 28.1%	30.2% 29.0%
Di cui a ML termine	7.3% 9.7%	6.6% 9.3%	7.8% 9.6%	7.3% 10.6%	7.5% 9.4%	6.4% 8.9%	8.0% 11.3%	7.7% 9.8%	6.2% 9.1%
Debiti commerciali	23.8% 25.4%	24.4% 24.7%	23.2% 24.5%	20.0% 28.8%	23.1% 24.2%	27.1% 28.5%	21.1% 21.9%	22.9% 24.7%	28.2% 28.0%
Altre passività	12.8% 14.6%	14.0% 16.3%	12.9% 13.4%	10.7% 12.9%	14.5% 16.1%	11.6% 13.6%	13.4% 14.6%	13.2% 15.0%	10.7% 13.1%

(1) Dati mediani. In corsivo sono riportati i dati medi

(2) Le classi dimensionali sono così costituite: le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro; le medie imprese tra 75 e 150 milioni di euro; le grandi imprese oltre 150 milioni di euro

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

## 4.2 I tassi di crescita attesi

I tassi di crescita delle imprese, in termini di vendite e investimenti, rappresentano variabili di interesse per spiegare i livelli di prossimità al mercato azionario. Tanto maggiori sono i tassi di crescita storici o prospettici, tanto maggiori dovrebbero essere le esigenze di finanziamento per poter mantenere, a parità di altre condizioni, la quota di mer-



cato esistente. Laddove tali esigenze non siano sostenibili con il solo autofinanziamento, dovrebbe essere maggiore la probabilità che le imprese considerino l'ipotesi di quotazione, poiché il finanziamento tramite *equity* è per propria natura idoneo a sostenere piani di sviluppo di medio termine.

I dati storici di bilancio indicano che il campione delle imprese italiane quotabili presenta tassi di crescita del fatturato per il periodo 1998-2000 pari in media d'anno al 16,0% (11,2% il dato mediano); si tratta dunque di imprese che nel confronto con l'evoluzione del complesso dell'industria italiana hanno messo a segno buone performance di crescita. A fonte di un 12,0% delle imprese che hanno avuto tassi di crescita negativi o nulli, più di un quarto dell'intero aggregato ha registrato variazioni del valore aggiunto superiori al 25%<sup>19</sup>. Anche in termini di tassi di variazione degli investimenti lordi, il campione sembra porre in essere un'intensa attività di investimento, con tassi di crescita medi annui del 20,8% (10,0 il dato mediano) nel periodo 1998-2000, anche se è da segnalare la distribuzione disomogenea per tassi di investimento, tipica di questa tipologia di attività, che vede l'acquisizione di nuovo stock di capitale procedere in modo discontinuo.

**Tavola 8 - Tassi di crescita effettivi del fatturato e degli investimenti<sup>(1)</sup>**

	Totale	Area geografica			Dimensione <sup>(2)</sup>			Settore	
		Nord Ovest	Nord Est	Centro e Sud	Piccole	Medie	Grandi	Industria	Servizi
<b>Fatturato</b>									
Tasso nullo o negativo	12.0%	13.2%	13.0%	7.5%	15.6%	11.1%	9.1%	14.4%	4.3%
1%-2.5%	5.5%	4.4%	8.7%	2.5%	6.3%	6.2%	3.6%	7.2%	0.0%
2.6%-5.0%	4.5%	4.4%	5.8%	2.5%	7.8%	3.7%	1.8%	4.6%	4.3%
5.1%-10.0%	18.5%	19.8%	18.8%	15.0%	21.9%	19.8%	12.7%	20.3%	12.8%
10.1%-15.0%	18.0%	19.8%	14.5%	20.0%	17.2%	16.0%	21.8%	17.6%	19.1%
15.1%-25.0%	16.0%	13.2%	15.9%	22.5%	7.8%	18.5%	21.8%	14.4%	21.3%
25.1%-50.0%	10.5%	6.6%	11.6%	17.5%	10.9%	9.9%	10.9%	8.5%	17.0%
Oltre il 50.0%	15.0%	18.7%	11.6%	12.5%	12.5%	14.8%	18.2%	13.1%	21.3%
Tasso medio	16.0%	17.9%	13.0%	16.8%	10.6%	17.9%	19.6%	14.4%	21.6%
Tasso mediano	11.2%	10.7%	10.0%	14.4%	8.0%	12.0%	13.0%	9.9%	15.6%
<b>Investimenti lordi</b>									
Tasso nullo o negativo	24.5%	26.4%	29.0%	26.4%	34.4%	21.0%	18.2%	25.5%	21.3%
1%-2.5%	7.0%	3.3%	11.6%	3.3%	7.8%	6.2%	7.3%	6.5%	8.5%
2.6%-5.0%	5.5%	3.3%	5.8%	3.3%	9.4%	2.5%	5.5%	5.2%	6.4%
5.1%-10.0%	8.0%	6.6%	8.7%	6.6%	7.8%	11.1%	3.6%	9.2%	4.3%
10.1%-15.0%	8.5%	9.9%	5.8%	9.9%	9.4%	7.4%	9.1%	9.8%	4.3%
15.1%-25.0%	9.5%	9.9%	7.2%	9.9%	6.3%	11.1%	10.9%	9.2%	10.6%
25.1%-50.0%	13.0%	15.4%	14.5%	15.4%	6.3%	14.8%	18.2%	15.0%	6.4%
Oltre il 50.0%	24.0%	25.3%	17.4%	25.3%	18.8%	25.9%	27.3%	19.6%	38.3%
Tasso medio	20.8%	21.8%	15.2%	28.5%	14.4%	24.2%	23.4%	18.9%	27.3%
Tasso mediano	10.0%	12.2%	4.5%	11.7%	3.3%	12.5%	16.0%	9.8%	11.3%

(1) Tasso annuo di crescita del fatturato, media annua periodo 1998-2000

(2) Le classi dimensionali sono così costituite: le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro; le medie imprese tra 75 e 150 milioni di euro; le grandi imprese oltre 150 milioni di euro

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

(19) Sono cresciute di più le imprese di grandi dimensioni (19,6% rispetto al 10,6% delle piccole) e le imprese appartenenti al macrosettore dei servizi (21,6% rispetto al 14,4% dell'industria). A livello territoriale il Nord Est ha mostrato tassi di crescita meno vivaci (13,0%).



A momenti di forte accelerazione si alternano fasi di assenza totale di nuovi investimenti: il 24,5% delle imprese ha tassi di variazione nulli o negativi delle immobilizzazioni lorde mentre il 37,0% registra variazioni superiori al 25,0% (per il 24,0% delle imprese del campione anche superiori al 50,0%).

In termini prospettici, le aspettative di crescita del campione per il proprio settore nel triennio successivo sono più prudenziiali rispetto a quelle riferite alla singola impresa e registrate a consuntivo. Circa la metà delle imprese posiziona il tasso annuo di incremento del fatturato nel settore di appartenenza tra l'1% e il 5% con una media ponderata dell'intero campione del 5,8%. La percentuale di coloro che si attendono tassi di crescita negativi è pari al 13,5%. Per ripartizione geografica, le imprese del Nord Ovest sono quelle che dichiarano tassi di crescita settoriali significativamente inferiori (4,8% in media), sia nei confronti delle imprese del Nord Est (6,5%) che del Centro Sud (7,2%). Per quanto concerne gli investimenti, la maggior parte delle imprese intervistate (89,1%) dichiara di avere dei progetti per il triennio successivo<sup>20</sup>.

**Tavola 9 - Tassi di crescita attesi del fatturato nel settore di appartenenza, per il triennio successivo<sup>(1)</sup>**

Totale	Area geografica			Dimensione <sup>(2)</sup>			Settore	
	Nord Ovest	Nord Est	Centro e Sud	Piccole	Medie	Grandi	Industria	Servizi
Tasso nullo o negativo	13.5%	15.4%	13.0%	10.0%	12.7%	12.5%	15.8%	14.8%
1%-2.5%	26.0%	29.7%	18.8%	30.0%	27.0%	26.3%	24.6%	23.5%
2.6%-5.0%	23.5%	24.2%	26.1%	17.5%	22.2%	18.8%	31.6% <b>m</b>	22.8%
5.1%-10.0%	18.5%	19.8%	17.4%	17.5%	22.2%	17.5%	15.8%	20.1%
10.1%-15.0%	10.0%	5.5%	14.5% <b>o</b>	12.5%	7.9%	13.8%	7.0%	9.4%
Oltre il 15.0%	7.0%	4.4%	7.2%	12.5% <b>o</b>	4.8%	10.0%	5.3%	7.4%
Non indica	1.5%	1.1%	2.9%	-	3.2%	1.3%	-	2.0%
Tasso medio <sup>(3)</sup>	5.8%	4.8%	6.5% <b>o</b>	7.2% <b>o</b>	5.4%	6.8%	5.0%	5.9%
								5.5%

(1) La tavola riporta i test di significatività nelle differenze tra le frequenze a livello 10% e 5%, indicati rispettivamente con lettera minuscola e maiuscola. Le lettere indicano rispetto a quale classe vi è una differenza positiva significativa: nella fattispecie O, E e C indicano rispettivamente Nord Ovest, Nord Est e Centro e Sud; P, M e G la dimensione piccola, media e grande; I e S i settori industria e servizi

(2) Le classi dimensionali sono così costituite: le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro; le medie imprese tra 75 e 150 milioni di euro; le grandi imprese oltre 150 milioni di euro

(3) Il tasso medio di crescita è un tasso ponderato ottenuto valorizzando ogni classe per il suo valore centrale e applicando all'ultima il valore 25,0%

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

### 4.3 Il contesto competitivo, i piani strategici e gli investimenti pianificati

L'analisi del contesto competitivo di riferimento dell'impresa e le decisioni strategiche che ne conseguono consentono di identificare l'esistenza e l'importanza delle condizioni strutturali e di settore e degli obiettivi imprenditoriali che possono rappresentare stimoli a considerare la decisione della quotazione tra le scelte strategiche e tra le moda-

(20) E' da rilevare un aumento delle imprese che dichiarano di non voler porre in essere alcun investimento. Ciò può essere in parte dovuto a ragioni di natura congiunturale, essendo stato il triennio 1999-2001 caratterizzato da incentivi fiscali che potrebbero aver spinto ad anticipare le decisioni di investimento.



lità di finanziamento. L'esistenza a livello settoriale di opportunità di sviluppo che l'impresa è chiamata a utilizzare, attraverso canali di finanziamento sia interni che esterni, può implicare il ricorso al capitale di rischio solo laddove la crescita è una scelta esplicita per la quale l'autofinanziamento può non essere sufficiente. Volendo dunque valutare il grado di prossimità delle imprese alla quotazione, è significativo considerare il contesto competitivo e le priorità strategiche che le imprese percepiscono, e i conseguenti investimenti pianificati a supporto di tali priorità. I risultati consentono di fornire un'interessante fotografia del tessuto imprenditoriale italiano, che appare caratterizzato da una prevalente monodirezionalità. Appare come le imprese concentrino gran parte delle loro attenzioni sugli aspetti connessi all'attività produttiva, sottostimando la crescente importanza che stanno assumendo altri fattori di competitività e trascurando la necessità di sviluppare significativi piani di investimento per rafforzare i propri punti di debolezza. Dall'integrazione della percezione che le imprese hanno delle sfide strategiche del settore di appartenenza e dei fattori considerati quali punti di forza e debolezza, appare infatti come le imprese pongano in maniera decisa l'accento sul prodotto e sui fattori produttivi necessari per difendere la posizione competitiva finora consolidata.

**Tavola 10 - Principali sfide strategiche del settore<sup>(1)</sup>**

	Totale	Dimensione <sup>(2)</sup>			Settore	
		Piccole	Medie	Grandi	Industria	Servizi
Crescente competizione sui prodotti esistenti	63.0%	68.3%	61.3%	59.6%	67.1% <b>S</b>	51.0%
Entrata nel mercato:						
- di nuovi concorrenti	38.0%	33.3%	38.8%	42.1%	36.2%	43.1%
- di nuovi prodotti sostitutivi	17.5%	23.8%	15.0%	14.0%	21.5% <b>S</b>	5.9%
Crescente criticità nei rapporti:						
- con i fornitori	12.5%	12.7%	8.8%	17.5%	11.4%	15.7%
- con i clienti	26.5%	19.0%	28.8%	31.6%	27.5%	23.5%
Altro	3.5%	3.2%	1.3%	7.0% <b>m</b>	4.0%	2.0%
Non indica	1.0%	1.6%	1.3%	-	0.7%	2.0%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla. La tavola riporta i test di significatività nelle differenze tra le frequenze a livello 10% e 5%, indicati rispettivamente con lettera minuscola e maiuscola. Le lettere indicano rispetto a quale classe vi è una differenza positiva significativa: nella fattispecie P, M e G indicano rispettivamente la dimensione piccola, media e grande; I e S i settori industria e servizi

(2) Le classi dimensionali sono così costituite: le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro; le medie imprese tra 75 e 150 milioni di euro; le grandi imprese oltre 150 milioni di euro

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

La crescente competizione sui prodotti esistenti costituisce la principale sfida strategica da affrontare (tavola 10), segnalata dal 63,0% delle imprese. Seguono, nettamente meno menzionate, l'entrata nel mercato di nuovi concorrenti (38,0%), la crescente criticità nei rapporti con i clienti (26,5%), l'entrata nel mercato di nuovi prodotti sostitutivi (17,5%) o le crescenti criticità nei rapporti con i fornitori (12,5%). La centralità per i prodotti, pur rimanendo elevata, decresce all'aumentare della dimensione aziendale<sup>21</sup>. La

(21) Differenziali significativi si registrano a livello settoriale: le imprese che operano nel settore industriale, nei confronti con le aziende dei servizi, attribuiscono un'importanza superiore alla competizione sui prodotti esistenti (rispettivamente il 67,1% rispetto al 51,0%) e sui potenziali prodotti sostitutivi (il 21,5% rispetto al 5,9%) e inferiore all'entrata nel mercato di nuovi concorrenti (36,2% rispetto al 43,1%).



competizione sui prodotti esistenti e su nuovi prodotti sostitutivi è centrale soprattutto per le imprese di piccole dimensioni (rispettivamente il 68,3% e il 23,8%), mentre per le grandi imprese il contesto competitivo è percepito come più complesso e crescono i timori connessi a nuovi potenziali concorrenti (42,1%) e alla crescente difficoltà nei rapporti con clienti (31,6%) e fornitori (17,5%).

Tra i fattori di successo il maggiore punto di forza dell'azienda risiede nelle caratteristiche e nella gamma di prodotti e servizi che compongono l'offerta alla clientela (tavola 11). Il 61,5% delle imprese lo indicano come area di forza rispetto ai principali concorrenti, percentuale che raggiunge il 68,4% per le grandi imprese mentre scende al 52,4% per le piccole (che erano quelle che simmetricamente segnalavano anche i maggiori timori per la crescente competizione sui prodotti esistenti). La centralità del prodotto/servizio tende a estendersi anche al rapporto con la clientela che, seguendo un modello piuttosto diffuso tra le produzioni tipiche del *made in Italy*, può anche configurarsi come la capacità di offrire beni *tailor made* e un insieme di servizi a essi complementari. La maggiore attenzione per il cliente e i suoi bisogni come area di forza è indicato dal 43,0% delle imprese, e anche in tal caso questa capacità appare più netta per le imprese di grandi dimensioni (50,9% rispetto al 33,3% delle imprese piccole).

Il secondo gruppo di fattori indicati come punti di forza è costituito dall'eccellenza dei fattori della produzione: la qualità delle risorse umane è menzionata dal 36,5% delle imprese mentre, sul fronte dell'impiego di capitale, la modernità degli impianti e delle apparecchiature che assicurano un'elevata efficienza produttiva e la capacità di gestire i processi di innovazione sono citati rispettivamente dal 35,5% e dal 32,5% delle imprese.

E' meno menzionata la capacità di ottenere maggiori livelli di efficienza nei processi gestionali: il 29,0% indica la capacità di essere flessibili e l'efficienza della rete distributiva, il 22,5% una migliore gestione del magazzino, il 20,5% una migliore gestione finanziaria.

Laddove le imprese dichiarano le loro aree di debolezza rispetto ai concorrenti (tavola 12), va rilevato un minor numero di risposte in valore assoluto rispetto ai punti di forza (e una presenza non irrilevante di imprese che non ne indicano alcuno) a segnalare una certa difficoltà a individuare con precisione gli aspetti sui quali sarebbe opportuno porre in essere ulteriori investimenti. Quando i punti di debolezza vengono segnalati, sono menzionati soprattutto la difficoltà a porre in essere e mantenere aggressive strategie di prezzo (28,0% del campione, che raggiunge il 38,6% tra le grandi differenziandosi significativamente dalle medie), i problemi connessi alle insufficienti dimensioni che danno luogo a inefficienti economie di scala e a un minor potere contrattuale (25,0%) e i processi di internazionalizzazione produttiva e commerciale (19,5%). La dimensione e il grado di internazionalizzazione sono percepiti come punti di debolezza soprattutto dalle imprese di piccole e medie dimensioni<sup>22</sup>.

(22) Esistono infine forti specificità settoriali nel dichiarare le proprie aree di forza e debolezza. Tra le prime prevalgono in modo statisticamente significativo per il settore industriale la gamma di prodotti, la capacità di gestire in modo flessibile i processi produttivi e di innovazione, di mantenere politiche di prezzo aggressive. Tra le aree di debolezza, l'industria segnala maggiormente problemi connessi alla rete distributiva, mentre i servizi indicano in maniera più preoccupata aspetti di capacità di gestione dei processi innovativi e una gestione finanziaria efficiente.



**Tavola 11 - Aree di forza rispetto ai principali concorrenti<sup>(1)</sup>**

	Totale	Dimensione <sup>(2)</sup>			Settore	
		Piccole	Medie	Grandi	Industria	Servizi
Caratteristiche/gamma di prodotti e servizi	61.5%	52.4%	63.8%	68.4% <b>P</b>	67.1% <b>S</b>	45.1%
Grandi dimensioni (economie di scala, potere contrattuale)	25.0%	22.2%	21.3%	33.3%	22.8%	31.4%
Modernità impianti/apparecchiature (efficienza produttiva)	35.5%	33.3%	37.5%	35.1%	36.9%	31.4%
Flessibilità dei flussi produttivi al mutare del ciclo economico	29.0%	27.0%	35.0%	22.8%	34.2% <b>S</b>	13.7%
Migliore gestione del magazzino	22.5%	19.0%	25.0%	22.8%	22.8%	21.6%
Maggiore integrazione verticale (tutte le fasi della lavorazione)	25.5%	19.0%	30.0%	26.3%	28.9% <b>S</b>	15.7%
Maggiore integrazione orizzontale (una sola fase della lavorazione)	7.0%	4.8%	6.3%	10.5%	8.7%	2.0%
Capacità di gestire i processi di innovazione tecnologica	32.5%	30.2%	36.3%	29.8%	36.2% <b>S</b>	21.6%
Efficienza della rete distributiva	29.0%	27.0%	31.3%	28.1%	24.8%	41.2% <b>I</b>
Maggiore internazionalizzazione produttiva e commerciale	19.0%	17.5%	18.8%	21.1%	22.1% <b>S</b>	9.8%
Qualità delle risorse umane	36.5%	36.5%	36.3%	36.8%	36.9%	35.3%
Maggiore attenzione al cliente e ai suoi bisogni	43.0%	33.3%	45.0%	50.9% <b>P</b>	42.3%	45.1%
Efficaci politiche di marketing	18.0%	17.5%	18.8%	17.5%	19.5%	13.7%
Possibilità di mantenere aggressive politiche di prezzo	14.5%	11.1%	18.8%	12.3%	17.4% <b>S</b>	5.9%
Migliore gestione finanziaria	20.5%	17.5%	23.8%	19.3%	24.2% <b>S</b>	9.8%
Capacità di contrattazione con il sistema bancario	19.5%	14.3%	22.5%	21.1%	19.5%	19.6%
Esperienza consolidata ed eccellenza sul campo	3.5%	4.8%	1.3%	5.3%	4.0%	2.0%
Altro	1.0%	-	1.3%	1.8%	0.7%	2.0%
Non indica	-	-	-	-	-	-

(1) La domanda ammetteva risposta multipla. La tavola riporta i test di significatività nelle differenze tra le frequenze a livello 10% e 5%, indicati rispettivamente con lettera minuscola e maiuscola. Le lettere indicano rispetto a quale classe vi è una differenza positiva significativa: nella fattispecie P, M e G indicano rispettivamente la dimensione piccola, media e grande; I e S i settori industria e servizi

(2) Le classi dimensionali sono così costituite: le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro; le medie imprese tra 75 e 150 milioni di euro; le grandi imprese oltre 150 milioni di euro

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

**Tavola 12 - Aree di debolezza rispetto ai principali concorrenti<sup>(1)</sup>**

	Totale	Classe dimensionale <sup>(2)</sup>			Settore	
		Piccole	Medie	Grandi	Industria	Servizi
Caratteristiche/gamma di prodotti e servizi	5.0%	6.3%	3.8%	5.3%	5.4%	3.9%
Grandi dimensioni (economie di scala, potere contrattuale)	25.0%	25.4%	30.0% <b>G</b>	17.5%	24.8%	25.5%
Modernità impianti/apparecchiature (efficienza produttiva)	4.0%	6.3%	2.5%	3.5%	5.4%	-
Flessibilità dei flussi produttivi al mutare del ciclo economico	12.5%	12.7%	15.0%	8.8%	14.8%	5.9%
Migliore gestione del magazzino	12.6%	6.3%	16.3% <b>P</b>	14.0%	14.1%	7.8%
Maggiore integrazione verticale (tutte fasi della lavorazione)	8.0%	7.9%	6.3%	10.5%	8.7%	5.9%
Maggiore integrazione orizzontale (una sola fase della lavorazione)	6.5%	3.2%	6.3%	10.5%	7.4%	3.9%
Capacità di gestire i processi di innovazione tecnologica	7.0%	6.3%	8.8%	5.3%	4.7%	13.7% <b>I</b>
Efficienza della rete distributiva	17.5%	11.1%	21.3%	19.3%	20.8% <b>S</b>	7.8%
Maggiore internazionalizzazione produttiva e commerciale	19.5%	19.0%	22.5%	15.8%	18.8%	21.6%
Qualità delle risorse umane	10.5%	6.3%	13.8%	10.5%	9.4%	13.7%
Maggiore attenzione al cliente e ai suoi bisogni	2.5%	1.6%	2.5%	3.5%	2.7%	2.0%
Efficaci politiche di marketing	17.5%	7.9%	26.3% <b>P</b>	15.8%	16.8%	19.6%
Possibilità di mantenere aggressive politiche di prezzo	28.0%	25.4%	22.5%	38.6% <b>M</b>	28.2%	27.5%
Migliore gestione finanziaria	8.0%	6.3%	10.0%	7.0%	5.4%	15.7% <b>I</b>
Capacità di contrattazione con il sistema bancario	10.5%	4.8%	13.8% <b>P</b>	12.3%	9.4%	13.7%
Esperienza consolidata ed eccellenza sul campo	-	-	-	-	-	-
Altro	0.5%	-	-	1.8%	0.7%	-
Non indica	13.0%	12.7%	11.3%	15.8%	10.1%	21.6% <b>S</b>

(1) La domanda ammetteva risposta multipla. La tavola riporta i test di significatività nelle differenze tra le frequenze a livello 10% e 5%, indicati rispettivamente con lettera minuscola e maiuscola. Le lettere indicano rispetto a quale classe vi è una differenza positiva significativa: nella fattispecie P, M e G indicano rispettivamente la dimensione piccola, media e grande; I e S i settori industria e servizi

(2) Le classi dimensionali sono così costituite: le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro; le medie imprese tra 75 e 150 milioni di euro; le grandi imprese oltre 150 milioni di euro

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D



Dal punto di vista delle strategie competitive la popolazione delle imprese quotabili, pur essendo nel confronto con il complesso delle imprese italiane di dimensione maggiore, tende a riprodurre un modello diffuso tra le produzioni tipiche del *made in Italy*. Innanzi tutto vi è la centralità del prodotto/servizio offerto, che è l'area di forza dell'impresa ma anche il canale sul quale si concentrano i principali timori competitivi. L'impresa ha quindi sviluppato strategie non di prezzo fortemente centrate sulla produzione: la qualità del prodotto e la diversificazione della gamma, l'ampliamento del prodotto/servizio che tende a comprendere anche il rapporto personalizzato con la clientela, l'eccellenza nei fattori della produzione siano essi risorse umane, capitale investito o innovazione. Sono molto meno importanti le strategie non di prezzo disgiunte dalla produzione, quali le attività di marketing in senso lato. Appaiono invece poco percepiti i punti di debolezza, anche se l'enfasi viene posta sugli aspetti sovente evidenziati come importanti criticità del sistema industriale italiano (difficile sostenibilità di *pricing* aggressivi, dimensioni aziendali insufficienti e complessità nella gestione dei processi di internazionalizzazione).

L'analisi del contesto competitivo di riferimento percepito dalle imprese rende possibile interpretare gli obiettivi effettivamente pianificati per il medio termine, gli investimenti previsti per la loro realizzazione e le scelte finanziarie a essi connesse. La tavola 13 è dedicata ai progetti prioritari di sviluppo nel medio termine, il cui *ranking* conferma come resti la centralità dell'ampliamento e dell'irrobustimento dell'attività esistente a cui si stanno però gradualmente affiancando anche la necessità di irrobustimento di alcune aree di debolezza. La tavola 14 sottolinea però come questo venga perseguito quasi esclusivamente attraverso investimenti di tipo tradizionale, in capitale fisico e in nuove risorse umane.

Più dei due terzi delle imprese intervistate (71,0%) individua come obiettivo di medio termine la crescita dell'impresa attraverso l'incremento della quota di mercato nel business attuale. A questo primo obiettivo si affianca la volontà di effettuare innovazioni sia di prodotto che di processo (52,0%) e di crescere attraverso un maggior grado di internazionalizzazione attraverso la penetrazione in nuovi mercati geografici di sbocco (51,0%). Seguono obiettivi quali la diversificazione in nuove aree di business (41,5%), l'avvio di processi di ristrutturazione e contenimento dei costi (38,0%), il miglioramento del livello di competenze del personale (37,5%). Miglioramenti di efficienza legati sia alle fasi di approvvigionamento che a quelle distributive sono ritenuti con minor frequenza una priorità. La stessa cosa dicasi per tutte le tematiche connesse alle operazioni di finanza ordinaria e straordinaria: la crescita attraverso operazioni di fusione e acquisizione è menzionata dal 34,0% degli intervistati e il miglioramento della gestione finanziaria dal 31,0%<sup>23</sup>.

(23) Alcune differenze nelle risposte sono ravvisabili dalla ripartizione per dimensione dell'impresa. Le grandi imprese hanno, rispetto alle piccole, in modo più diffuso progetti di crescita legati all'internazionalizzazione (61,4% rispetto al 52,4% delle piccole e il 42,5% delle medie) o attraverso processi di fusione e acquisizione (38,6% rispetto al 25,4% delle piccole, seppur la differenza non sia significativa statisticamente). Per converso, le piccole e medie imprese menzionano con maggiore frequenza l'obiettivo di avviare processi di ristrutturazione e contenimento dei costi (41,3% rispetto al 26,3% delle grandi) e di rendere più efficaci le fasi di assistenza al cliente e il servizio post-vendita (38,1% rispetto al 26,3% delle grandi).



**Tavola 13 - Progetti prioritari di sviluppo nel medio termine<sup>(1)</sup>**

	Totale	Dimensione <sup>(2)</sup>			Settore	
		Piccole	Medie	Grandi	Industria	Servizi
- Crescere attraverso:						
incremento della quota di mercato nel business attuale	71.0%	74.6%	67.5%	71.9%	67.1%	82.4% <b>I</b>
ingresso in nuove aree di business (diversificazione)	41.5%	47.6%	38.8%	38.6%	43.0%	37.3%
maggiore internazionalizzazione/nuovi mercati geografici	51.0%	52.4%	42.5%	61.4% <b>M</b>	54.4%	41.2%
processi di fusione/acquisizione	34.0%	25.4%	37.5%	38.6%	30.9%	43.1%
- Avviare processi di ristrutturazione e riorganizzazione per controllare i costi	38.0%	41.3% <b>G</b>	43.8% <b>G</b>	26.3%	36.9%	41.2%
- Effettuare innovazione di prodotto/processo	52.0%	58.7%	46.3%	52.6%	59.1% <b>S</b>	31.4%
- Migliorare gestione degli approvvigionamenti e del magazzino	26.5%	25.4%	28.8%	24.6%	28.2%	21.6%
- Rendere più efficiente la distribuzione/ampliare la rete distributiva	28.5%	22.2%	31.3%	31.6%	28.2%	29.4%
- Rendere più efficaci le fasi di assistenza al cliente e al servizio post-vendita	32.5%	38.1%	32.5%	26.3%	32.2%	33.3%
- Migliorare la gestione finanziaria	31.0%	30.2%	32.5%	29.8%	31.5%	29.4%
- Gestire il passaggio generazionale	21.5%	20.6%	21.3%	22.8%	22.8%	17.6%
- Migliorare il livello di competenze del personale	37.5%	39.7%	36.3%	36.8%	38.9%	33.3%
- Non indica	0.5%	1.6%	-	-	0.7%	-

(1) La domanda ammetteva risposta multipla. La tavola riporta i test di significatività nelle differenze tra le frequenze a livello 10% e 5%, indicati rispettivamente con lettera minuscola e maiuscola. Le lettere indicano rispetto a quale classe vi è una differenza positiva significativa: nella fattispecie P, M e G indicano rispettivamente la dimensione piccola, media e grande; I e S i settori industria e servizi

(2) Le classi dimensionali sono così costituite: le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro; le medie imprese tra 75 e 150 milioni di euro; le grandi imprese oltre 150 milioni di euro

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

**Tavola 14 - Investimenti in progetto nei tre anni successivi<sup>(1)</sup>**

	Totale	Dimensione <sup>(2)</sup>			Settore	
		Piccole	Medie	Grandi	Industria	Servizi
Nessuno	10.0%	4.8%	15.0% <b>P</b>	8.8%	10.1%	9.8%
Sì						
- Investimenti in ricerca e sviluppo	57.0%	58.7%	53.8%	59.6%	61.7% <b>S</b>	43.1%
- Acquisto, ammodernamento di immobilizzazioni materiali	60.5%	65.1%	53.8%	64.9%	57.7%	68.6%
- Acquisizione di altre aziende in Italia	28.0%	23.8%	31.3%	28.1%	26.8%	31.4%
- Acquisizione di altre aziende all'estero	17.5%	20.6% <b>M</b>	8.8%	26.3% <b>M</b>	20.1% <b>S</b>	9.8%
- Istituzione di proprie filiali	23.0%	20.6%	23.8%	24.6%	24.2%	19.6%
- Acquisizione di brevetti/marchi	14.5%	15.9%	11.3%	17.5%	16.1%	9.8%
- Investimenti in marketing e pubblicità	43.0%	44.4%	41.3%	43.9%	42.3%	45.1%
- Ampliamento dipendenti/assunzione personale qualificato	52.0%	47.6%	56.3%	50.9%	51.0%	54.9%
- Altro	2.0%	1.6%	2.5%	1.8%	2.0%	2.0%
Non indica	1.0%	-	1.3%	1.8%	1.3%	-

(1) La domanda ammetteva risposta multipla. La tavola riporta i test di significatività nelle differenze tra le frequenze a livello 10% e 5%, indicati rispettivamente con lettera minuscola e maiuscola. Le lettere indicano rispetto a quale classe vi è una differenza positiva significativa: nella fattispecie P, M e G indicano rispettivamente la dimensione piccola, media e grande; I e S i settori industria e servizi

(2) Le classi dimensionali sono così costituite: le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro; le medie imprese tra 75 e 150 milioni di euro; le grandi imprese oltre 150 milioni di euro

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Le tipologie di investimenti che le imprese hanno in progetto per il prossimo triennio sono di tipo tradizionale, fortemente legati all'ampliamento e miglioramento dei fattori produttivi. L'ammodernamento di impianti e macchinari e gli investimenti in R&D sono menzionati rispettivamente dal 60,5% e dal 57,0% delle imprese mentre l'ampliamento nel numero di dipendenti e l'assunzione di personale qualificato dal 52,0%. Investimenti



di rilievo non direttamente connessi al processo produttivo sono essenzialmente quelli in marketing e pubblicità (43,0%). Compatibilmente con gli obiettivi precedentemente dichiarati, assumono minore importanza anche le operazioni di M&A sia sul mercato interno che internazionale (fatta parziale eccezione per le imprese di grandi dimensioni)<sup>24</sup>.

La tavola 15 propone le modalità di finanziamento individuate dalle imprese quotate per l'attuazione di questi piani di investimento. Le risposte date presentano un'importanza relativa attribuita alle varie fonti in linea con i suggerimenti della letteratura sulla *capital structure* e con altri risultati empirici ottenuti per il caso italiano. La fonte di finanziamento primaria per le imprese è costituita dall'autofinanziamento, indicato dal 77,5% delle imprese rispondenti; segue il credito bancario a medio/lungo termine sia ordinario (52,8%) che agevolato (36,0%). L'elevato grado di diffusione dei contratti di locazione di *leasing* e *factoring* (indicati dal 38,8% delle imprese) è segnalato dal fatto che nel campione intervistato questi strumenti sopravanzano il credito bancario a breve termine (26,4%). Il finanziamento con *equity* è collocato dopo l'indebitamento bancario: la possibilità di effettuare aumenti di capitale da parte dei soci è menzionata dal 14,6% delle imprese, di allargare la proprietà dal 12,4%, di far ricorso al mercato azionario dal 12,9%.

**Tavola 15 - Modalità di finanziamento dei progetti futuri<sup>(1)</sup>**

	Totale	Dimensione <sup>(2)</sup>			Settore	
		Piccole	Medie	Grandi	Industria	Servizi
Autofinanziamento (risorse proprie/accantonamenti)	77.5%	70.0%	82.1%	80.4%	76.5%	80.4%
Aumenti di capitale sottoscritti dai soci attuali	14.6%	13.3%	14.9%	15.7%	15.2%	13.0%
Allargamento della proprietà a nuovi soci	12.4%	5.0%	17.9% <b>P</b>	13.7%	12.1%	13.0%
Emissione obbligazioni convertibili	5.1%	6.7%	3.0%	5.9%	5.3%	4.3%
Credito bancario a breve termine	26.4%	21.7%	26.9%	31.4%	26.5%	26.1%
Credito di fornitura	8.4%	5.0%	13.4%	5.9%	7.6%	10.9%
Credito bancario a medio/lungo termine ordinario	52.8%	51.7%	53.7%	52.9%	56.1%	43.5%
Credito bancario a medio/lungo termine agevolato	36.0%	40.0%	28.4%	41.2%	37.9%	30.4%
Contratti di <i>leasing</i> e <i>factoring</i>	38.8%	40.0% <b>g</b>	49.3% <b>G</b>	23.5%	37.9%	41.3%
Attraverso la quotazione	12.9%	6.7%	11.9%	21.6% <b>P</b>	13.6%	10.9%
Altro	2.8%	5.0%	-	3.9%	3.0%	2.2%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla ed è stata posta a chi ha risposto di avere intenzione di porre in essere investimenti nei tre anni successivi. La tavola riporta i test di significatività nelle differenze tra le frequenze a livello 10% e 5%, indicati rispettivamente con lettera minuscola e maiuscola. Le lettere indicano rispetto a quale classe vi è una differenza positiva significativa: nella fattispecie P, M e G indicano rispettivamente la dimensione piccola, media e grande; I e S i settori industria e servizi

(2) Le classi dimensionali sono così costituite: le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro; le medie imprese tra 75 e 150 milioni di euro; le grandi imprese oltre 150 milioni di euro

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Sul fronte del finanziamento con capitale proprio, sono le imprese di medie dimensioni a segnalare maggiormente l'allargamento della proprietà a nuovi soci come modalità di acquisizione di nuove risorse (17,9% rispetto al 5,0% delle piccole, con differenze significative al 5%), mentre è soprattutto la grande impresa a considerare l'opportunità della quotazione (21,6% rispetto al 6,7% delle piccole, con differenze significative al 5%).

(24) Gli investimenti in progetto per i tre anni successivi ricalcano come *ranking* investimenti già effettuati nei tre anni precedenti.



L'autofinanziamento e l'indebitamento sono dunque le fonti principali di finanziamento per le imprese italiane, incentivate da piani strategici e di investimento principalmente legati all'ampliamento interno della capacità produttiva (nuove risorse umane, investimenti in impianti e macchinari), più facilmente pianificabili e gestibili. E' però vero che in presenza di una percezione più diffusa dell'esistenza di rischi alla propria posizione competitiva e della necessità di porre in essere piani di investimento per attuare strategie di crescita e colmare gli attuali punti di debolezza percepiti (dimensione, internazionalizzazione), il capitale di rischio potrebbe costituire per le imprese l'unica alternativa possibile. La quotazione si configura infatti come azione a raccolta di fondi per finanziare progetti di investimento a maggiore livello di rischiosità, che richiedono nuove risorse in un orizzonte temporale medio-lungo. Nel contesto descritto l'utilizzo sistematico del capitale di rischio ha finora trovato una certa resistenza.

#### 4.4 Le caratteristiche della struttura proprietaria

Come evidenziato nella letteratura economica, le caratteristiche della struttura proprietaria sono correlate alla probabilità di quotazione. Il grado di apertura è stato quindi analizzato con riferimento sia al numero sia alla tipologia dei soci. Quanto più la proprietà è concentrata, tanto maggiori dovrebbero essere le possibilità di estrarre *private benefits* dalle attività dell'impresa; tanto più la proprietà è nelle mani dei soci fondatori della società o di una famiglia di riferimento, tanto maggiore dovrebbe essere l'identificazione tra proprietari e attività dell'impresa. In entrambi i casi è presumibile che siano minori le probabilità di ricorso al mercato azionario.

Nonostante il campione includa imprese di dimensioni superiori rispetto alla media del Paese, emerge un quadro che fotografa una proprietà piuttosto concentrata e con un peso rilevante di società familiari, sostanzialmente non diverso dalla tipologia d'impresa che caratterizza l'industria italiana.

La proprietà fa riferimento nel 13,6% dei casi a un unico socio e nel 70,4% dei casi a un numero di soci inferiore a 6. Dato di maggiore interesse, laddove la proprietà non sia nelle mani di un unico proprietario, nel 28,6% dei casi partecipano all'impresa solo altri membri della famiglia. Il campione include quindi un 38,3% di società completamente possedute da una famiglia di riferimento. Nei casi in cui la proprietà include più di un socio, nel 38,4% delle società sono state coinvolte altre persone fisiche, nel 35,5% uno o più soci di natura industriale e nel 23,3% uno o più soci di natura bancaria o finanziaria. Nell'82,0% dei casi la proprietà include soci di tipo familiare. Nel 35,7% gli attuali soci di riferimento sono (escludendo i casi dove si ha un unico socio) i soli fondatori della società e nel 77,3% dei casi i soci fondatori sono ancora presenti nella proprietà, ma essi si sono affiancati nel corso del tempo nuovi soci. Solo nel 22,7% delle imprese la struttura proprietaria non comprende più i soci fondatori.

Si tratta quindi in generale di società nelle quali resta forte il legame personale tra proprietari, spesso fondatori, e azienda, fattore da tenere in debita considerazione nell'analisi delle modalità di gestione della società e nella valutazione delle motivazioni alla base del livello di vicinanza al mercato azionario.

**Tavola 16 - Struttura proprietaria delle imprese<sup>(1)</sup>**

	Totale	Area geografica			Dimensione <sup>(2)</sup>			Settore	
		Nord Ovest	Nord Est	Centro e Sud	Piccole	Medie	Grandi	Industria	Servizi
<b>Numero di soci:</b>									
- un solo socio	13.6%	15.4%	8.8%	17.5%	17.5%	10.0%	14.3%	12.2%	17.6%
- da 2 a 5 soci	56.8%	58.2%	57.4%	52.5%	55.6%	52.5%	64.3%	59.5%	49.0%
- da 6 a 10 soci	16.6%	11.0%	25.0% <b>O</b>	15.0%	15.9%	18.8%	14.3%	14.9%	21.6%
- da 11 a 20 soci	3.5%	3.3%	-	10.0% <b>E</b>	-	7.5% <b>P</b>	1.8%	4.1%	2.0%
- più di 20 soci	9.5%	12.1%	8.8%	5.0%	11.1%	11.3%	5.4%	9.5%	9.8%
<b>Società con più di un socio. Presenza di:</b>									
- soci familiari	82.0%	84.2%	83.3%	71.9%	82.0%	84.5%	76.6%	87.3% <b>S</b>	64.3%
- altre persone fisiche	38.4%	36.1%	36.2%	23.3%	31.9%	35.7%	32.6%	35.0%	30.0%
- imprese di piccole e medie dimensioni	23.3%	12.9%	16.7%	13.3%	17.4%	13.4%	12.2%	12.9%	18.4%
- grandi imprese italiane	18.6%	4.3%	14.3% <b>O</b>	24.2% <b>O</b>	13.0%	7.1%	18.6% <b>M</b>	8.3%	23.1% <b>I</b>
- grandi imprese, gruppi esteri	16.9%	7.0%	11.1%	6.5%	6.5%	8.7%	9.8%	7.6%	10.8%
- soci di natura bancaria (banche commerciali, banche d'investimento)	19.2%	7.2%	12.5%	18.8% <b>O</b>	8.9%	13.0%	11.6%	10.9%	13.2%
- soci di natura finanziaria (venture capitalists, private equity...)	17.4%	10.0%	8.8%	12.9%	10.4%	11.6%	7.3%	10.8%	7.9%
<b>Ripartizione della proprietà:</b>									
- soci familiari	38.3%	43.1%	35.5%	33.3%	40.4%	40.0%	33.3%	41.1% <b>S</b>	28.9%
- soci familiari e altri	43.7%	45.8%	45.2%	36.4%	38.5%	45.7%	46.7%	44.2%	42.1%
- soli soci non familiari	18.0%	11.1%	19.4%	30.3% <b>O</b>	21.2%	14.3%	20.0%	14.7%	28.9% <b>I</b>

(1) La tavola riporta i test di significatività nelle differenze tra le frequenze a livello 10% e 5%, indicati rispettivamente con lettera minuscola e maiuscola. Le lettere indicano rispetto a quale classe vi è una differenza positiva significativa: nella fattispecie O, E e C indicano rispettivamente Nord Ovest, Nord Est e Centro e Sud; P, M e G la dimensione piccola, media e grande; I e S i settori industria e servizi

(2) Le classi dimensionali sono così costituite: le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro; le medie imprese tra 75 e 150 milioni di euro; le grandi imprese oltre 150 milioni di euro

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

#### 4.5 Le modalità di gestione e la disponibilità all'apertura della proprietà

A fronte delle caratteristiche della struttura proprietaria è sembrato rilevante indagare quale fosse l'atteggiamento della proprietà rispetto alle modalità di gestione dell'impresa, all'apertura del capitale e al livello di delega decisionale. Attitudini gestionali più aperte e dinamiche e livelli di delega superiori dovrebbero essere positivamente correlati a una maggiore propensione alla quotazione, quanto meno in via indiretta. La disponibilità a gestire programmi di crescita o di innovazione di ampio respiro, rinunciando eventualmente a una quota di proprietà per coinvolgere nella gestione nuovi soci con competenze complementari a quelle esistenti, una minore identificazione tra proprietà e controllo e la consapevolezza che i piani di crescita non debbano essere subordinati alle disponibilità interne di capitali (per evitare di perdere opportunità di sviluppo che creano valore) dovrebbero favorire la ricerca di capitali esterni e quindi, quale opzione disponibile, la quotazione sul mercato azionario.

Questi fattori costituiscono inoltre le precondizioni alla disponibilità di mettere in atto strategie di crescita di ampio respiro; la loro indagine viaggia quindi parallelamente



all'analisi del contesto competitivo in cui la società opera e dei piani strategici definiti a fronte dei propri obiettivi e dei punti di forza e debolezza percepiti.

**Tavola 17 - Attitudini generali alla gestione dell'impresa**

Affermazione proposta	Grado di accordo (1)		
	D'accordo	Molto d'accordo	Voto Medio
- Per essere competitivi bisogna stringere accordi con altre aziende, anche a rischio di perdere l'indipendenza	24.0%	18.5%	5.09
- L'azienda è e deve restare un patrimonio personale/familiare	11.0%	18.0%	4.82
- Nella mia azienda è abitudine condividere con il management i processi decisionali	32.5%	53.0%	6.49
- Bisogna essere sempre propositivi e innovativi sul mercato, anche se ciò comporta dei rischi	19.5%	74.0%	6.94
- L'azienda deve crescere utilizzando esclusivamente risorse/capitali interni	14.0%	11.0%	4.67
- E' essenziale che al management siano riconosciuti incentivi legati all'andamento dell'azienda	30.0%	52.0%	6.41
- La proprietà è aperta a rinnovare il proprio ruolo in azienda	35.5%	39.5%	6.10
- Pur di sfruttare le possibilità di crescita vale la pena rinunciare a una quota di proprietà	21.0%	43.0%	5.96
- Una buona strategia aziendale deve basarsi su un orizzonte temporale di almeno 5 anni	20.5%	67.5%	6.79
- Crediamo nella necessità di innovare	13.0%	85.0%	7.20
- Senza un management qualificato per la proprietà è difficile gestire l'azienda	11.5%	83.0%	7.20
- Per avere successo bisogna investire molto (capitali ed energie) nella ricerca e sviluppo di nuove opportunità di crescita	20.0%	75.0%	6.98

(1) La domanda prevedeva la risposta in una scala Likert, graduata tra i valori 3 (per niente d'accordo) e 8 (molto d'accordo). La colonna "d'accordo" riporta l'incidenza delle risposte nella classe 6 e la colonna "molto d'accordo" l'incidenza delle risposte nelle classi 7 e 8

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

In termini generali sembrano emergere atteggiamenti proattivi alla gestione dell'innovazione e alla ricerca di opportunità di crescita: l'85,0% degli intervistati è molto d'accordo sul fatto che sia necessario innovare in senso lato, e i tre quarti degli intervistati crede che sia necessario investire molto nella ricerca di nuove opportunità di crescita ed essere sempre propositivi e innovativi sul mercato, anche se questo comporta dei rischi. E' diffuso un buon riconoscimento della rilevanza del ruolo del management, a fianco della proprietà, nella gestione dell'impresa; per l'83,0% degli intervistati in assenza di un management qualificato sarebbe difficile gestire l'azienda. La disponibilità a intraprendere progetti di sviluppo significativi sembrerebbe confermata dal fatto che solo l'11,0% degli intervistati subordina la crescita della società alla disponibilità di risorse interne<sup>25</sup>.

E' però meno evidente se l'accordo a questi principi di massima trovi parallelo nella disponibilità a sopportare i costi legati all'effettiva realizzazione di azioni di questo tipo, e possa essere utilizzato come indizio per ipotizzare un altrettanto dinamico approccio rispetto al mercato azionario. Nonostante infatti solo il 18,0% ritenga che l'impresa debba

(25) Le indicazioni evidenziate sono state sintetizzate attraverso un'analisi *factor* che ha individuato due fattori indipendenti in grado di descrivere rispettivamente il grado di disponibilità all'apertura del capitale e l'attitudine a una gestione dinamica verso l'innovazione, la crescita e i livelli di delega decisionale. Ritenendo che questi elementi possano condizionare i livelli di propensione alla quotazione da parte delle imprese, i fattori individuati sono stati correlati ai livelli di vicinanza descritti nel paragrafo 3. Si veda al riguardo il paragrafo 4.6.



restare un patrimonio familiare, meno della metà degli intervistati (43,0%) sarebbe in qualche modo disposta a rinunciare a una quota di proprietà dell'azienda pur di sfruttare le opportunità di crescita e in parallelo a questo, solo il 18,5% circa degli intervistati giudica positivamente la possibilità di stringere accordi con altre imprese. Inoltre poco più della metà (52,0%) considera in modo positivo l'incentivazione del management attraverso schemi di remunerazione legati alle performance, funzione tipicamente svolta, anche se non esclusivamente, da piani di *stock options* basati sull'esistenza di un prezzo di mercato per i titoli. La persistenza di un'identificazione ancora non trascurabile tra imprenditore e impresa traspare anche dal fatto che in meno della metà dei casi (39,5%) le imprese dichiarano che la proprietà è disposta a rinnovare il proprio ruolo in azienda.

Nonostante siano ormai superati i timori legati all'associazione tra quotazione in Borsa e perdita del controllo della propria impresa e vi sia riconoscimento della quotazione quale efficace supporto alla crescita aziendale, restano dubbi sull'effettiva disponibilità ad accettare i prerequisiti fondamentali all'accesso al mercato.

Per poter quantificare le attitudini finora evidenziate solo in termini di percezioni, è stato chiesto alle imprese di valutare la possibilità di allargare la proprietà alle diverse tipologie di soci individuate in tavola 16 e di indicare chi sia attualmente coinvolto all'interno delle decisioni strategiche della società. Non a caso la disponibilità all'allargamento della proprietà è presa in considerazione nel breve termine (nei prossimi 3 anni) da meno della metà degli intervistati (46,5%): vengono indicati nell'ordine l'ingresso di altre imprese nel capitale (27,5% dei casi), il ricorso al pubblico attraverso la quotazione (17,0%), le società di *venture capital* e *private equity* (14,0%), nuovi soci individuali (14,0%, di cui nell'8,0% dei casi appartenenti alla famiglia di riferimento) e *merchant banks* (13,5%)<sup>26</sup>.

In meno della metà dei casi (38,0%) c'è inoltre l'abitudine a coinvolgere il management nei processi decisionali, almeno nel caso di decisioni di carattere strategico<sup>27</sup>. Con specifico riferimento alle modalità di finanziamento che devono essere adottate per supportare i piani strategici, nel 56,7% dei casi la decisione coinvolge i proprietari dell'impresa all'interno degli organi societari preposti. In circa 1 caso su 10 la decisione viene da questi presa in modo diretto.

#### 4.6 Un modello esplicativo dei comportamenti differenziali

Questo paragrafo vuole sintetizzare, all'interno di un unico modello empirico, le caratteristiche delle imprese sopra analizzate mettendole in relazione con le attitudini mostrate nei confronti della quotazione.

Come già descritto nel paragrafo 3, l'insieme delle imprese intervistate può essere

(26) Il 60,2% dei rispondenti ha indicato come motivazione alla base della necessità di allargare la proprietà il reperimento di risorse finanziarie, il 43,0% l'attivazione di sinergie industriali, il 34,4% la gestione di passaggi generazionali, il 24,7% il supporto alla pianificazione strategica, il 19,4% la consulenza finanziaria in vista di operazioni di finanza straordinaria e l'8,6% il completamento del *team manageriale*.

(27) Nel 19,0% delle imprese intervistate le decisioni strategiche vengono prese direttamente dai proprietari e nel 35,7% ai proprietari si affiancano gli organi di governo societario (Consiglio di Amministrazione, Direzione Generale ecc.) o il management. Solo nei casi rimanenti esiste un livello di delega decisionale pressoché completo.



segmentato sulla base del grado di prossimità al mercato azionario distinguendo due momenti del processo di avvicinamento alla decisione della quotazione. Il primo momento è quello puramente conoscitivo che consente di ripartire il campione in tre tipologie di imprese: quelle che non hanno mai pensato alla possibilità della quotazione, quelle che vi hanno pensato ma a grandi linee, quelle che hanno posto in essere una riflessione articolata circa le opportunità aperte dall'accesso al mercato azionario. Il secondo momento, successivo al primo e condizionato al fatto di aver quanto meno riflettuto sulla quotazione, è costituito dalla decisione presa dall'azienda. Anche in tal caso sono ravvisabili tre principali famiglie di risposte: la decisione di non quotarsi, il favore verso la quotazione che non viene però inclusa tra le strategie di breve periodo e la sua inclusione esplicita tra le strategie di breve periodo dell'azienda.

L'articolazione di entrambi i quesiti si presta a essere formalizzata facendo ricorso a modelli econometrici per scelte di tipo discreto, quali sono spesso le risposte di natura qualitativa, e in particolare alla famiglia degli *ordered logit*. In questi modelli i fenomeni di cui si vuole dare evidenza empirica, e che costituiscono dunque le variabili dipendenti, sono riconducibili a una pluralità categorie ordinate, essendo più d'una la possibilità di risposta ed essendo possibile individuare un *ranking* tra le stesse.

Nello specifico, la variabile di riflessione sull'ipotesi di quotazione assume valore 0 quando non è mai avvenuta, 1 se avvenuta a grandi linee, 2 se si è trattato di una riflessione dettagliata. Simmetricamente, l'esito di tali riflessioni assume valore 0 in caso di risultato negativo, 1 se si è favorevoli ma non a breve, 2 laddove l'esito è nettamente favorevole<sup>28</sup>.

Queste variabili sono state regredite contro un set di indicatori *proxy* delle determinanti della prossimità alla quotazione. Come sottolineato, lo sforzo fatto in questo esercizio è stato l'unione delle informazioni contenute in statistiche di tipo quantitativo a quelle di natura qualitativa e attitudinale raccolte attraverso l'indagine diretta.

Gli aspetti quantitativi sono stati colti con le seguenti variabili. La dimensione aziendale, che potrebbe incidere positivamente sulla propensione alla quotazione per l'esistenza di costi fissi legati all'operazione di collocamento (che non favoriscono le realtà di minore dimensione), è stata misurata con il livello del fatturato espresso in logaritmi (LRICAVI). La redditività dell'impresa, colta attraverso il rapporto tra utile netto e totale attivo (ROA), è introdotta nel modello nell'ipotesi che le imprese a elevata redditività potrebbero essere meno incentivate a ricorrere al mercato dei capitali essendo maggiormente in grado di generare nuove risorse attraverso l'autofinanziamento. L'effetto derivante dalla struttura finanziaria scelta dall'impresa e dai rapporti con il sistema bancario è descritto attraverso il *leverage finanziario* (LEVA), misurato come rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto. Con questa variabile si desidera cogliere se l'avvicinamento al mercato dei capitali avviene per la necessità di ridurre il livello di esposizione debitoria dell'impresa, con conseguenti effetti benefici anche sul costo dell'indebitamento in

(28) Rispetto all'articolazione proposta nel paragrafo 3, le categorie utilizzate ai fini del modello sono state opportunamente riunite in tre gruppi, ognuno dei quali costituito da un numero di osservazioni sufficiente per procedere alla stima e ottenere dunque risultati statisticamente robusti.



termini di possibilità di ottenere condizioni più favorevoli e di beneficiare di un maggior potere di *bargaining* nei confronti del sistema bancario. Le determinanti connesse agli assetti proprietari sono state quantificate attraverso due variabili: la numerosità dei soci (NUMSOCI assume valore 0 nel caso di una struttura proprietaria che comprende da uno a cinque soci, valore 1 se vi sono oltre sei soci; la ripartizione è stata fatta sulla base della considerazione che sei è il numero medio di soci del campione di imprese) e la presenza nella proprietà di soci di natura finanziaria (SOCIFIN assume valore unitario in presenza di soci di natura bancaria, di operatori *private equity* o *venture capitalists* e 0 altrove). Nel primo caso un maggior numero di soci dovrebbe essere collegato a una potenziale maggiore apertura del capitale a terzi, e quindi anche alla quotazione; anche la presenza di soci di natura finanziaria dovrebbe agire in modo positivo sull'attitudine alla quotazione dell'impresa. Sempre nell'ambito delle variabili descrittive della struttura proprietaria, nelle situazioni in cui è percepito un possibile problema di passaggio generazionale (modellizzato con la variabile *dummy* PASGEN, che assume valore 1 se le imprese hanno dichiarato di avere tra i piani strategici di medio termine la gestione del passaggio generazionale e 0 altrove), il livello di propensione alla quotazione, intesa come strumento di riallocazione del controllo, dovrebbe essere maggiore.

La letteratura sul tema suggerisce inoltre come la prossimità alla quotazione sia positivamente correlata con l'appartenenza dell'impresa a settori caratterizzati da tassi di crescita elevati. Le dinamiche tipiche di questi settori impongono sovente alle imprese piani di investimento di consistenti dimensioni o caratterizzati da elevati tassi di rischio, che possono trovare naturale corrispettivo nel finanziamento con *equity*. Per cogliere questo fenomeno sono state introdotte nel modello *dummies* legate ai tassi di crescita attesi dalle imprese all'interno del settore di riferimento: EGRICM è pari a 1 in caso di tassi di crescita attesi del fatturato nel settore di appartenenza compresi tra 5-10% nel corso del triennio successivo e 0 altrove; EGRICH è pari a 1 per tassi di crescita attesi superiori al 10% medio annuo e 0 altrove.

Il secondo gruppo di variabili esplicative cerca di cogliere gli effetti legati alle attitudini e ai comportamenti delle imprese. A questo fine si è fatto riferimento agli atteggiamenti dichiarati dagli imprenditori, descritti nel paragrafo 4.5 e sintetizzati attraverso un'analisi *factor* che ha dato luogo all'individuazione di due fattori indipendenti. Il primo misura l'attitudine all'apertura della proprietà (disaccordo col fatto che l'impresa deve restare un patrimonio familiare, crescita non subordinata alla disponibilità di risorse interne, disponibilità a stringere accordi anche se ciò comporta una perdita di quote di proprietà) ed è definito APERTE; il secondo raggruppa le affermazioni descrittive dello stile manageriale (importanza di coinvolgere il management, attitudine all'innovazione, dinamicità della gestione) ed è definito STILE. Per entrambi, al crescere dello *score* associato al fattore dovrebbe crescere anche la prossimità al mercato azionario. Il prodursi di comportamenti imitativi è invece colto dalla variabile QUOTATE, pari a 1 se l'impresa ha dichiarato che la maggioranza di almeno una categoria tra i propri clienti, fornitori e concorrenti è già quotata e 0 altrove. Si è poi cercato di introdurre nel modello aspetti connessi alle scelte strategiche delle imprese. Un primo filone indagato riguarda le diverse modalità di crescita pianificate dalle imprese e distinguibili in due principali gruppi:



la crescita attraverso l'incremento della quota di mercato nelle attuali aree di business (PRODES pari a 1 per chi ha dichiarato di perseguire questa strategia di crescita e 0 altrove) oppure la crescita attraverso processi di diversificazione per aree di business o con la penetrazione in nuovi mercati (NEWBIZ pari a 1 se tale strategia è perseguita e 0 altrove). Separatamente è stata inoltre indagata la scelta di crescere per mezzo di operazioni di fusione o acquisizione (STRCREST pari a 1 se tale strategia è perseguita e 0 altrove)<sup>29</sup>.

Infine per cogliere eventuali effetti fissi sono state incluse *dummies* settoriali, distinguendo per ragioni di parsimonia il solo settore dai servizi (DSER è pari a 1 se la società opera nel settore dei servizi), e geografiche (DNO pari a 1, DNE pari a 1 e DS pari a 1 se la società è localizzata nel Nord Ovest, nel Nord Est o nel Sud).

I risultati ottenuti sono presentati nelle tavole 18 e 19. I due momenti della riflessione e della decisione circa la quotazione sono mantenuti separati e rimangono legati solo per il fatto che l'aver risposto positivamente al primo costituisce requisito preliminare per il secondo. Questa scelta trova spiegazione nella volontà di mettere in luce l'esistenza di eventuali differenziali nelle determinanti delle due fasi di avvicinamento al mercato azionario. Inoltre, un modello *ordered* unico avrebbe implicato la necessità di posizionare coloro che non hanno mai riflettuto sulla quotazione ancora più lontani rispetto a coloro che vi hanno riflettuto e hanno concluso in modo negativo, cosa che potrebbe invece non rivelarsi vera una volta superate le barriere all'entrata di tipo conoscitivo.

Al fine di allargare progressivamente l'insieme di variabili esplicative, per ognuno dei due momenti si è deciso di presentare una formulazione del modello che include solo le variabili di tipo quantitativo (A) e altre due formulazioni allargate in cui sono state aggiunte anche le variabili di tipo qualitativo (B e C). In particolare, le formulazioni B e C si differenziano perché mettono in luce canali diversi di realizzazione delle strategie di crescita delle imprese.

I modelli utilizzati sono di tipo *ordered logit* proporzionale e stimano, attraverso la massimizzazione di una funzione di verosimiglianza, la probabilità che accada un determinato evento; nella fattispecie che la variabile dipendente assuma valore 0, 1 oppure 2. Sono di tipo proporzionale poiché viene considerata un'unica equazione per tutte le categorie della variabile dipendente e non vengono stimati modelli con coefficienti specifici rispetto a ciascuna di esse. Questa tipologia di modelli richiede una certa attenzione in sede di interpretazione del significato dei coefficienti ottenuti che non costituiscono, come per le tradizionali stime OLS, degli effetti marginali. La lettura dei risultati si basa infatti sul concetto di *odds ratio*<sup>30</sup>; un *odds ratio* pari a 1 implica che la variabile esplicativa non ha alcun impatto sulla variabile dipendente, superiore a 1 che l'impatto è positivo e inferiore a 1 che l'impatto è negativo. La significatività statistica è misurata attraverso dei

(29) Le variabili PRODES e NEWBIZ sono ottenute incrociando gli obiettivi strategici dichiarati con gli investimenti compatibili in progetto da parte delle imprese nel triennio successivo. In tal modo è possibile non solo eliminare eventuali incongruenze nelle risposte ma soprattutto individuare quelle imprese che effettivamente vogliono perseguire gli obiettivi di crescita dichiarati. Per la variabile STRCREST si è invece preferito considerare solo gli obiettivi strategici dichiarati per i successivi 3-5 anni, trattandosi di tipologie di operazioni che possono richiedere un più ampio orizzonte temporale per trovare concreta realizzazione.

(30) Ovvero il rapporto tra gli *odds*, dove questi ultimi sono la probabilità che un evento accada diviso per la probabilità che un evento non accada. Gli *odds ratio* stimati misurano la variazione dell'*odds ratio* della variabile indipendente a fronte di una cambiamento di una unità della variabile esplicativa.



*t-test*, i cui *p-value* sono riportati in parentesi. A conclusione delle tavole sono presentati alcuni *test* statistici di diagnosi circa la generale robustezza della formulazione e della stima del modello.

La stima delle determinanti la riflessione effettuata dalle imprese circa il processo di quotazione porta a individuare alcuni interessanti risultati. Le variabili di struttura patrimoniale e redditività hanno segno positivo e sono, nel modello allargato, entrambe significative. La probabilità di aver considerato la quotazione cresce presso le imprese a più elevato *leverage* indicando come strutture finanziarie già caratterizzate da un maggiore utilizzo della leva finanziaria iniziano più di altre a valutare forme alternative di finanziamento o l'apertura di canali che aiutino a migliorare i rapporti con il sistema bancario. Il segno positivo assunto dalla variabile di redditività (ROA) è in parte inatteso, poiché la letteratura ipotizza che le imprese molto redditizie necessitino meno di risorse alternative all'autofinanziamento. Il risultato potrebbe essere però riconducibile al fatto che, trattandosi del primo filtro nel processo di avvicinamento al mercato azionario ovvero quello conoscitivo, è possibile che prevalgano ragioni che inducono le imprese più redditizie in quanto più vivaci a effettuare una riflessione su una scelta complessa quale la quotazione. A parziale conferma di questo aspetto è il secondo importante risultato di questa prima stima, ovvero il fatto che tendano ad aver già effettuato una riflessione circa la possibilità di quotarsi le imprese che appartengono a settori caratterizzati da elevati tassi di crescita del fatturato atteso. L'*odds ratio* in corrispondenza della variabile EGRICH è infatti è infatti pari a 2,436 (formulazione A) e costantemente significativo (mentre non lo è in caso di tassi di crescita medi, colti dalla variabile EGRICM). Un contesto competitivo dinamico porta, dunque, le imprese a prendere in considerazione un maggior numero di possibilità anche dal punto di vista della strategia finanziaria da adottare, tra le quali la quotazione. Non si rivelano statisticamente significative le variabili riguardanti la struttura proprietaria, né in termini di numerosità dei soci o di tipologia dei soci, né in termini di necessità di gestione dei passaggi generazionali<sup>31</sup>. Neppure la variabile di livello, ovvero i ricavi, è significativa; la dimensione aziendale, presso la popolazione di imprese quotabili - che per come è costruita supera già una certa soglia dimensionale - non gioca un ruolo autonomo nell'accrescere la loro prossimità al mercato.

I risultati ottenuti con le formulazioni allargate segnalano l'importanza delle variabili di natura attitudinale nello spiegare i comportamenti delle imprese rispetto al mercato azionario. Si evidenzia una relazione positiva e statisticamente significativa tra l'esistenza di un approccio dinamico nella gestione dell'impresa e la riflessione circa la quotazione presso le imprese che dichiarano di essere favorevoli all'apertura della proprietà (APERTE) e che hanno evidenziato uno stile manageriale dinamico (STILE). Sul fronte della tipologia di strategie adottate dall'impresa, è più probabile che abbiano preso in considerazione la quotazione le imprese che hanno piani di crescita basati sulla diversificazione in nuove aree produttive o in nuovi mercati di sbocco, come indicato dal fatto che

(31) In alternativa a NUMSOCI è stata introdotta anche la variabile FAMILY che assume valore 1 in presenza di soli soci familiari, secondo una definizione restrittiva di impresa familiare, e 0 altrove. Le imprese di natura familiare, dovrebbero trovare maggiore difficoltà ad avvicinarsi al mercato per la tendenza all'identificazione tra impresa e patrimonio della famiglia. Anche questa *proxy* non è però risultata non significativa.



**Tavola 18 - Modello I: stima delle determinanti della riflessione sulla quotazione<sup>(1)</sup>**

	Variabili quantitative	Variabili quantitative e attitudinali	
	A Odds Ratio	B Odds Ratio	C Odds Ratio
SERVIZI	0.991 (0.980)	1.021 (0.960)	0.888 (0.768)
NO	0.404 ** (0.047)	0.304 ** (0.015)	0.333 ** (0.022)
NE	0.414 * (0.059)	0.310 ** (0.020)	0.331 ** (0.026)
SUD	0.253 ** (0.050)	0.275 * (0.077)	0.289 * (0.085)
LRICAVI	1.161 (0.454)	1.279 (0.273)	1.256 (0.304)
ROA	1.051 (0.289)	1.100 * (0.061)	1.091 * (0.080)
LEVA	1.184 ** (0.038)	1.185 * (0.055)	1.192 ** (0.042)
SOCIFIN	1.659 (0.179)	1.735 (0.175)	1.463 (0.337)
NUMSOCI	1.168 (0.638)	1.248 (0.531)	1.241 (0.540)
PASGEN	0.723 (0.356)	0.609 (0.183)	0.654 (0.249)
EGRICM	1.118 (0.770)	0.997 (0.993)	1.035 (0.934)
EGRICH	2.436 ** (0.028)	2.441 ** (0.039)	2.611 ** (0.025)
APERT		2.117 *** (0.000)	2.029 *** (0.000)
STILE		1.423 * (0.070)	1.354 (0.111)
QUOTATE		0.686 (0.286)	0.674 (0.263)
PRODES		0.858 (0.634)	
NEWBIZ		2.345 ** (0.014)	
STRCREST			1.147 (0.682)
N° osservazioni	184	177	177
Pseudo-R <sup>2</sup> (2)	0.103	0.214	0.187
Log Likelihood	-182.65	-164.21	-167.18
Proporzionalità (3)	18.0 (0.116)	24.5 (0.106)	19.9 (0.226)
Collinearità (4)	1.44	1.38	1.39
Misspecification (5)	0.36 (0.188)	0.10 (0.397)	0.11 (0.449)

(1) I simboli \*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente livelli di significatività al 10%, 5% e 1%; in parentesi sono riportati i p-values

(2) Maximum Likelihood R<sup>2</sup>

(3) Likelihood ratio test di proporzionalità degli odds tra le categorie; sotto H<sub>0</sub> che i coefficienti sono uguali tra le categorie il test si distribuisce come una chi<sup>2</sup> (2)

(4) Mean VIF – Variance Inflation. In caso di variabili tutte ortogonali VIF è pari a 1

(5) Valore e p-value dei predicted value attesi. La significatività segnala l'esistenza di omitted variables o non corretta specificazione

Elaborazioni Borsa Italiana – R&D

**Tavola 19 - Modello II: stima delle determinanti della decisione della quotazione<sup>(1)</sup>**

	Variabili quantitative	Variabili quantitative e attitudinali	
	A Odds Ratio	B Odds Ratio	C Odds Ratio
SERVIZI	0.371 * (0.065)	0.335 * (0.059)	0.332 * (0.058)
NO	0.536 (0.293)	0.427 (0.178)	0.408 (0.155)
NE	0.867 (0.813)	0.694 (0.579)	0.623 (0.472)
SUD	2.567 (0.344)	2.873 (0.300)	2.394 (0.388)
LRICAVI	0.741 (0.248)	0.856 (0.608)	0.914 (0.769)
ROA	1.027 (0.675)	1.043 (0.525)	1.033 (0.618)
LEVA	1.134 (0.223)	1.119 (0.305)	1.147 (0.218)
SOCIFIN	4.696 *** (0.003)	4.495 ** (0.010)	4.673 ** (0.007)
NUMSOCI	0.907 (0.828)	0.819 (0.676)	0.759 (0.565)
PASGEN	2.364 * (0.100)	2.256 (0.159)	1.662 (0.371)
EGRICM	0.793 (0.657)	0.741 (0.591)	0.764 (0.631)
EGRICH	3.491 ** (0.024)	3.849 ** (0.023)	3.183 * (0.053)
APERT		1.495 (0.190)	1.474 (0.207)
STILE		0.832 (0.514)	0.908 (0.728)
QUOTATE		0.605 (0.310)	0.643 (0.372)
PRODES		1.276 (0.312)	
NEWBIZ		0.637 (0.574)	
STRCREST			2.509 ** (0.047)
Nº osservazioni	106	102	102
Pseudo-R <sup>2</sup> <sup>(2)</sup>	0.214	0.247	0.267
Log Likelihood	-95.39	-90.70	-89.30
Proporzionalità <sup>(3)</sup>	15.5 (0.218)	27.1 (0.057)	23.5 (0.101)
Collinearità <sup>(4)</sup>	1.44	1.38	1.39
Misspecification <sup>(5)</sup>	-0.12 (0.439)	-0.13 (0.298)	-0.07 (0.572)

(1) I simboli \*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente livelli di significatività al 10%, 5% e 1%; in parentesi sono riportati i p-values

(2) Maximum Likelihood R<sup>2</sup>

(3) Likelihood ratio test di proporzionalità degli odds tra le categorie; sotto H<sub>0</sub> che i coefficienti sono uguali tra le categorie il test si distribuisce come una chi<sup>2</sup> (2)

(4) Mean VIF – Variance Inflation. In caso di variabili tutte ortogonali VIF è pari a 1

(5) Valore e p-value dei predicted value attesi. La significatività segnala l'esistenza di omitted variables o non corretta specificazione

Elaborazioni Borsa Italiana – R&D



l'*odds ratio* della variabile NEWBIZ è statisticamente significativo (e pari a 2,345). Non è invece significativa la variabile che, pur cogliendo la volontà di crescita, la circoscrive all'ampliamento della quota di mercato sui prodotti esistenti (PRODES). L'intenzione di realizzare operazioni di M&A (STRCREST) non sembra, invece, avere un ruolo sulla riflessione alla quotazione così come sono di poco conto possibili fenomeni imitativi (QUOTATE).

Infine, non si evidenziano effetti di tipo settoriale mentre da un punto di vista geografico il superamento di alcune barriere conoscitive appare più netto presso le imprese del Centro Italia (le *dummies* territoriali incluse hanno tutte *odds ratio* inferiori all'unità e statisticamente significativi)<sup>32</sup>.

Il secondo gruppo di modello, ovvero quello che considera l'effettiva decisione della quotazione dopo che è stata effettuata una riflessione consapevole, individua un minor numero di variabili esplicative statisticamente significative. A differenza del modello precedente, ciò che sembra discriminare sono le caratteristiche connesse alla struttura proprietaria. La probabilità di includere la decisione della quotazione tra gli obiettivi strategici dell'impresa cresce con la presenza di soci di natura bancaria o finanziaria all'interno della compagnie azionarie. Si tratta di un risultato consolidato in letteratura; la presenza di tali tipologie di soci non solo è indice di una volontà precisa di apertura al capitale a terzi ma introduce in azienda anche una cultura di tipo finanziario spesso non presente. C'è inoltre da rilevare come lo stesso investimento posto in essere da soci quali i *venture capitalists* o gli operatori del settore del *private equity* sia dichiaratamente temporaneo e finalizzato a essere monetizzato proprio con l'accesso dell'impresa al mercato azionario. Anche la presenza di problematiche connesse al passaggio generazionale può giocare un ruolo positivo nell'avvicinare l'azienda al mercato azionario, benché in modo meno netto: l'*odds ratio* è prossimo a 2 e significativo al 10% ma solo nella formulazione ristretta (A). La soluzione di questo problema vede presso gli imprenditori la decisione della quotazione come uno dei possibili canali, paritetico ad altre soluzioni.

Anche in questo modello è ribadito il ruolo svolto dall'appartenenza a settori con alti tassi di crescita; l'*odds ratio* è pari a 3,849 e significativo al 5% (formulazione B). Una decisione favorevole nei confronti della quotazione sembra accompagnarsi, inoltre, anche all'esistenza di strategie di crescita esterna di medio periodo, basate su operazioni di fusione e acquisizione. A differenza del precedente modello, cade il ruolo degli aspetti attitudinali (APERTE e STILE). Si tratta, in effetti, di un risultato di rilievo: mentre l'approccio gestionale può costituire una prima barriera alla possibilità di considerare la quotazione tra le opportunità strategiche disponibili, sono però l'esistenza di specifiche strategie di crescita (soprattutto esterna) e il dover operare all'interno di un contesto competitivo in rapida evoluzione a incidere sulla decisione effettiva della quotazione.

Un effetto fisso di tipo settoriale è indicato dal fatto che l'appartenenza al settore industriale rispetto ai servizi ha un impatto positivo sulla probabilità di decidere in modo favorevole per la quotazione (*odds ratio* pari a 0,371 e significativo al 10% nella formulazione A). Non si rilevano invece effetti fissi di tipo territoriale.

---

(32) Questa particolarità può essere legata al fatto che le imprese del campione appartenenti all'area geografica del Centro Italia aggregano anche realtà pubbliche di grandi dimensioni che hanno sede a Roma.



## 5. I servizi di consulenza finanziaria e informazione

Durante la fase informativa e decisionale relativa alle strategie di *corporate finance* da adottare, tra le quali anche la decisione di approdare al mercato azionario, le imprese sono affiancate da una pluralità di soggetti che forniscono loro servizi differenziati. E' dunque di rilievo comprendere quali attori siano prossimi agli imprenditori, quali essi ritengano potenzialmente interessanti, quali effettivamente utilizzino e il grado di soddisfazione dei servizi da questi forniti.

In termini di decisioni relative alla finanza d'impresa, il primo importante risultato da sottolineare è come un buon numero di imprese preferisca agire in modo autonomo: il 40,0% dichiara di occuparsene con il solo ausilio di esperti interni all'azienda, in completa autonomia, mentre il restante 60,0% si suddivide tra chi integra le competenze interne con l'ausilio di figure esterne (21,0%) e chi invece preferisce affidarsi completamente a professionisti che operano al di fuori dell'impresa (39,0%).

Tra le istituzioni esterne coinvolte nei processi decisionali quelle più utilizzate sono le realtà già prossime alle imprese per attività legate all'ordinaria gestione; si tratta infatti della banca commerciale di riferimento (38,5%) e degli studi commerciali (26,0%), seguiti a distanza dalle banche d'affari ma sempre del gruppo bancario di riferimento (18,0%) e dagli studi legali (15,5%). E' nettamente inferiore il ricorso ad altre figure professionali quali le società di consulenza aziendale (12,5%) e marginale la penetrazione di *venture capitalists* e operatori del settore *private equity* (1,0%).

Nel complesso il servizio offerto dalle varie istituzioni con cui l'impresa opera non è percepito come eccellente e il grado di soddisfazione è spesso poco più che sufficiente. Questo è vero anche presso le istituzioni più utilizzate, con una parziale eccezione per gli studi commerciali (6,49 il voto medio con un'incidenza del 53,3% dei voti positivi, contro il 6,15 della banca di riferimento con un'incidenza di voti positivi inferiore e pari al 34,4%).

La propensione all'utilizzo futuro del supporto esterno in relazione alle problematiche di finanza d'impresa può essere implicitamente colta dalla valutazione sul grado di utilità percepito per il servizio reso. Le realtà ritenute più utili sono ancora la banca commerciale di riferimento (44,0% di voti positivi) e gli studi commerciali (28,0% di voti positivi), seppure con una votazione complessiva inferiore a sei.

La relazione che sembra legare le imprese da un lato alla banca commerciale di riferimento e dall'altro agli studi commerciali, assume però connotati specifici laddove si vanno a analizzare gli aspetti del servizio offerto maggiormente apprezzati (tavola 21). Appare quindi in modo evidente come la discriminante che lega le imprese alla banca commerciale di riferimento sia costituita dalle condizioni finanziarie vantaggiose da questa assicurate: 6,01 rispetto a 5,85 della banca d'affari del gruppo bancario di riferimento, 5,48 delle altre banche d'affari e una pari valutazione per le società di *leasing* e *factoring*. Gli altri aspetti del servizio effettuato dal mondo del credito ricevono punteggi sufficienti, senza particolari forme di soddisfazione espressa da cliente. Il sistema bancario - e soprattutto la banca commerciale di riferimento, che pure è il primario interlocutore delle imprese - sembra dunque scontare una certa incapacità di essere incisivo presso questo



segmento di clientela, non riuscendo a fornire con efficacia un servizio più complesso e personalizzato rispetto alla tradizionale attività di erogazione del credito. Ne sono un esempio i giudizi sulla consulenza e i consigli ricevuti, sulla capacità di apprezzare le iniziative dell'azienda e sulla dinamicità nel proporre soluzioni personalizzate (pari per la banca commerciale rispettivamente a 5,84, 6,00 e 5,97).

**Tavola 20 - Interlocutori per la consulenza sui temi di finanza d'impresa**

Istituzioni utilizzate <sup>(1)</sup>	Grado di soddisfazione servizio complessivo <sup>(2,3)</sup>		Grado di utilità dell'istituzione <sup>(2)</sup>	
	Elevata	Voto medio	Elevata	Voto medio
Ve ne occupate esclusivamente da soli	40.0%			
Vi servite solo di consulenze esterne	39.0%			
Entrambe le cose	21.0%			
Utilizzo di esperti in azienda	61.0%			
Banca commerciale di riferimento	38.5%	34.4%	6.15	44.0%
Banca d'affari del gruppo bancario di riferimento	18.0%	33.3%	6.15	24.0%
Altre banche d'affari (investment banks)	7.5%	30.4%	6.06	11.0%
Società di leasing, factoring, finanziamento	10.5%	25.8%	6.11	22.0%
Società di venture capital, private equity	1.0%	25.0%	5.25	5.5%
Studi commerciali, commercialista	26.0%	53.3%	6.49	28.0%
Studi legali	15.5%	37.5%	6.30	27.0%
Società di consulenza aziendale	12.5%	50.0%	6.46	17.0%
Associazioni di categoria	7.0%	35.7%	6.21	16.5%
Altro	1.5%			
Numero medio di istituzioni utilizzate	2.30			

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

(2) La domanda prevedeva la risposta in una scala Likert, graduata tra i valori 3 (per niente soddisfatto) e 8 (molto soddisfatto). La colonna "elevata" riporta l'incidenza delle risposte nelle classi 7 e 8.

(3) Il grado di soddisfazione è stato espresso da ogni intervistato sui principali 3 interlocutori utilizzati  
Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Le relative migliori performance fatte registrare dagli studi commerciali sono per contro dovute alla capacità del personale (6,93), ai consigli e alla consulenza ricevuti (6,71) e alle capacità di apprezzare le iniziative dell'azienda (6,48).

Una nota negativa riscontrata in modo generalizzato per tutti gli interlocutori dell'azienda è la scarsa proattività, e quindi la ridotta capacità di proporre soluzioni prima che l'azienda ne solleciti l'intervento (5,14 di voto medio per la banca di riferimento, 5,31 per gli studi commerciali).

L'indagine dei canali informativi utilizzati dall'impresa per le strategie finanziarie da adottare, con particolare riferimento alle operazioni di finanza straordinaria e alla decisione di quotazione, completa il quadro delle risorse attivate nel processo informativo e di consulenza per le operazioni di gestione straordinaria (tavola 22). La fonte informativa tende a coincidere in modo significativo con i soggetti che, a vario titolo, forniscono consulenza finanziaria all'azienda. Questo porta a concludere come sia a tuttora poco presente nei processi aziendali la prassi della diversificazione del fornitore di servizi finanziari, non solo nella fase operativa (come messo in luce dal fatto che le imprese utilizzano in media solo due tipologie di interlocutori con finalità di consulenza), ma anche nella fase



preliminare di raccolta delle informazioni (i canali informativi utilizzati sono in media di tre tipi). Il canale di informazione più citato è infatti la banca commerciale di riferimento (57,0%), a cui seguono gli studi commerciali e legali (40,0%). La centralità del gruppo bancario di riferimento è ribadita dal fatto che il 37,5% cita la banca d'affari ad esso appartenente mentre la richiesta di informazioni ad altre realtà bancarie è segnalata solo dal 19,5% dei rispondenti. La stampa specializzata raccoglie invece il 39,5% delle risposte e non è ancora molto diffuso l'utilizzo di fonti informative economiche di natura *on-line* (29,0%). La presenza di un esperto in azienda che costituisce il punto di riferimento è segnalata dal 35,0% delle imprese.

**Tavola 21 - Giudizi sulla consulenza sui temi di finanza d'impresa per tipologia dell'interlocutore e caratteristiche del servizio<sup>(1)</sup>**

	Condizioni di finanziamento vantaggiose	Efficienza e rapidità servizio	Competenza del personale	Consulenza e consigli ricevuti	Capacità apprezzare iniziative azienda	Offerta soluzioni personalizzate	Proposta soluzioni prima che l'azienda le richieda
- Banca commerciale di riferimento	6.01	6.08	6.10	5.84	6.00	5.97	5.14
- Banca d'affari del gruppo bancario di riferimento	5.85	6.12	6.34	6.07	6.10	6.24	5.27
- Altre banche d'affari ( <i>investment banks</i> )	5.48	6.14	6.61	5.96	5.95	6.23	5.68
- Società di <i>leasing, factoring e finanziamento</i>	6.00	6.26	6.27	5.77	6.03	6.03	5.32
- Società di <i>venture capital, private equity</i>	4.25	5.50	6.75	5.25	6.00	5.25	5.00
- Studi commerciali	5.40	6.51	6.93	6.71	6.48	6.31	5.31
- Studi legali	5.26	6.19	6.68	6.47	6.00	6.16	5.06
- Società consulenza aziendale	6.08	6.54	6.96	6.79	6.33	6.75	5.96
- Associazioni di categoria	4.86	5.86	6.57	6.62	5.86	5.64	5.00

(1) La domanda prevedeva la risposta in una scala Likert, graduata tra i valori 3 (per niente soddisfatto) e 8 (molto soddisfatto). Il voto è dato solo da coloro che hanno utilizzato l'istituzione

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Il grado di soddisfazione complessivo per questi canali di informazione è sufficiente; il voto più elevato è attribuito alle risorse interne dell'azienda (6,70 con un 62,9% di voti positivi) mentre tra le fonti esterne le più utilizzate sono anche quelle per le quali il grado di soddisfazione è più elevato ovvero commercialisti e legali (6,36). Sono pressoché equivalenti i giudizi dati alle fonti di informazione di natura bancaria (6,19-6,26) a segnalare come sia l'abitudine alla frequenza della banca commerciale di riferimento, anziché un oggettivo miglior servizio fornito, a renderla la fonte informativa privilegiata sui temi di finanza di impresa.

Il quadro complessivo sembra indicare significative carenze sul fronte degli interlocutori esterni che possono supportare l'azienda nelle decisioni di finanza straordinaria e quindi accompagnare l'impresa verso il mercato azionario. Vi è una scarsa diversificazione nella tipologia di consulenti utilizzati e non si è sviluppato un chiaro ruolo di *leadership* delle banche di investimento nella gestione di tali operazioni. Nel contempo coloro che affiancano quotidianamente le aziende (banca commerciale e studi commerciali) non sono su questo fronte in grado di fornire un servizio ritenuto soddisfacente. Esistono



dunque ampi spazi di crescita e il superamento di questo ulteriore limite del sistema finanziario italiano sarebbe di sicuro giovamento per una più articolata gestione finanziaria e per l'accesso delle imprese al mercato azionario.

**Tavola 22 - Canali di informazione sui temi di finanza d'impresa<sup>(1)</sup>**

Canali utilizzati	Grado di soddisfazione <sup>(2)</sup>	
	Elevata	Voto medio
- Giornali e riviste specializzate	39.5%	26.6%
- Fonti economiche on-line (agenzie stampa, banche dati)	29.0%	41.4%
- Consulenza della banca commerciale di riferimento	57.0%	37.7%
- Consulenza della banca d'affari del gruppo bancario di riferimento	37.5%	44.0%
- Consulenti aziendali (commercialisti/legali)	40.0%	46.3%
- Società di consulenza aziendale	32.5%	47.7%
- Altri imprenditori e conoscenti/analisi di altre esperienze aziendali	6.5%	38.5%
- Associazioni di categoria	8.5%	35.3%
- Consulenza dell'esperto interno all'azienda	35.0%	62.9%
- Consulenza di altre banche d'affari/gruppo bancario non di riferimento	19.5%	35.9%
- Nessun canale/Non indica	2.0%	-

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

(2) La domanda prevedeva la risposta in una scala Likert, graduata tra i valori 3 (per niente soddisfatto) e 8 (molto soddisfatto). La colonna "elevata" riporta l'incidenza delle risposte nelle classi 7 e 8

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

E' importante però sottolineare come le imprese quotabili rappresentino un *target* di clientela con esigenze specifiche sia in termini di tipologia di servizio che di modalità di relazione. Le imprese richiedono infatti al consulente un rapporto che coniugi la competenza tecnica con la capacità e la flessibilità di proporre soluzioni personalizzate e con un contenuto di proattività. Per gli intermediari, questo significa dotarsi di strutture che abbiano una profonda conoscenza delle realtà nelle quali le imprese operano e che siano, direttamente o indirettamente, presenti sul territorio.



## 6. La conoscenza della Borsa e delle sue regole di funzionamento

Il livello di conoscenza delle regole di funzionamento dei mercati finanziari italiani e delle responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di ammissione a quotazione e nella gestione dell'attività dei mercati sono un fattore importante che deve essere affiancato ai risultati esposti nello studio, al fine di individuare eventuali spazi per attività di informazione che facilitino l'avvicinamento al mercato da parte delle imprese.

Con riferimento ai livelli di conoscenza che le imprese ritengono di possedere, meno di una impresa su quattro dichiara di conoscere in modo dettagliato l'attività svolta da Borsa Italiana Spa (20,7%), la struttura dei mercati da questa gestiti (24,7%), i requisiti e le procedure di ammissione (22,3%) e gli obblighi successivi alla quotazione (20,8%): la maggioranza degli intervistati ne dichiara infatti una conoscenza solo a grandi linee.

**Tavola 23 - Livello di conoscenza di Borsa Italiana dichiarato dalle imprese<sup>(1)</sup>**

	Totale	Area geografica			Dimensione <sup>(2)</sup>			Settore	
		Nord Ovest	Nord Est	Centro e Sud	Piccole	Medie	Grandi	Industria	Servizi
Livello di conoscenza di:									
- Borsa Italiana e l'attività che svolge	DT	20.7%	15.7%	23.2%	27.5%	20.4%	18.5%	23.8%	21.2% 19.2%
	GL	62.6%	61.8%	62.3%	65.0%	64.8%	66.7%	55.6%	62.9% 61.7%
- La struttura dei mercati di Borsa Italiana	DT	24.7%	14.6%	33.3% <sup>O</sup>	32.5% <sup>O</sup>	27.8%	19.8%	28.6%	24.5% 25.5%
	GL	59.6%	67.4%	50.7%	57.5%	61.1%	63.0%	54.0%	59.6% 59.6%
- Requisiti e procedure di ammissione	DT	22.3%	14.8%	29.0% <sup>O</sup>	27.5%	27.8%	20.0%	20.6%	22.7% 21.3%
	GL	56.8%	60.2%	53.6%	55.0%	59.3%	58.8%	52.4%	54.7% 63.8% <sup>I</sup>
- Obblighi successivi alla quotazione	DT	20.8%	15.9%	26.1%	22.5%	25.9%	18.8%	19.1%	21.3% 19.2%
	GL	56.3%	63.6%	49.3%	52.5%	59.3%	51.3%	60.3%	56.7% 55.3%

(1) Per ogni argomento, la percentuale nella prima riga indica il numero di imprese che ha dichiarato di conoscerlo nel dettaglio (DT). La seconda riga (in corsivo) indica la percentuale di imprese che ha dichiarato di conoscerlo solo a grandi linee (GL). Le percentuali sono calcolate escludendo le mancate risposte. La tavola riporta i test di significatività nelle differenze tra le frequenze a livello 10% e 5%, indicati rispettivamente con lettera minuscola e maiuscola. Le lettere indicano rispetto a quale classe vi è una differenza positiva significativa: nella fattispecie P, M e G indicano rispettivamente la dimensione piccola, media e grande; I e S i settori industria e servizi

(2) Le classi dimensionali sono così costituite: le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro; le medie imprese tra 75 e 150 milioni di euro; le grandi imprese oltre 150 milioni di euro

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

In definitiva circa 1 società quotabile su 5 dichiara di avere a disposizione informazioni approfondite sulle caratteristiche dei mercati italiani, sulla società di gestione dei mercati e sul processo di quotazione, mentre in 3 società su 5 tali informazioni sono presenti in modo meno dettagliato. Questa quantificazione appare rilevante, in quanto indica che l'attività comunicazionale finora attuata da intermediari, istituzioni e direttamente da Borsa Italiana sembra aver raggiunto gran parte delle società italiane potenzialmente candidabili alla quotazione. Lascia allo stesso tempo ampio spazio per iniziative di informazione focalizzate e di tipo professionale, con l'obiettivo di creare precondizioni più favorevoli alla quotazione laddove l'informazione disponibile è solo frammentaria, costruendo livelli conoscitivi più puntuali ed eliminando attitudini negative spesso basate su elementi non oggettivi. Questo tipo di politica comunicazionale sembra d'altra parte richiesta dalle stesse imprese, visto che circa il 45% degli intervistati ha dichiarato di essere interessato ad approfondire le proprie conoscenze rispetto alle tematiche citate.



**Tavola 24 - Livello di conoscenza delle funzioni svolte da Borsa Italiana <sup>(1)</sup>**

	Totale	Area geografica			Dimensione <sup>(2)</sup>			Settore		
		Nord Ovest	Nord Est	Centro e Sud	Piccole	Medie	Grandi	Industria	Servizi	
<b>In fase di ammissione a quotazione delle società emittenti:</b>										
Compiti che spettano effettivamente a Borsa Italiana. Percentuale di risposte corrette:										
- Valutare la coerenza della documentazione presentata dalla società	70.0%	61.4%	81.2% <b>O</b>	70.0%	71.4%	65.8%	74.6%	69.5%	71.7%	
- Deliberare l'ammissione a quotazione	69.5%	64.8%	75.4%	70.0%	74.6%	64.6%	70.9%	67.6%	76.1%	
Compiti che non spettano a Borsa Italiana. Percentuale di risposte corrette:										
- Verificare il prospetto informativo	32.0%	35.2%	29.0%	30.0%	36.5%	30.4%	29.1%	33.8%	26.1%	
- Determinare il prezzo delle azioni	78.2%	71.6% <b>ec</b>	82.6%	85.0%	74.6%	77.2%	83.6%	78.1%	78.3%	
- Occuparsi dell'allocazione dei titoli presso gli investitori	90.4%	87.5%	91.3%	95.0%	85.7%	89.9% <b>G</b>	96.4%	90.1%	91.3%	
- Sostenere gli scambi dei titoli nella prima fase di quotazione	83.8%	76.1% <b>ec</b>	88.4%	92.5%	82.5%	79.3% <b>g</b>	90.9%	81.5%	91.3%	
<b>Nella gestione del funzionamento dei mercati:</b>										
Compiti che spettano effettivamente a Borsa Italiana. Percentuale di risposte corrette:										
- Regolamentare il funzionamento del mercato borsistico italiano	48.4%	49.4%	44.1%	53.9%	47.5%	42.5%	58.5%	47.7%	51.1%	
- Vigilare sulle negoziazioni che avvengono nel mercato borsistico italiano	43.8%	44.8%	36.8%	53.9%	39.3%	46.3%	45.3%	45.0%	40.0%	
- Sospendere i titoli dalle negoziazioni	18.4%	17.2%	17.7%	20.5%	13.1%	20.0%	20.8%	21.5% <b>S</b>	6.7%	
- Promuovere lo sviluppo dei mercati	14.9%	21.8% <b>E</b>	7.4%	12.8%	13.1%	13.8%	18.9%	15.4%	13.3%	
- Definire i requisiti e le procedure di ammissione e permanenza sul mercato per le società	27.8%	35.6% <b>Ec</b>	22.1%	20.5%	27.9%	28.8%	26.4%	32.2% <b>S</b>	13.3%	
Compiti che non spettano a Borsa Italiana. Percentuale di risposte corrette:										
- Regolamentare gli obblighi informativi delle società quotate <sup>(3)</sup>	76.8%	70.1%	82.3%	82.0%	80.3%	78.7%	69.8%	75.2%	82.2%	
- Regolamentare le offerte al pubblico di strumenti finanziari	87.6%	83.9%	91.2%	89.7%	90.2%	86.2%	86.8%	86.6%	91.1%	
- Vigilare sulla correttezza di comportamento di intermediari e promotori finanziari nei confronti dei clienti	77.8%	81.6%	72.1%	79.5%	77.0%	80.0%	75.5%	77.8%	77.8%	
- Individuare i casi di utilizzo di informazioni riservate	91.8%	89.7%	95.6%	89.7%	91.8%	93.7%	88.7%	91.9%	91.1%	

(1) Le percentuali sono calcolate escludendo le mancate risposte. La tavola riporta i test di significatività nelle differenze tra le frequenze a livello 10% e 5%, indicati rispettivamente con lettera minuscola e maiuscola. Le lettere indicano rispetto a quale classe vi è una differenza positiva significativa: nella fattispecie P, M e G indicano rispettivamente la dimensione piccola, media e grande; I e S i settori industria e servizi

(2) Le classi dimensionali sono così costituite: le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra 50 e 75 milioni di euro; le medie imprese tra 75 e 150 milioni di euro; le grandi imprese oltre 150 milioni di euro

(3) Questa funzione ricade, ai sensi dell'art. 114, comma 1 del Testo Unico della Finanza, nelle responsabilità di Consob, che ha demandato a Borsa Italiana specifici compiti al fine di agevolare il corretto svolgimento delle attività di organizzazione e funzionamento del mercato

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D

Questa necessità sembra inoltre particolarmente sentita presso le piccole imprese e presso coloro che non hanno ancora mai preso in considerazione l'ipotesi di quotarsi.

Una verifica dei livelli conoscitivi effettivi (e non solo percepiti) è stata effettuata proponendo un elenco di attività specifiche e riferite al ruolo di Borsa Italiana durante la fase di ammissione a quotazione e nella gestione dei mercati azionari (tavola 24). Ne



emerge una non chiara conoscenza della suddivisione dei ruoli tra Borsa Italiana e Consob, più marcata con riferimento alla fase post Ipo: in particolare ben il 68,0% delle imprese ritiene sia compito di Borsa Italiana verificare la coerenza delle informazioni presenti nel prospetto informativo di quotazione (di competenza di Consob) e meno del 50% degli intervistati attribuisce a Borsa Italiana le effettive responsabilità di gestione dei mercati azionari italiani (regolamentare il funzionamento del mercato, promuoverne lo sviluppo, vigilare sulle negoziazioni e sospendere i titoli, definire i requisiti e le procedure di ammissione e permanenza sul mercato per le società).

La percezione delle difficoltà associate dalle imprese alla quotazione (che come si è visto in precedenza è riferita alla complessità del processo di avvicinamento al mercato e alla necessità di doversi raffrontare con una numerosità di soggetti esterni troppo elevata) può quindi ancora oggi trovare parziale spiegazione in fattori di natura conoscitiva, lad dove una più consapevole conoscenza dei ruoli associati ai diversi soggetti coinvolti nel processo di quotazione potrebbe consentire di dirimere parte delle perplessità cui le imprese sembrano soggette nell'affrontare questa fase di passaggio. A testimonianza di questo fatto, è interessante osservare come la percentuale di imprese che hanno dichiarato di conoscere bene le diverse funzioni di Borsa Italiana sia più elevata tra coloro che hanno già preso in considerazione l'ipotesi di quotarsi rispetto a chi non ci ha mai pensato. I dati sono rispettivamente pari a 22,8% contro 16,9% per la generica conoscenza dell'attività svolta da Borsa Italiana, 30,7% contro 16,8% per la struttura dei mercati di Borsa Italiana, 30,7% contro 9,8% per le procedure di quotazione e 28,1% contro 9,8% per gli obblighi post quotazione. Analoghi risultati si ottengono includendo anche chi dichiara una conoscenza solo a grandi linee<sup>33</sup>.

(33) E' ovviamente anche possibile che la maggiore conoscenza del mercato derivi dal fatto di aver già preso in considerazione la quotazione e dall'aver quindi attivato un processo di *learning* su queste tematiche. Resta in ogni caso difficile poter isolare un nesso di causalità tra livello di conoscenza e propensione alla quotazione.



## 7. Conclusioni

I risultati dell'indagine evidenziano luci e ombre nel rapporto tra le imprese italiane e il mercato azionario. Negli ultimi anni si è prodotta una positiva evoluzione nelle attitudini degli imprenditori ma, al tempo stesso, vi sono ancora ampi spazi di azione per favorire la diffusione della cultura dell'*equity* presso le imprese e per avvicinare il mondo degli operatori finanziari alle esigenze degli imprenditori italiani.

Inizia a essere presente un deciso riconoscimento dei vantaggi che possono essere offerti dall'accesso al mercato azionario: il 76,3% degli intervistati si dichiara molto d'accordo col fatto che la quotazione sia un importante canale per la raccolta del capitale, il 50,5% con la possibilità di migliorare tramite la quotazione i rapporti con il sistema bancario e il 41,1% con l'esistenza di un effetto immagine derivante dall'entrata in Borsa. Parimenti continuano a essere individuate delle difficoltà, in particolare nella fase di avvicinamento al mercato azionario, che richiede una riorganizzazione interna sentita ancora come molto complessa e impegnativa. Quest'ultimo aspetto segnala da un lato la distanza ancora esistente tra l'organizzazione interna che caratterizza le imprese italiane e i livelli di efficienza e trasparenza richiesti dal mercato azionario, mentre dall'altro lascia aperto lo spazio a riflessioni sulla possibilità di definire soluzioni di mercato intermedie rispetto alle configurazioni oggi esistenti, che possano consentire alle imprese di avvicinarsi al mercato in modo progressivo e con modalità sentite come meno complesse. Sono ancora valutati come elevati i costi vivi del processo di quotazione, mentre relativamente allo *status* di società quotata emergono gli aspetti che a vario titolo fanno riferimento alla maggiore visibilità che segue la quotazione.

Il gruppo di imprese che dichiara di essere più prossimo alla quotazione attribuisce alla stessa un maggior valore in termini di capacità di migliorare i rapporti con il sistema bancario e di ridurre del costo del debito. Ciò fa supporre che in realtà, a fronte di un buon grado di diffusione della percezione del ruolo e delle potenzialità della quotazione, vi sia una certa tendenza a concepire ancora l'accesso al mercato azionario come alternativa a fonti di finanziamento più tradizionali, anziché come specifica e autonoma decisione di medio termine a supporto della crescita complessiva dell'azienda grazie al contributo di visibilità, stimolo all'innovazione della gestione e ristrutturazione della proprietà che può da questa essere apportato.

Lo studio fornisce una precisa segmentazione del livello di prossimità alla quotazione presso le società quotabili italiane. Il 57,8% di esse dichiara di aver già posto in essere una riflessione circa le opportunità da questa aperte. I risultati a cui è giunto questo gruppo sono stati variegati: il 10,1% ha concluso negativamente la sua riflessione, il 26,1% non esclude di poter quotare l'azienda, pur non avendo questo obiettivo nel breve termine, e il restante 21,6% ha già esplicitato la quotazione tra i suoi obiettivi strategici. Esiste dunque in questo momento, a fronte di un bacino complessivo di circa 1.200 società quotabili, un insieme di 250 imprese presso le quali l'idea della quotazione è pressoché matura. Tale ordine di grandezza trova simmetria anche nelle conclusioni di natura quantitativa contenute in Pellizzoni (2002), dove si utilizza come indicatore storico di propensione alla quotazione del sistema delle imprese italiane il rapporto tra le società quotate e la popolazio-



ne delle imprese nazionali attive con caratteristiche dimensionali idonee alla quotazione (almeno 50 addetti), risultato pari al 19,8%.

Questi risultati aprono immediatamente la strada a considerazioni di tipo dinamico, legate alla velocità con cui questo gruppo di imprese potrà effettivamente approdare sul mercato contribuendo alla sua crescita dimensionale. Se si considera il numero medio annuo di nuove quotazioni realizzate sul mercato azionario italiano, nella media del periodo 1991-2002 vi sono stati in Italia circa 13 nuovi accessi al mercato all'anno, con un'accelerazione che ha portato a 22 la media annua del periodo 1998-2002. Pur ipotizzando che la progressione degli ultimi anni sia dovuta a un effettivo mutamento nell'attitudine delle imprese (come apparirebbe dal confronto dei risultati di questo studio con quelli di un'indagine analoga effettuata nel 1997, da cui si registra un deciso aumento non solo di coloro che hanno già riflettuto circa la possibilità di quotazione dell'azienda, ma soprattutto di coloro che hanno già esplicitato questa possibilità tra i piani strategici di medio periodo), il tempo necessario per incrementare in modo consistente la dimensione del mercato italiano non sarebbe trascurabile.

E' quindi importante comprendere quali siano i fattori che agiscono in modo più diretto sulla prossimità delle imprese al mercato azionario, per individuare altrettante leve sulle quali agire per incrementare rapidamente il numero di società quotate. In prima battuta appare importante distinguere il momento iniziale di riflessione circa la quotazione dal momento dell'effettiva decisione. Le imprese che hanno riflettuto sulla possibilità di fare ricorso al mercato azionario sono soprattutto quelle caratterizzate da attitudini manageriali dinamiche, sia dal punto di vista della disponibilità ad aprire il capitale sia in termini di modalità di gestione dell'azienda. Sono inoltre le imprese appartenenti a settori con elevati tassi di crescita attesi, dove la necessità di strategie innovative di tipo industriale ben si coniuga con le opportunità offerte dalla quotazione. Sono società che presentano *leverage* già elevati e che quindi necessitano di ribilanciare la struttura finanziaria.

Sul fronte dell'effettiva decisione della quotazione resta il ruolo positivo svolto dalle condizioni di crescita del settore di appartenenza a cui si affianca l'articolazione della compagine azionaria: la probabilità che una società opti per la decisione della quotazione cresce con la presenza di soci di natura finanziaria. Questo a conferma del ruolo che questa tipologia di investitori può avere nell'influenzare le decisioni di finanza d'impresa, oltre a essere il portato di una storia imprenditoriale già aperta verso terzi.

La possibilità che per queste imprese la quotazione divenga effettiva e non solo ipotizzata passa quindi per fattori non solo quantitativi ma anche attitudinali, riferiti a elementi quali la dinamicità nella gestione e nelle strategie di crescita, oltre alla disponibilità all'apertura del capitale.

I risultati ottenuti sembrano indicare come vi sia una corrispondenza tra l'apertura nei confronti del mercato azionario e la scelta di dotarsi di un modello organizzativo aperto e dinamico, finalizzato a cogliere le opportunità di crescita disponibili senza subordinarle a rigidità gestionali o a vincoli posti dalla disponibilità di risorse interne. Il formarsi di un interesse per la quotazione non si configura, dunque, come un obiettivo a sé stante. E' piuttosto una delle strade che si aprono alle società che hanno già iniziato un percorso di più ampio respiro, finalizzato a introdurre modelli gestionali e organizzativi più complessi. Se



questo si affianca all'esistenza di effettive opportunità di crescita rese disponibili dal contesto competitivo o dall'appartenenza a settori con elevati tassi di sviluppo prospettico, l'interesse per la quotazione si tramuta con maggiore probabilità in una decisione a favore della stessa.

La quotazione si configura dunque come una soluzione più probabile per le società disposte a cogliere le opportunità disponibili, e costituisce un volano per individuarle e sfruttarle in maniera ottimale.

Alla diffusione capillare di questa soluzione si contrappone però l'effettiva disponibilità delle imprese ad accettare i costi legati all'allargamento della compagine azionaria.

Le imprese quotabili si caratterizzano infatti per una struttura proprietaria ancora concentrata e con un forte ruolo della famiglia di riferimento (nel 38,3% dei casi la famiglia possiede l'intera proprietà e nell'82,0% dei casi la proprietà include almeno un socio familiare) e con una presenza importante dei soci fondatori (ancora presenti nel 77,3% dei casi). Il legame personale tra i proprietari, spesso fondatori, e l'azienda si estrinseca anche nelle modalità di gestione e nella disponibilità all'allargamento della proprietà. I processi decisionali appaiono spesso accentuati: solo nel 38,0% dei casi c'è l'abitudine a coinvolgere il management nelle decisioni strategiche. Mentre da un punto di vista qualitativo le imprese dichiarano attitudini gestionali dinamiche e aperte, è meno evidente quanto l'accordo su principi di massima si concretizzi nell'effettiva disponibilità a sopportare i costi necessari per realizzare strategie di questo tipo. Solo il 43,0% degli intervistati sarebbe disposto a rinunciare a una quota della proprietà per sfruttare opportunità di crescita e solo il 39,5% dichiara la disponibilità della proprietà a modificare il proprio ruolo in azienda. Ne consegue il fatto che meno della metà degli intervistati stiano prendendo in considerazione nel breve termine l'allargamento della proprietà e che, laddove questo avviene, è spesso finalizzato al reperimento di nuove risorse finanziarie (60,2%) e non tanto a necessità di supporto alla pianificazione strategica (24,7%) o al completamento del team manageriale (8,6%).

L'indagine di questi fattori viaggia parallelamente all'analisi del contesto competitivo in cui la società opera e dei piani strategici definiti a fronte dei propri obiettivi. La disponibilità a mettere in atto strategie di crescita di ampio respiro costituisce infatti una precondizione per la realizzazione di scelte più complesse anche in ambito finanziario. Le imprese italiane quotabili, nel dichiarare il loro contesto competitivo di riferimento e i loro piani strategici sembrano mostrare una certa tendenza alla monodirezionalità delle strategie, che mantengono spesso carattere conservativo. E' indubbia la centralità attribuita da queste imprese al *core business* dell'attività e dunque ai prodotti/servizi esistenti, che si accompagna a strategie fortemente centrate sulla produzione. Per il 63,0% delle imprese le principali sfide strategiche del settore di appartenenza si concentrano sulla crescente competizione sui prodotti esistenti. Ne conseguono progetti prioritari di sviluppo che, per il 71,0% delle imprese, si sostanziano nell'incremento della quota di mercato nel business attuale. La diversificazione dell'attività attraverso l'ingresso in nuove aree o in nuovi mercati geografici è menzionata rispettivamente dal 41,5% e dal 51,0% degli intervistati e solo il 34,0% intende porre in essere processi di fusione o acquisizione. In modo del tutto coerente, i piani di investimento che dovrebbero realizzare i progetti di sviluppo



sono in gran parte concentrati su miglioramenti del processo produttivo o del prodotto. In un contesto che stenta ad affiancare politiche strategiche dinamiche alla difesa delle attuali aree di attività, nascono con maggior fatica esigenze di soluzioni finanziarie sofisticate. La quotazione, per i costi a essa connessi e per l'impatto capillare che ha sulle modalità di gestione dell'impresa, è attuabile in modo economicamente conveniente solo a fronte di piani strategici di medio periodo di una certa complessità e con un elevato contenuto di novità.

Ciò consente di porre l'accento anche sulle modalità di relazione che gli intermediari finanziari che affiancano l'impresa nella decisione della quotazione devono avere nei confronti delle imprese. Le imprese potenzialmente quotabili mostrano infatti scarsa diversificazione nella tipologia di consulenti utilizzati per le decisioni di finanza d'impresa, che sono spesso prese in completa autonomia (40,0% dei casi). Non sembra essersi ancora sviluppato un chiaro ruolo delle banche di investimento nella pianificazione e strutturazione di tali operazioni, visto che gli interlocutori privilegiati delle imprese continuano a essere le figure che le affiancano nella gestione ordinaria, ovvero le banche commerciali e gli studi commerciali, alle quali non viene però riconosciuto un livello soddisfacente del servizio.

D'altra parte, anche l'attività delle *merchant banks* non sembra avere fino a oggi raggiunto l'intero bacino di clienti potenziali: tra il 42,2% di imprese che non ha mai riflettuto sulla possibilità di quotarsi, solo una su quattro ha dichiarato di essere stata direttamente contattata negli ultimi due anni da intermediari finanziari con una proposta di quotazione in Borsa e solo il 38,0% per l'ingresso nel capitale.

Esistono dunque ampi spazi di crescita per questo segmento di business, il cui sviluppo sarebbe di sicuro giovamento per il mercato azionario italiano e per le stesse *investment banks* italiane, che hanno l'occasione di relazionarsi con un gruppo di imprese meno facilmente raggiungibile dai maggiori *players* internazionali. Ciò richiede però strategie relazionali specifiche, più vicine al *modus vivendi* delle imprese di piccole dimensioni.

A conclusione del lavoro, resta la considerazione generale che tanto l'azione delle aziende che degli operatori del mercato finanziario dovrebbe essere favorita dall'esistenza di un ambiente esterno che aiuti la diffusione della cultura dell'*equity*. L'ampliamento del numero di società quotate rappresenta infatti uno dei fattori sistematici funzionali all'obiettivo di favorire la crescita dell'industria italiana nel suo complesso, a fronte dei crescenti mutamenti del contesto competitivo. Ciò si concretizza dal lato della *corporate governance* nell'accettazione di regole di trasparenza che assicurino la tutela degli investitori di minoranza. Dal punto di vista della politica fiscale, trova corrispettivo nell'esistenza di norme che equiparino il costo delle diverse fonti di finanziamento. Resta l'obiettivo generale di incentivare il rafforzamento di una stabile domanda di investitori istituzionali, professionalmente capaci di entrare a far parte della compagnia azionaria delle imprese con logiche di medio termine. In tal modo sarebbe possibile valorizzare la partecipazione al mercato delle imprese di piccola e media capitalizzazione, che rappresentano la gran parte delle imprese a oggi ancora quotabili in Italia.



## Appendice metodologica

La popolazione di imprese di cui si vogliono indagare le attitudini è costituita dal bacino potenziale di società oggi quotabili per caratteristiche dimensionali e reddituali e per composizione della struttura proprietaria. Al fine di individuare i confini di questo gruppo di imprese sono stati utilizzati criteri di selezione sia di tipo quantitativo che qualitativo così sintetizzabili<sup>34</sup>:

- dimensioni: fatturato superiore ai 50 milioni di euro e dipendenti superiori alle 50 unità;
- risultati reddituali: margine operativo lordo positivo in almeno uno dei tre anni precedenti l'analisi (anni 1998, 1999 e 2000);
- struttura proprietaria: imprese non appartenenti a gruppi italiani o esteri (qualora siano parte di un gruppo, viene considerata la sola società capogruppo); assenza di canali di finanziamento già attivati con il mercato azionario, direttamente o da parte di altre società del gruppo, ovvero società non appartenenti a gruppi in cui vi è già una società quotata;
- settore: imprese del settore industriale o dei servizi.

La selezione ha individuato un universo costituito da 1.188 imprese: l'indagine effettuata ha riguardato un numero complessivo di 200 interviste rappresentative di tale universo. Il destinatario delle interviste è stata una figura che in azienda si occupa di tematiche di carattere strategico, quali quelle trattate ai fini della ricerca, ovvero uno tra il maggiore azionista, il presidente, l'amministratore delegato, il direttore generale o il direttore finanziario della società<sup>35</sup>. Le interviste sono state svolte su appuntamento presso la sede aziendale, utilizzando un questionario interamente strutturato e composto da oltre 40 domande.

L'indagine, condotta nel rispetto della normativa sulla *privacy*, ha reso possibile l'integrazione delle informazioni ottenute tramite *survey* diretta con la banca dati costituita dai bilanci aziendali di fonte Centrale dei Bilanci. La rilevazione è avvenuta nel periodo luglio-ottobre ad opera della società di ricerca Eurisko S.p.A., che ha supportato Borsa Italiana anche nella fase di redazione del questionario e di elaborazione dei risultati.

Il campione di 200 aziende è stato stratificato, in fase di assegnazione delle interviste, per distribuzione geografica, settore di attività e classe di fatturato, in modo da renderlo rappresentativo dell'universo di riferimento.

Data la relazione esistente tra popolazione e campione (dove quest'ultimo è pari al 17% della popolazione stessa) l'errore teorico massimo (ipotizzando di rilevare una percentuale  $p=50\%$ ) risulta pari a  $\pm 6\%$ <sup>36</sup>.

(34) I criteri di *screening* utilizzati e le motivazioni sottostanti la loro scelta sono descritti in modo articolato in Pellizzoni (2002).

(35) L'intervista è stata svolta nel 4,5% dei casi con il proprietario dell'impresa, nel 15,1% dei casi con l'amministratore delegato, nel 6,0% dei casi con il direttore generale, nel 71,4% dei casi con il direttore finanziario e nei casi rimanenti congiuntamente con due tra queste figure.

(36) L'errore standard della probabilità ( $p$ ), con un livello di affidabilità pari al 95%, è ottenuto applicando la seguente formula che prevede un fattore di correzione per popolazioni di piccole dimensioni:

$$1,96 * \frac{\sqrt{p(1-p)}}{\sqrt{n}} * \sqrt{\frac{N-n}{N-1}}$$

dove  $n$  è la numerosità del campione (ottenuto come campionamento senza ripetizioni) e  $N$  la numerosità della popolazione.



La tavola 25 presenta un confronto tra la popolazione delle 1.188 società e il campione rilevato di 200 società con riferimento alle variabili considerate per la stratificazione.

Appare evidente la tenuta del campione dal punto di vista della segmentazione per area geografica di localizzazione della sede legale dell'impresa. Alcune differenze si osservano invece in relazione alla classe dimensionale (l'incidenza della classe di più ridotte dimensioni è pari al 41,8% mentre scende al 31,5% nel campione) e al settore di appartenenza (dove il settore del commercio e della distribuzione è sottostimato, a favore dei settori industriali). La tenuta complessiva della campionatura è però ottima. A conferma di ciò si consideri che un'eventuale procedura di ponderazione restituirebbe un indicatore di efficienza pari al 90%<sup>37</sup>.

A quanto detto finora si aggiunga, come ulteriore indicatore di successo dell'indagine, la ridotta presenza di mancate risposte (ovvero di "non so") nell'intero flusso del questionario.

**Tavola 25 - Copertura del campione**

Criteri di stratificazione	Popolazione	Campione
<b>Area geografica</b>		
Nord Ovest	45.4%	45.5%
Nord Est	34.2%	34.5%
Centro	13.0%	13.0%
Sud e isole	7.4%	7.0%
<b>Classe di fatturato</b>		
Tra 50 e 75 ML di euro	41.8%	31.5%
Tra 75 e 100 ML di euro	18.5%	20.0%
Tra 100 e 150 ML di euro	15.6%	20.0%
Tra 150 e 250 ML di euro	11.6%	13.0%
Oltre 250 ML di euro	12.5%	15.5%
<b>Principale settore di attività<sup>(1)</sup></b>		
Alimentare	9.6%	8.0%
Cartario e editoria	3.5%	5.0%
Chimico, petrolifero, gomma e plastica	6.8%	9.5%
Elettrico, elettronico	4.8%	4.0%
Legno e arredamento	3.0%	4.5%
Meccanica, metallurgia e mezzi di trasporto	21.0%	23.0%
Tessile	9.8%	15.0%
Costruzioni e edilizia	6.1%	7.0%
Farmaceutico	0.9%	1.0%
Orafo	1.2%	1.5%
Commercio e distribuzione	20.1%	13.0%
Trasporti, comunicazione e turismo	6.6%	9.5%
Servizi all'impresa, consulenza	2.0%	4.0%
Servizi di pubblica utilità	3.5%	4.0%
Altri	0.8%	-
Industria	67.8%	74.5%
Servizi	32.2%	25.5%

(1) Il settore indicato per le società del campione di indagine è quello principale dichiarato dall'impresa mentre quello della popolazione è di fonte Centrale dei Bilanci

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

(37) L'efficienza dalla ponderazione è pari a  $\frac{n^2}{n * \sum_{i=1}^n s_i^2}$  dove gli  $s_i$  sono i pesi della ponderazione ed n il numero delle osservazioni.



## Bibliografia

Boehmer, E. e A. Ljungqvist (2001) "The choice of outside equity: evidence on privately held firms", *mimeo, New York University, Stern School of Business*, New York

Bolton, P. e E. Von Thadden (1998) "The ownership structure of firms: liquidity and control in the privately held firms", *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 1-25

Chemmanur, T e P. Fulghieri (1999) "A theory of the going public decision", *The Review of Financial Studies*, n° 12, pp. 249-279

Consiglio di Borsa (1997) "La creazione di un mercato innovativo per le piccole e medie imprese", *mimeo*, Milano

Ellingsen, T. e K. Rydqvist (1997) "The stock market as a screening device and the decision to go public", *Working papers in Economics and Finance*, n° 174, *Stockholm School of Economics*, Stoccolma

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

Harris, M. e A. Raviv (1991) "The theory of capital structure", *Journal of Finance*, vol. 46, n° 1, pp. 297-355

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

Leland, H. e D. Pyle (1977) "Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation", *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 371-388

Long, M. e I. Malitz (1985) "The investment-financing nexus: some empirical evidence", *Midland Corporate Finance Journal*, n°3, pp. 53-59

MacKay, P. e G. Phillips (2001) "Is there an optimal industry financial structure?", NBER *working paper*, n° 9032, Giugno

Maksimovic, V. e P. Pichler (1998) "Technological innovation and Initial Public Offerings", *mimeo, forthcoming su Review of Financial Studies*

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

Maug, E. (2000) "Ownership structure and the life cycle of the firm: a theory of the decision to go public", *mimeo, Duke University, Fuqua School of Business*, New York



Mello, A. e J. Parsons (1998) "Going public and the ownership structure of the firm", *Journal of Financial Economics*, n° 49, pp. 79-109

Myers, S. (1984) "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, vol. 39, n° 3

Pagano, M. (1993) "The flotation of companies on the stock market: a coordination failure model", *European Economic Review*, vol. 37, n° 5, pp. 1101-1125

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

Pagano, M., F. Panetta e L. Zingales (1996) "The stock market as a source of capital: some lessons from Initial Public Offerings in Italy", *European Economic Review*, vol. 40, n° 3-5, pp. 1057-1069

Pagano, M. e A. Roell (1998) "The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring and the decision to go public", *Quarterly Journal of Economics*, Febbraio

Pellizzoni, E. (2002) "Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa", *BIt Notes*, n° 6, Dicembre

Pellizzoni, E. et al. (2002) "Attività, tempi e costi del processo di quotazione: un'analisi per il periodo 1999-2001", Borsa Italiana, Febbraio

Rajan, R. (1992) "Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt", *Journal of Finance*, vol. 47, n° 4, pp. 1367-1400

Rajan, R. e L. Zingales (1995) "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, vol. 50, n° 5, pp. 1421-1460

Ritter, J. (1987) "The costs of going public", *Journal of Financial Economics*, vol. 19, n° 2, pp. 269-281

Ritter, J. e I. Welch (2002) "A review of Ipo activity, pricing and allocations", *Journal of Finance*, vol. 42, n° 4, pp. 1795-1828

Rock, K. (1986) "Why new issued are underpriced?", *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 187-212

Roell, A. (1996) "The decision to go public: an overview", *European Economic Review*, n° 40, pp. 1071-1081

Rydqvist, K. e K. Högholm (1995) "Going public in the 1980s. Evidence from Sweden", *European Financial Management*, vol. 1, n° 3, pp. 287-315



Subrahmanyam, A. e S. Titman (1999) "The going public decision and the development of financial markets", *Journal of Finance*, vol. 54, n° 3, pp. 1045-1082

Titman, S. e R. Wessels (1988) "The determinants of capital structure choice", *Journal of Finance*, vol. 43, n° 1, pp. 1-19

Williamson, S. (1981) "The moral hazard theory of corporate capital structure: empirical tests", *mimeo*, MIT, Boston

Yosha, O. (1995) "Information disclosure costs and the choice of financing source", *Journal of Financial Intermediation*, n° 1, pp. 3-20

Zingales, L. (1995) "Insider ownership and the decision to go public", *The Review of Economic Studies*, n° 62, pp. 425-448

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)

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



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

*[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)*