

UNIVERSITÀ DI PISA
DIPARTIMENTO DI ECONOMIA AZIENDALE “E. GIANNESI”
CORSO DI DOTTORATO IN ECONOMIA AZIENDALE
XIX CICLO



DISSERTAZIONE DI DOTTORATO

***LA QUOTAZIONE IN BORSA
NELL'ECONOMIA DELL'AZIENDA***

Uno schema interpretativo per la valutazione strategica

CANDIDATO:

Giulia ROMANO

TUTOR:

Chiar.mo Prof. Giancarlo DI STEFANO

COORDINATORE:

Chiar.mo Prof. Giovanni PADRONI

Anno Accademico 2006-2007

Alla mia famiglia,
le mie radici ed il mio cuore

INDICE

RINGRAZIAMENTI.....	9
---------------------	---

INTRODUZIONE	11
--------------------	----

CAPITOLO 1.

LA QUOTAZIONE DELL’AZIENDA: PROSPETTIVE DI ANALISI ED EVIDENZE EMPIRICHE	17
---	----

1.1. La quotazione in borsa: una decisione che influenza l’intero sistema aziendale.....	17
---	----

1.2. Le “condizioni di quotabilità” delle aziende.....	21
--	----

1.3. I “fattori” che condizionano la decisione dell’ingresso in borsa.....	34
--	----

1.4. Gli “effetti” dell’ingresso in borsa	63
---	----

1.5. I costi della quotazione.....	77
------------------------------------	----

CAPITOLO 2.

L’INGRESSO IN BORSA NELLA PROSPETTIVA DELL’ANALISI STRATEGICA.....	103
---	-----

2.1. La quotazione come “catalizzatore” del cambiamento aziendale	103
---	-----

2.2. Il sistema delle strategie a livello aziendale e l’accesso ai mercati finanziari organizzati	110
--	-----

2.3. La valutazione strategica nel processo di quotazione in borsa	114
--	-----

2.4. La valutazione dell’ingresso in borsa: il modello di analisi.....	124
--	-----

CAPITOLO 3.

L'IMPATTO DELLA QUOTAZIONE SUL SISTEMA DELLE STRATEGIE DELL'AZIENDA133

- 3.1. Il rinnovamento del sistema ideologico-valoriale e la discontinuità istituzionale dell'azienda..... 133
- 3.2. Il cambiamento del profilo economico-finanziario aziendale: le opportunità ed i condizionamenti esterni alle decisioni di finanziamento, investimento e dividendo 155
- 3.3. Corporate governance, comunicazione aziendale e ristrutturazione organizzativa..... 175
- 3.4. La quotazione dell'azienda e la ricerca del vantaggio competitivo sostenibile 197
- 3.5. Stakeholder aziendali e gestione della complessità relazionale dopo l'ingresso in borsa 214
- 3.6. La valutazione dell'opzione della quotazione in ottica sistemica: il contributo all'economicità ed allo sviluppo durevole dell'azienda 230

BIBLIOGRAFIA237

RINGRAZIAMENTI

Il primo gradito pensiero va alla Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), l'Autorevole Istituzione presso la quale sono impiegata, la quale, concedendomi un periodo di aspettativa, mi ha consentito di potermi impegnare pienamente nell'attività di studio e ricerca, al fine di svolgere nel modo migliore il dottorato di ricerca.

È doveroso ringraziare inoltre tutte le persone, imprenditori, manager, dirigenti di Borsa Italiana che hanno dato la disponibilità a realizzare le interviste e gli incontri necessari ad arricchire di contenuti operativi il presente lavoro. Il loro prezioso contributo è impagabile.

È un piacere dunque ricordare Emilio Bolzoni, Presidente di Bolzoni-Auramo; Tommaso Cepelli, Direttore Generale di Antichi Pellettieri; Michele Gucci, responsabile *Consolidated Financial Statements e Investor Relations* manager della Savino Del Bene; Giuseppe Gullo, *Chief Financial Officer* di Mariella Burani Fashion Group; Paolo Marcucci Presidente ed Amministratore delegato di Kedrion; Michele Monti e Luca Peyrano, rispettivamente membro del Comitato Istituzionale di Borsa Italiana e responsabile dei segmenti STAR & Standard di Borsa Italiana; Lisa Nordio, addetta all'area comunicazione di Kedrion; Marco Rossi, Responsabile del controllo di gestione e delle *investor relation* di Bolzoni-Auramo.

Un sincero grazie va anche al Professor Georges Selim, direttore del *Centre for Research in Corporate Governance* della *Cass Business School* di Londra che, oltre ad avermi permesso di svolgere un periodo di studio e ricerca presso il suo dipartimento, mi ha fornito un prezioso supporto di stimoli ed idee.

Al relatore di questa tesi, il Professor Giancarlo Di Stefano, sono legata da un sentimento profondo; a lui devo un ringraziamento particolare: un grazie sincero per avermi suggerito e stimolato ad intraprendere il dottorato di ricerca e per avermi permesso, di fatto, di fare un'esperienza importante e di incontrare molte persone speciali che mi hanno reso "migliore".

Desidero quindi ringraziare gli amici Biagio Ciao, Antonella Capiello, Antonio Corvino, Giuseppe D'Onza, Andrea Guerrini, Bruno La Rosa, Mario Minoja, Andrea Tenucci, Alessandra Zambelli, compagni con cui ho condiviso studi ed esperienze indimenticabili durante gli ultimi tre anni.

Esprimo viva gratitudine, inoltre, ai colleghi ed amici Daniela Costa, Alessandra Magno e Luca Menicucci per il sostegno ed i consigli ricevuti.

Infine, il ringraziamento più sentito e profondo va al Professor Silvio Bianchi Martini, la persona che con la sua esperienza, la sua passione ed i suoi consigli ha contribuito in questi tre anni in modo determinante alla mia formazione professionale e soprattutto umana ed al quale sono legata da un solido ed immutabile sentimento di stima ed amicizia.

Resta inteso che la piena responsabilità di quanto affermato in questo lavoro deve essere attribuita esclusivamente alla sottoscritta.

Università di Pisa, febbraio 2007

Giulia Romano

INTRODUZIONE

Negli ultimi tempi anche in Italia il tema della quotazione in borsa delle aziende ha suscitato un crescente interesse sia da parte di imprenditori e manager, anche di piccole e medie imprese, sia da parte delle istituzioni pubbliche e degli studiosi di diverse discipline, da quelle giuridiche a quelle tecniche sino a quelle più propriamente economico-aziendali.

La quotazione consiste tecnicamente, come noto, nell'inserimento di uno strumento finanziario nel listino di un determinato mercato mobiliare all'interno del quale tale strumento viene scambiato. In particolare, si parla comunemente di quotazione di un'azienda quando le sue azioni¹ vengono ammesse a far parte del listino titoli di uno o più mercati mobiliari regolamentati² e non regolamentati³.

¹ Gli "emittenti quotati" sono definiti dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - TUF) come «i soggetti italiani o esteri che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani». Si veda l'art. 1 comma 1 lettera w). Emittenti quotati sono dunque i soggetti che emettono, oltre alle azioni ed agli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali, le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali, le quote di fondi comuni di investimento ecc.

² Un mercato regolamentato è un mercato mobiliare basato su una specifica regolamentazione relativa all'organizzazione e al funzionamento del mercato stesso e gestito da una società di gestione. L'attività di gestione e organizzazione di mercati regolamentati ha carattere di impresa ed è esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro. Secondo la disciplina comunitaria un mercato regolamentato è un mercato che possiede i seguenti requisiti: 1. regolarità di funzionamento; 2. approvazione da parte dell'autorità di vigilanza delle regole relative alle condizioni di accesso e alle modalità di funzionamento; 3. rispetto degli obblighi di trasparenza. L'organizzazione e la gestione del mercato sono disciplinate da un regolamento deliberato dall'assemblea ordinaria della società di gestione del mercato. In Italia, l'esercizio della gestione dei mercati regolamentati è autorizzato dalla CONSOB quando il mercato rispetta i requisiti sopra citati, il regolamento del mercato è conforme alla disciplina comunitaria ed è idoneo ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori.

³ «La distinzione tra mercato regolamentato e mercato non regolamentato si fonda su di un dato estrinseco, non connaturato cioè all'esistenza del mercato, che è sempre la medesima. La differenza è che solo i mercati regolamentati possono essere riconosciuti in un Paese diverso da quello in cui sono autorizzati. ... I poteri delle autorità di vigilanza su mercati regolamentati e non regolamentati sono differenziati. Nei mercati regolamentati l'autorganizzazione e l'autodisciplina hanno un ambito più ristretto». AMOROSINO SANDRO, RABITTI BEDOGNI CARLA (a cura di) (2004), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, pag. 192.

Esistono già mercati non regolamentati molto importanti, per capitalizzazione, scambi e numero di azioni quotate. Nel Regno Unito l'Alternative Investment Market (AIM) è diventato il secondo mercato europeo per numero di società quotate dopo il *Main Market* (il *London Stock Exchange*). In

La decisione di quotarsi è, come noto, portatrice di rilevanti cambiamenti nel sistema aziendale⁴ con riferimento a molteplici aspetti della sua operatività.

Come tutti i momenti di “discontinuità”, infatti, anche la quotazione dà vita a mutamenti notevoli e talvolta radicali per l’azienda, per il suo sistema ideologico-valoriale e la sua impostazione strategica. È evidente dunque che, prima di assumere una decisione così significativa come quella di accedere alla borsa, il soggetto economico debba attivare un percorso di analisi strategica accurato e, per quanto possibile, obiettivo, prescindendo da preconcetti, dalle scelte di altre aziende, concorrenti o meno - seguendo le “onde emotive” che periodicamente si verificano nei mercati finanziari -, nonché dal riferimento esclusivo alle considerazioni espresse da consulenti ed intermediari.

Il percorso valutativo, nel caso di strategie “intenzionali” come la quotazione, deve consentire una stima preventiva delle conseguenze che una decisione può avere sull’azienda, conseguenze che, tuttavia, non sempre si possono esprimere in termini oggettivi e con determinazioni quantitative. La complessità delle problematiche, l’incertezza degli effetti attesi, la numerosità delle variabili che possono influenzare direttamente ed indirettamente la decisione sono infatti spesso tali da richiedere di esprimere anche considerazioni qualitative, valutando, tra gli altri, anche le risorse e competenze disponibili, l’influenza della congiuntura, l’andamento di altre emissioni, e così via.

solo dieci anni di attività – è stato fondato infatti nel giugno 1995 – ha raggiunto alla fine del 2005 ben 1.399 società quotate di cui oltre 200 straniere. In Italia a breve dovrebbero partire gli scambi sul Mac - Mercato alternativo dei capitali -, un mercato non regolamentato gestito da Borsa Italiana. Su tale mercato, riservato esclusivamente agli investitori istituzionali, si scambieranno titoli di piccole e medie imprese.

Inoltre la direttiva 2004/39/CE (Mifid), che entrerà in vigore il 1 novembre 2007, prevede la rimozione dell’obbligo di concentrazione degli scambi delle azioni quotate, aprendo alla competizione fra diverse *trading venues* per ridurre i costi di intermediazione, cosicché gli scambi potranno essere eseguiti indifferentemente su un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione (MTF – *Multilateral trading facility*) oppure mediante un processo di “internalizzazione” degli intermediari.

⁴ In merito alla natura sistemica delle aziende si vedano fra gli altri ZAPPA GINO (1937), *Il reddito d’impresa*, II edizione, Milano, Giuffrè; AMADUZZI ALDO (1963), *L’azienda nel suo sistema e nell’ordine delle sue rilevazioni*, II edizione, Utet, Torino; GIANNESSE EGIDIO (1960), *Le aziende di produzione originaria – Vol. I Le aziende agricole*, Pisa, Colombo Corsi; BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d’azienda*, Pisa, Servizio editoriale universitario di Pisa.

Oltre ad ottemperare ad alcuni requisiti tecnico-giuridici imposti dalla regolamentazione, le società che decidono di quotarsi devono assolvere anche e soprattutto ad alcuni requisiti “sostanziali” - quali avere un business con buone prospettive di crescita, un management qualificato e determinato, un sistema di *corporate governance* allineato alle *best practice* internazionali e così via - che rappresentino una “garanzia” del potenziale successo dell’operazione. La conoscenza delle “condizioni di quotabilità” delle aziende costituisce quindi un primo elemento indispensabile per valutare la fattibilità dell’ingresso in borsa.

Il percorso valutativo dovrà concentrarsi tuttavia non solo sullo studio di “fattibilità” dei cambiamenti ritenuti necessari per quotare l’azienda in borsa con successo, ma anche sul contributo, in termini di economicità e di sostegno allo sviluppo durevole ed evolutivo⁵, che eventualmente la scelta comporterà per l’azienda.

Il giudizio sulla opportunità della quotazione interessa quindi tre diversi profili, tra loro collegati sulla base di un ordine sequenziale: la fattibilità, l’economicità e la rispondenza alle esigenze di sviluppo durevole dell’azienda⁶.

Numerose ricerche empiriche hanno analizzato i “fattori determinanti” della decisione del soggetto economico di quotare l’azienda e gli effetti attesi e/o “reali” che ne conseguono. Nonostante gli aspetti finanziari risultino, nella teoria e nella pratica, di primaria importanza sia al momento della scelta di entrare in borsa sia successivamente come effetto che consegue a tale scelta (si pensi ad esempio alla riduzione dell’indebitamento aziendale), un percorso valutativo adeguato alla portata di un evento quale la “quotazione” deve necessariamente procedere focalizzando

⁵ Come ricorda Giannessi infatti «basta osservare il comportamento del fenomeno aziendale per dedurre che questo non può avere né uno scopo transeunte come quello del conseguimento del lucro, né uno scopo indeterminato come quello del soddisfacimento dei bisogni, ma solo uno scopo durevole e definito capace di imprimere all’attività ... un carattere inconfondibile. ... Lo scopo indicato ... è dato dal conseguimento di un determinato equilibrio economico promanante dalla combinazione di particolari fattori e dalla composizione di forze interne ed esterne, avente un carattere durevole e, sotto un certo aspetto, anche evolutivo». GIANNESSI EGIDIO (1960), *Le aziende di produzione originaria – Vol. 1 Le aziende agricole*, Colombo Corsi, Pisa, pagg. 72-73.

⁶ Cfr. CODA VITTORIO (1991), “Il problema della valutazione della strategia”, in GOZZI ANTONIO (a cura di), *La definizione e la valutazione delle strategie aziendali. Criteri, metodi, esperienze*, ETAS, Milano, pag. 91.

l'attenzione su una pluralità di elementi che vanno ben oltre l'esclusivo riferimento alle problematiche di tipo finanziario.

L'analisi deve infatti concentrarsi, in una visione sistemica, anche sugli altri aspetti che concernono l'assetto strategico dell'azienda e che inevitabilmente sono coinvolti nel processo di cambiamento che precede, accompagna e segue la decisione di accedere alla borsa.

In particolare, assumendo la prospettiva del soggetto economico dell'azienda potenzialmente "quotabile" che è chiamato a valutare l'opportunità di entrare in borsa, il modello di valutazione strategica da noi suggerito si basa sulla definizione di cinque elementi che devono essere analizzati, mutuando, almeno in parte, lo schema che rappresenta il sistema delle strategie a livello aziendale⁷ e che si articola in quattro sottosistemi, fra loro coordinati ed interrelati: strategia organizzativa, strategia economico finanziaria, strategia sociale, strategia competitiva. Le classi di strategie a

⁷ «Storicamente, per cercare di semplificare la complessità della problematica strategica, si è suddiviso il campo di studio e di ricerca in due ambiti di analisi: la strategia competitiva (*business strategy*), che si occupa del vantaggio competitivo in un'arena concorrenziale, e la strategia a livello aziendale (*corporate-level strategy*), che, invece, prende in considerazione l'ottica generale necessaria per il governo dell'azienda nel suo complesso». INVERNIZZI GIORGIO (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, McGraw-Hill, Milano, pag. IX. «Corporate significa impresa e la *corporate strategy* è quella che il management formula per l'intera organizzazione. ... Ruolo del corporate è fissare le basi per le scelte strategiche anche per il livello business e per il livello funzionale». PELLICELLI GIORGIO (2005), *Strategia*, Collana di Management, Volume 3, Università Bocconi Editore, Milano, pag. 289.

Invernizzi in proposito ha affermato: «Una prima definizione di strategia a livello aziendale potrebbe essere così formulata: *la strategia a livello aziendale è il modello di interazione fra l'impresa e l'ambiente economico-sociale che considera in termini sintetici le problematiche emergenti dalla strategia (o dalle strategie) a livello di ASA. Tale modello, frutto di scelte e azioni, determina il simultaneo posizionamento dell'impresa rispetto a tutti gli interlocutori e a tutti i mercati.* ... Una seconda definizione di strategia a livello aziendale potrebbe essere formulata come segue: *la strategia a livello aziendale è il sistema di decisioni assunte dal nucleo dei responsabili che formano l'alta direzione. Trattasi di tematiche che, per loro stessa natura, interessano l'impresa nella sua interezza*». INVERNIZZI GIORGIO (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, op.cit., pag. 3. Tuttavia lo stesso Autore ha ricordato a pag. 29 che «il modo migliore per analizzare la strategia a livello aziendale è di osservarla come espressione di un medesimo sistema, a cui partecipa anche la strategia competitiva. In altri termini, le differenze fra strategia a livello aziendale e strategia competitiva vanno colte senza dimenticare l'unità sistemica e dinamica di tutte le attività di gestione, strategica e operativa, a livello complessivo a livello business».

Per un'analisi dell'evoluzione degli studi sul tema della strategia a livello aziendale si rimanda a CODA VITTORIO (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, UTET, Torino, pag. 21 e ss.; DONNA GIORGIO (1992), *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, Giuffrè, Milano, pagg. 8 e ss.; INVERNIZZI GIORGIO (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, op.cit.; COLLIS DAVID J., MONTGOMERY CYNTHIA A. (1999), *Corporate strategy*, McGraw-Hill, Milano, pagg. 19 e ss. ed all'ampia bibliografia sul tema citata in tali lavori.

livello aziendale sopra richiamate sono infatti tutte inevitabilmente coinvolte nel processo di cambiamento indotto dalla quotazione. A tali sottosistemi è necessario aggiungere anche un altro elemento, la cui attenta valutazione risulta indispensabile; ci riferiamo al sistema ideologico-valoriale dell'azienda che è soggetto, spesso in modo estremamente rilevante, a cambiamenti in occasione della quotazione e che talvolta può costituire un elemento preclusivo per le altre considerazioni.

È evidente, tuttavia, che l'articolazione dell'analisi in cinque "elementi di osservazione" distinti, se da un punto di vista cognitivo è utile ed apprezzabile, vista la possibilità che offre di semplificare la problematica oggetto di studio, non esime dalla opportunità di considerare nell'analisi anche le relazioni reciproche che vincolano l'un l'altro i cinque elementi e dalla necessità di ricondurre a sistema le considerazioni singolarmente emerse, al fine di rileggere il tutto in modo unitario.

Non dovrà pertanto sorprendersi il lettore se durante la trattazione alcuni aspetti saranno affrontati con riferimento a più di una prospettiva di osservazione; tale circostanza deriva infatti dall'esigenza di sviluppare il percorso valutativo da molteplici punti di vista e deve, quindi, essere interpretato come lo sforzo di indagare la problematica in oggetto in una prospettiva poliedrica.

Il percorso di analisi, dunque, si sviluppa lungo cinque direttrici corrispondenti ai cinque "elementi di osservazione" individuati e riguarda, per ciascuno, i tre profili di giudizio sopra accennati.

Il lavoro si divide in tre capitoli.

Il primo riporta alcuni elementi relativi allo "stato dell'arte" dei numerosi contributi teorici ed empirici sulla quotazione delle aziende, con particolare attenzione ai lavori di taglio "aziendalistico", cercando di dare un inquadramento teorico di importanti tematiche quali la definizione dei "fattori determinanti" dell'ingresso in borsa, degli "effetti" della quotazione e dei costi connessi a tale decisione. Le considerazioni espresse in questa sede saranno la base di partenza per lo sviluppo dei successivi capitoli.

Il secondo e terzo capitolo sono dedicati, rispettivamente, alla descrizione del modello di analisi e valutazione strategica dell'ingresso in borsa delle aziende da noi

proposto ed all'approfondimento delle cinque direttrici di analisi individuate all'interno del suddetto modello: sistema ideologico-valoriale, strategia economico finanziaria, strategia organizzativa, strategia competitiva, strategia sociale.

Il terzo capitolo si chiude con una rilettura in ottica sistemica del modello di analisi, al fine di ricondurre ad unità la visione dell'azienda in merito alle opportunità ed alle criticità che riguardano complessivamente l'impresa che intenda valutare la possibilità di quotarsi in borsa.

Nel testo sono stati inseriti alcuni riquadri, contenenti la descrizione sintetica di significativi casi aziendali analizzati durante il percorso di studio e ricerca che ha condotto alla stesura della tesi di dottorato. Tali casi, pur non avendo una valenza generale, sono stati di grande ausilio per stimolare la riflessione su alcune tematiche rilevanti e ci sono sembrati utili per arricchire di contenuti operativi la trattazione.

Il presente lavoro non ha la pretesa di affrontare con completezza il complesso tema della valutazione strategica della quotazione in borsa di un'azienda. Esso costituisce un tentativo di dare una lettura sistemica, di taglio economico aziendale, a tale problematica e di favorire una riflessione in merito.

È superfluo aggiungere che il lavoro necessiterà di future riletture ed approfondimenti.

CAPITOLO 1.

LA QUOTAZIONE DELL'AZIENDA: PROSPETTIVE DI ANALISI ED EVIDENZE EMPIRICHE

1.1. La quotazione in borsa: una decisione che influenza l'intero sistema aziendale

La decisione di quotarsi è, come noto, portatrice di rilevanti cambiamenti all'interno del sistema aziendale¹ con riferimento a molteplici aspetti del suo assetto e della sua operatività; l'ingresso in borsa si configura infatti come un significativo momento di "discontinuità" per l'azienda, che induce considerevoli e talvolta radicali conseguenze.

La quotazione di un'azienda è, conseguentemente, una tematica suggestiva, poliedrica e ricca di spunti di riflessione, in quanto risulta evocativa di una pluralità di cambiamenti profondi che interessano l'azienda, i suoi uomini e l'ambiente esterno² e che può essere pertanto approfondita all'interno di molti e differenti filoni di studio.

¹ In merito alla natura sistemica delle aziende si vedano fra gli altri ZAPPA GINO (1937), *Il reddito d'impresa*, II edizione, Milano, Giuffrè; AMADUZZI ALDO (1963), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, II edizione, op.cit.; GIANNESI EGIDIO (1960), *Le aziende di produzione originaria – Vol. I Le aziende agricole*, Pisa, Cursi; BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d'azienda*, op.cit.; FERRERO GIOVANNI (1987), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano.

² Giannesi definisce l'azienda come «una unità elementare dell'ordine economico-generale, dotata di vita propria e riflessa ... Le aziende, reciprocamente, nella lotta incessante che esse combattono contro le forze negative dell'ambiente ... e contro le forze disgregatrici interne, danno vita ad una serie di operazioni che influenzano la vita economica del paese imprimendo ad essa un indirizzo piuttosto che un altro». GIANNESI EGIDIO (1979), *Appunti di economia aziendale*, Pacini Editore, Pisa, pagg. 11 e 13. Bertini ha affermato: «L'azienda del nostro tempo ... si differenzia ... dalle aziende del passato innanzi tutto per la più vasta apertura sociale che la pone in un rapporto dialettico costante e continuato con le altre componenti del sistema sociale. Pur non rinunciando al proprio ruolo fondamentale che resta legato alla produzione della ricchezza, essa ha via via esteso la propria sfera di interesse a problemi che, chiaramente, esorbitano dalla sfera economica». BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d'azienda*, op.cit., pagg. 47-48. In merito si veda anche CODA VITTORIO (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, op.cit., pag. 11 e ss.

Si pensi, ad esempio, agli studi che assumono la prospettiva macroeconomica, quella dei mercati finanziari, della tecnica di borsa³, della finanza nonché quella giuridica⁴.

Si tratta, tuttavia, di un argomento che è stato poco analizzato negli studi più propriamente economico-aziendali. In tale ambito, spesso non si va al di là dal considerare la quotazione come un evento che produce effetti di natura finanziaria. Del resto è innegabile che l'accesso alla borsa comporti degli effetti in tal senso, in quanto l'azienda, quotandosi, si apre un nuovo canale di finanziamento, per certi versi alternativo a quello bancario ed alle risorse degli azionisti di controllo. La quotazione, infatti, comporta un "ribilanciamento" del rapporto azionista-proprietario e creditore-prestatore, derivante dalla pari dignità delle due modalità di finanziamento aziendale che sempre più, in una moderna economia, dovrebbero rivelarsi interscambiabili.

La decisione di quotarsi ha però, come detto, numerose e notevoli implicazioni per le aziende che vanno ben oltre gli aspetti finanziari⁵. Infatti i cambiamenti che conseguono all'ingresso in borsa di un'impresa riguardano anche gli aspetti sociali, organizzativi e competitivi della vita aziendale, nonché le caratteristiche del sistema ideologico-valoriale dell'azienda. Si pensi infatti, ad esempio, a come cambia solitamente il sistema di relazioni azienda-ambiente⁶ in seguito alla quotazione, con l'ingresso nel sistema di interlocutori aziendali dell'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari (in Italia è la Commissione Nazionale

³ Anche Gino Zappa negli anni Trenta ha realizzato una pubblicazione sulla tecnica di borsa. Si veda ZAPPA GINO (1935), *Tecnica della speculazione di borsa*, Ravezzani Editore, Milano.

⁴ Alcuni dei principali studi che si possono inquadrare nei filoni macroeconomico, dei mercati finanziari, della tecnica di borsa e della finanza saranno citati, ove ritenuto opportuno, più avanti. Con riferimento ai lavori di taglio giuridico si rimanda fra gli altri a ROSATI ANTONIO (1995), *L'ammissione alla quotazione ufficiale di borsa*, Giuffrè, Milano; RAGANELLI BIANCA MARIA (2002), "I mercati regolamentati italiani: la Borsa", *Luiss, Ceradi*, Luglio; AMOROSINO SANDRO, RABITTI BEDOGNI CARLA (a cura di) (2004), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, op.cit.; DE MARI MICHELE (2005), *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Giappichelli, Torino.

⁵ Si veda ad esempio PIVATO GIORGIO (1976), "La quotazione di borsa di aziende societarie", in *Banche e Banchieri*, n. 9, Settembre; SALOMON RICHARD (1977), "Second thoughts on going public", *Harvard Business Review*, September-October; LEARDINI CHIARA (2003), *L'economia della quotazione in Borsa. Profili economico-aziendali*, Cedam, Padova; DRAHO JASON (2004), *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham, UK.

⁶ Cfr. BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d'azienda*, op.cit., pagg. 59 e ss.

per le Società e la Borsa - Consob⁷), della società di gestione del mercato (la Borsa Italiana⁸ ad esempio), degli analisti finanziari, degli investitori istituzionali, delle agenzie di rating, dei piccoli risparmiatori e così via.

La quotazione impone inoltre, abitualmente, l'introduzione in azienda strutture organizzative nuove (ad esempio l'*investor relation* e l'*internal audit*), il miglioramento dei processi e delle strutture esistenti (il controllo di gestione, i sistemi di comunicazione ecc.), l'implementazione di regole di buona *governance* e così via.

La prospettiva da assumere di fronte all'ipotesi di quotazione è dunque ben più ampia di quella finanziaria; investe complessivamente l'intera organizzazione aziendale, incidendo in modo profondo sulla "formula imprenditoriale"⁹ operante e concorrendo a definire una nuova "formula".

L'ingresso in borsa costituisce dunque una scelta strategica di "riposizionamento"¹⁰ dell'azienda rispetto a diversi mercati ed a diversi interlocutori, consentendo - e talvolta imponendo¹¹ - di individuare nuove configurazioni ideologico-valoriali, organizzative, competitive, reputazionali, sociali nonché finanziarie.

⁷ La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) è stata istituita con la legge 7 giugno 1974, n. 216, anche se il riconoscimento della personalità giuridica di diritto pubblico è giunto solo nel 1985 con la legge n. 281. La Consob ha compiti e poteri riguardanti gli intermediari finanziari, i mercati e gli emittenti quotati. La sua attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza e alla trasparenza del mercato. La Consob è un organo collegiale, composto da un presidente e da quattro membri nominati con decreto del Presidente della Repubblica, adottato su proposta del Presidente del Consiglio dei Ministri. Essendo un organo collegiale, le decisioni sono assunte dalla Commissione a maggioranza dei componenti presenti. Per alcune specifiche deliberazioni è richiesta dalla legge una maggioranza rafforzata (non meno di quattro voti favorevoli).

⁸ Borsa Italiana Spa è la società responsabile dell'organizzazione e della gestione del mercato borsistico italiano. La Società è nata nel 1997 dalla privatizzazione dei mercati di borsa ed è operativa dal 2 gennaio 1998. Essa è responsabile della definizione dell'organizzazione e del funzionamento dei mercati, della definizione della disciplina dei requisiti e delle procedure di ammissione e permanenza sul mercato per le società emittenti e gli intermediari, della gestione e della vigilanza del mercato e della gestione dell'informativa societaria.

⁹ Cfr. CODA VITTORIO (1984), "La valutazione della formula imprenditoriale", in *Sviluppo e Organizzazione*, n. 82.

¹⁰ Gozzi afferma che i «comportamenti strategici di riposizionamento comportano ... l'introduzione di elementi di novità rispetto alla situazione di partenza. Essi sono volti infatti ad individuare nuove configurazioni rispetto a quelle ritenute ormai insoddisfacenti». GOZZI ANTONIO (1991), "Le strategie di riposizionamento" in CIBIN RENATO, GOZZI ANTONIO, *La valutazione delle strategie di riposizionamento*, Franco Angeli, Milano, pag. 22.

¹¹ Cfr. SALOMON RICHARD (1977), "Second thoughts on going public", op.cit..

Nel presente lavoro abbiamo dunque l'obiettivo di inquadrare il tema della quotazione in borsa di un'azienda nell'ambito delle decisioni strategiche, trattando nello specifico il tema della valutazione strategica della quotazione.

Assumeremo pertanto la prospettiva del soggetto economico¹² dell'azienda potenzialmente "quotabile" che è chiamato a valutare tale opzione¹³.

¹² La dottrina economico-aziendale italiana è ricca di contributi sulla figura del soggetto economico dell'azienda esprimendo definizioni che evocano una complessità del ruolo e degli elementi componenti tale "figura". Zappa ha affermato che «Il soggetto economico che esercita il controllo sull'azienda è la persona fisica o il gruppo delle persone nel cui prevalente interesse l'azienda è di fatto amministrata» ZAPPA GINO (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo Primo, Giuffrè, Milano, pag. 86. Onida ha parlato di soggetto economico come delle «persone che hanno il superiore controllo di un'azienda esercitano il relativo potere di comando, non necessariamente assumendo essi stessi l'alta amministrazione dell'azienda, ma esercitando il potere di nomina e revoca degli amministratori» ONIDA PIETRO (1968), *Economia d'azienda*, UTET, Torino, pag. 27. Saraceno individua il soggetto economico in «chi ha il potere di determinare, con condizionamenti ... l'indirizzo di gestione dell'azienda. ... Soggetto economico di una impresa costituita in forma di società per azioni è quindi la persona o il gruppo di persone che hanno il potere di far nominare nelle assemblee degli azionisti gli organi amministrativi della società e che di tale potere effettivamente si valgono». SARACENO PASQUALE (1971), *Il governo delle aziende*, LUE, Venezia, pagg. 5 e 10. Giannessi ha affermato che «il soggetto economico è la figura per conto della quale l'attività aziendale si svolge; su di esso grava la responsabilità del successo o dell'insuccesso dell'azienda; ad esso compete l'ottenimento di un compenso proporzionale ai risultati raggiunti o il sostenimento di una determinata perdita» GIANNESSE EGIDIO (1979), *Appunti di Economia aziendale*, op.cit., pag. 70. Canziani parla di attori-chiave con riferimento a «l'insieme dei detentori i poteri di governo ... quale gruppo di rilevanza primaria per indirizzare l'agire dell'impresa nello spazio-tempo». CANZIANI ARNALDO (1984), *La strategia aziendale*, Giuffrè, Milano, pag. 71. Ferrero lo definisce come «il soggetto costituito da una persona fisica o da una pluralità di persone fisiche le quali *di fatto* detengono ed esercitano il supremo potere volitivo e le connesse prerogative e facoltà di decisione (prerogative e facoltà anche delegate ad altri) nell'ambito del 'management', subordinatamente soltanto ai vincoli di legge ed ad altri vincoli ambientali che possono variamente delimitare il potere nel governo economico dell'impresa». FERRERO GIOVANNI (1987), *Impresa e management*, op.cit., pag. 50. Bertini ne ha dato una definizione ampia e completa sostenendo che: «È difficile ... dare un volto preciso al nuovo Soggetto economico; anche perché, sia all'interno dell'area imprenditoriale che di quella manageriale, le situazioni si evolvono molto rapidamente. Possiamo solo dire che il nuovo Soggetto economico non è espressione esclusiva né della proprietà, né della tecnostruttura aziendale, né del sistema politico-sociale; ma di tutte queste forze insieme, proiettate in un'area indipendente ed esclusiva in cui i diversi valori acquistano un significato autonomo ed unitario. E si identificano con gli interessi a valere nel tempo dell'azienda. Esso è espressione attuale o prospettica della proprietà, ma non si identifica con la proprietà; conosce profondamente la teoria e la pratica organizzativa, ma non si identifica con l'organizzazione; ha rapporti stretti con le forze politiche e sociali, ma non si lascia condizionare dalle forze politiche-sociali. È evidente, da quanto sopra affermato, che la cerchia delle persone fisiche coinvolte in questo processo è molto ristretta, anzi ristrettissima». BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, Giappichelli, Torino, pag. 22. Un'altra definizione che ci sembra efficace è quella di Zattoni e Ravasi: «Nonostante tutti i contributi siano necessari e complementari ai fini dello sviluppo dell'impresa, vi sono alcuni soggetti le cui economie dipendono in modo rilevante dalla funzionalità economica duratura dell'azienda e i cui contributi sono considerati "critici". L'insieme di queste persone forma il cosiddetto soggetto economico, un insieme unitario e unico di persone a cui fanno capo le prerogative di governo economico». ZATTONI ALESSANDRO, RAVASI DAVIDE

Senza soffermarci sugli studi condotti con riferimento alle fasi “tecniche” del processo di quotazione ed ai soggetti che vi intervengono¹⁴, nonché alla tematica del *pricing* e della performance dei titoli una volta quotati (*long-run underperformance*)¹⁵, che esulano dallo scopo di questo lavoro, di seguito ci proponiamo di approfondire, da un punto di vista economico-aziendale e senza alcuna pretesa di esaustività, gli aspetti relativi alle “condizioni di quotabilità” delle aziende, agli “elementi determinanti” della quotazione, agli “effetti” della quotazione ed ai costi dell’ingresso e della permanenza in borsa, sulla base delle risultanze dei numerosi studi empirici condotti negli ultimi anni.

1.2. Le “condizioni di quotabilità” delle aziende

La quotazione in borsa, nei casi in cui sia portata a compimento, produce un rilevante cambiamento dell’assetto imprenditoriale e del modello gestionale

(1998), *Assetto proprietario, sistemi di governo e processi di decisione*, in AIROLDI GIUSEPPE, FORESTIERI GIANCARLO (a cura di), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Milano, Etaslibri.

¹³ Cfr. MOLTENI MARIO (1990), *La valutazione delle strategie: la fattibilità finanziaria in* INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica. Strumenti per valutare posizione competitiva, vulnerabilità, patrimonio intangibile*, op.cit., pag. 209 e ss.; JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, EGEA, Milano.

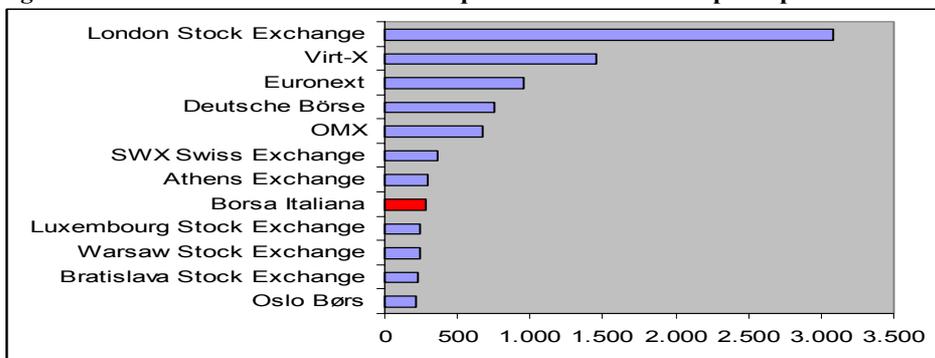
¹⁴ Il processo di quotazione si compone di numerose fasi e richiede l’intervento di soggetti professionali. Per approfondimenti si rimanda all’ampia bibliografia disponibile che abbraccia diverse discipline di studio, fra cui si citano PERRINI FRANCESCO (1998), *Capitali di rischio e mercati per PMI*, EGEA, Milano; GUELFY SILVANO (2001), “La quotazione in Borsa”, in BRUSA LUIGI, GUELFY SILVANO, ZAMPOGNA LUCIANA, *Finanza d’impresa. Logiche e strumenti di gestione finanziaria per creare valore*, Etaslibri, Milano, pagg. 329 e ss.; BERRETTI CLAUDIO, DI MASSA FERNANDA, FARINA ANNA, ORSINI EMILIA, PELLIZZONI ENRICO (2002), “Attività, tempi e costi del processo di quotazione: un’analisi empirica per il periodo 1999-2001”, *Borsa Italiana e Tamburi & Associati*, Febbraio; AMOROSINO SANDRO, RABITTI BEDOGNI CARLA (a cura di) (2004), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, op.cit.; PARRINI LORENZO, MEGNA DEBORA (2006), “Il processo di quotazione sul mercato Expandi”, *Amministrazione & Finanza*, n. 21.

¹⁵ Per una efficace *review* delle teorie e dei risultati empirici sulle tematiche del *pricing*, dell’*underpricing* e dell’*underperformance* si rimanda a WELCH IVO, RITTER JAY (2002), “A review of IPO activity, pricing and allocations”, *Yale ICF Working Paper*, n. 02-01, pagg. 10 e ss. Con riferimento alla situazione italiana si vedano fra gli altri MASSARI MARIO (1984), *Il valore «di mercato» delle aziende*, Giuffrè, Milano, pagg. 155 e ss.; FABRIZIO STEFANO, SAMÀ MARIANNA (2001), “Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell’*underpricing* e della *long-run underperformance*”, *Quaderni di Finanza*, n. 44 Consob e DALLE VEDOVE FRANCESCO, GIUDICI GIANCARLO, RANDONE PIER ANDREA (2005), “The evolution of Initial Public Offerings in Italy”, *BltNotes* n. 14, Giugno.

dell'azienda. Non sorprende dunque rilevare che essa rappresenti un evento “eccezionale” e, dunque, che solo poche aziende, rispetto al variegato tessuto economico-produttivo, decidano di accedere alla borsa¹⁶.

Tuttavia il mercato mobiliare italiano risente storicamente di particolari carenze strutturali¹⁷ rispetto a quello degli altri principali paesi industrializzati¹⁸, con una scarsa numerosità di aziende quotate rispetto alle altre principali piazze finanziarie europee (Figura 1) e mondiali¹⁹.

Figura 1 – Numero di aziende con azioni quotate su alcune delle principali Borse europee



Fonte: Nostre elaborazioni su dati FESE, *Monthly Statistics*, January 2006

¹⁶ Con riferimento alle medie imprese si veda la recente indagine MEDIOBANCA – UNIONCAMERE (2006), *Le medie imprese industriali italiane (1996-2003)*, dicembre.

¹⁷ Cfr. JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pagg. 25 e ss.

¹⁸ Ad esempio, nel 1974 Brunetti affermava: «Il ricorso al finanziamento mediante emissioni azionarie costituisce per la maggior parte delle imprese del nostro sistema economico un'alternativa più teorica che pratica, determinando così, nei casi in cui la corrente di autofinanziamento non risulti congrua, una pressante richiesta per altre fonti di finanziamento» BRUNETTI GIORGIO (1974), *Le decisioni finanziarie nell'economia d'impresa*, Franco Angeli, Milano, pag. 116.

Più recentemente il Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi nelle Considerazioni Finali ha ricordato che «i fondi raccolti dalle imprese direttamente sul mercato, sotto forma di obbligazioni o azioni quotate, rappresentano in Italia solo il 17 per cento delle loro fonti di finanziamento, circa un quarto in meno rispetto a Francia e Germania; la quota supera il 40 per cento negli Stati Uniti, sfiora il 50 nel Regno Unito. La dimensione della borsa, in rapporto a quella dell'economia, è nettamente inferiore alla media dei paesi avanzati». BANCA D'ITALIA (2006), *Considerazioni finali dell'anno 2005*, Roma, 31 maggio.

¹⁹ Alla Borsa di New York (NYSE) sono quotate 2.779 società (maggio 2005), al NASDAQ circa 3.300 aziende (giugno 2005) e al Tokio Stock Exchange oltre 2.300 società (fine del 2004). Inoltre, come già ricordato, nel Regno Unito l'AIM è diventato il secondo mercato europeo per numero di società quotate dopo il *Main Market* (il *London Stock Exchange*). Franzosi e Pellizzoni hanno recentemente evidenziato come “il differenziale in termini di numero di società quotate si concentra nel segmento delle imprese di media e piccola capitalizzazione; per ogni impresa italiana di medie e piccola dimensione quotata, ve ne sono 3 in Francia e Germania e 8 in Gran Bretagna”. FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), “Gli effetti della quotazione. Evidenza dalle mid & small caps italiane”, *BlitNotes* n. 13, giugno.

Negli ultimi tempi l'interesse dei vertici di medie e grandi aziende italiane nei confronti della quotazione è progressivamente cresciuto: la competizione, ormai globale, che le aziende si trovano ad affrontare anche sul mercato dei capitali, gli interventi correttivi per sanare alcune delle cause "esogene" delle carenze del mercato finanziario in Italia, nonché i rilevanti sforzi della società di gestione del mercato per migliorare le modalità e gli strumenti a disposizione delle imprese per accedere al mercato²⁰, sembrano aver significativamente contribuito ad avvicinare un crescente numero di aziende alla borsa²¹.

Tuttavia, negli ultimi anni in Italia sono state realizzate ancora poche nuove quotazioni rispetto a quanto è avvenuto in altri paesi europei quali la Gran Bretagna, la Germania e la Francia²² (Tabella 1).

Numerose ricerche condotte di recente hanno rilevato l'esistenza in Italia di molte aziende "quotabili"²³, aziende dotate cioè, almeno formalmente, dei requisiti per poter accedere alla borsa valori.

²⁰ A breve, ad esempio, dovrebbero partire gli scambi sul Mac - Mercato alternativo dei capitali -, un mercato non regolamentato creato sullo stile dell'Aim di Londra e gestito da Borsa Italiana. Tale mercato sarà destinato esclusivamente agli investitori istituzionali e vi si scambieranno titoli di piccole e medie imprese.

²¹ Nel bilancio dell'anno borsistico 2006 di Borsa Italiana si legge che «Il 2006 si chiude con 311 società quotate sui mercati di Borsa Italiana, 29 in più di quelle di fine 2005, che rappresentano il massimo storico. Senza considerare le 21 *admission to trading* nel segmento MTA International, il numero di società quotate è di 290 (8 in più rispetto alla fine del 2005). Nel dettaglio si tratta di 84 società del segmento *blue chip*, 76 del segmento Star, 103 del segmento Standard, 1 nel segmento *Investment Companies*, 21 nel segmento MTA International e 26 di Mercato Expandi. Sul mercato azionario vi sono state 38 ammissioni di nuove società (comprese le 21 *admission to trading* di MTA International) e 17 revoche. Sul Mercato Expandi 8 nuove società sono state ammesse a quotazione». La capitalizzazione a fine 2006 ammonta a 777 miliardi di euro (+14,8% rispetto al 2005, e risulta pari al 52,7% del PIL.

²² Alla Borsa di Milano all'inizio del 2006 erano quotate 279 aziende, solo tredici in più rispetto al 1990. Fonte Borsa Italia. Il riferimento è alla Borsa di Milano, al Nuovo mercato e al Mercato Ristretto (ora Expandi). Negli ultimi cinque anni in Italia si sono verificate solamente 56 *Initial Public Offering* (IPO) contro quasi 1.000 alla Borsa di Londra, oltre 220 presso Euronext, che unisce le borse francese, belga ed olandese, e 80 alla Borsa tedesca. Come noto, con il termine IPO si definisce l'operazione, finalizzata a raccogliere capitale presso il pubblico mediante l'offerta di titoli, effettuata da un'azienda che intende quotarsi su un mercato regolamentato. Nel periodo 1995-2001 in Italia si sono verificate in media 20 IPOs all'anno, contro una media negli Stati Uniti di oltre 370 ed in alcuni anni oltre 600 aziende si sono quotate. Sulla situazione delle quotazioni nel mercato statunitense si veda WELCH IVO, RITTER JAY (2002), "A review of IPO activity, pricing and allocations", op.cit., pag. 2. Si veda anche DALLE VEDOVE FRANCESCO, GIUDICI GIANCARLO, RANDONE PIER ANDREA (2005), "The evolution of Initial Public Offerings in Italy", op.cit.

Tabella 1 – Numero di nuove quotazioni mediante *Initial Public Offerings* (IPOs) in Europa

Mercato	2001	2002	2003	2004	2005	2001-2005
Borsa Italiana	20	8	5	8	15	56
Deutsche Börse	25	6	1	5	43	80
Euronext	52	32	29	48	65	226
London Stock Exchange	137	91	94	305	354	981
Madrid Stock Exchange	3	2	2	3	1	11
Oslo Børs	13	5	3	2	30	53
Stockholm Stock Exchange	26	10	3	5	8	52
Swiss Stock Exchange	8	5	2	4	10	29
Wiener Stock Exchange	6	3	6	1	7	23

Fonte: Nostre elaborazioni su dati PricewaterhouseCoopers, *Ipo Watch Europe*, 2001-2005

Per individuare le potenzialità di crescita del mercato di Borsa nel nostro Paese, i requisiti di “quotabilità” sono stati definiti nel tempo in modo diverso: in primo luogo, facendo riferimento ai requisiti di ammissione, “formali” e “sostanziali”, previsti dalle autorità di vigilanza o dalla società di gestione del mercato e, in secondo luogo, guardando anche alle caratteristiche delle aziende che si sono quotate più di recente, per aggiungere qualche ulteriore parametro “effettivo” in grado di meglio definire il bacino di aziende che potenzialmente potrebbero accedere alla Borsa. Le modalità²⁴ ed i requisiti “formali” di ammissione al mercato hanno

²³ Cfr. FROVA SANDRO (1992), “Le imprese private quotabili. Principali caratteristiche del campione analizzato”, in MASSARI MARIO (a cura di), *Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia*, Milano, Il Sole 24 ore Libri; FABRIZIO STEFANO (1998), “Le prospettive di crescita del mercato azionario italiano”, in *Rivista AIAF*, n. 27, luglio; PELLIZZONI ENRICO (2002), “Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa”, in *BitNotes*, n. 6, Dicembre; FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2003), “La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane”, *Bitnotes*, n. 7, Febbraio; MEDIOBANCA – UNIONCAMERE (2006), *Le medie imprese industriali italiane (1996-2003)*, op.cit.

²⁴ In passato erano previste tre modalità di ammissione a quotazione in borsa: di diritto, d’ufficio e su richiesta o su domanda. L’ammissione di diritto riguardava titoli - con sufficiente diffusione, liberamente trasferibili ed idonei ad essere oggetto di liquidazione - di debito pubblico a medio-lungo termine, emessi da Stati esteri, enti locali e enti internazionali di carattere pubblico, garantiti dallo Stato, obbligazioni fondiarie e similari, azioni di risparmio, se in Borsa erano trattate quelle ordinarie dello stesso emittente, obbligazioni convertibili in titoli di società quotate e obbligazioni emesse da banche con titoli quotati. La quotazione d’ufficio riguardava valori diffusamente oggetto di negoziazione e sorretti da un interesse generale alla negoziazione in un mercato ufficiale e poteva essere richiesta dal Consiglio di Borsa o da chiunque avesse un interesse motivato. Infine, la quotazione su domanda poteva essere richiesta da tutte le società e enti interessati che presentassero una serie di requisiti stabiliti a tutela del mercato. Per approfondimenti si veda JOVENITTI PAOLO (1984), “Il regolamento per l’ammissione dei titoli azionari e obbligazionari alla quotazione ufficiale nelle borse valori”, in *Rivista delle Società*, anno 29°, luglio-ottobre, fascicolo 4°-5°; ROSATI

subito progressivamente numerose modifiche da parte della normativa di rango legislativo e regolamentare²⁵. Con il decreto Eurosim del 1996 e con il Testo Unico per la Finanza (TUF) del 1998²⁶ sono state introdotte significative novità, per cui i compiti di definizione dei requisiti e di decisione in merito all'ingresso in borsa, prima spettanti alla Consob, sono stati trasferiti alla società di gestione del mercato ed è stata prevista un'unica modalità di ammissione a quotazione che si articola in due fasi: l'inoltro della domanda da parte dell'emittente alla società di gestione del mercato e la pubblicazione del prospetto di quotazione²⁷.

Le aziende possono scegliere di quotare le proprie azioni su diversi mercati esistenti in Italia oppure in altri Paesi, a seconda delle caratteristiche dell'azienda stessa e degli strumenti finanziari oggetto di quotazione²⁸.

I requisiti *formali* sono attribuiti "ufficiali", necessari per la quotazione, stabiliti dalla Società di gestione del mercato nei suoi regolamenti e specifici per ogni mercato e per ogni strumento finanziario.

ANTONIO (1995), *L'ammissione alla quotazione ufficiale di borsa*, op.cit.; RAGANELLI BIANCA MARIA (2002), "I mercati regolamentati italiani: la Borsa", op.cit.

²⁵ Con il d.P.R. 31.3.1975, n. 138 la Commissione nazionale per le società e la borsa - Consob - divenne l'Istituzione responsabile della definizione dei requisiti di quotazione sostituendo i cosiddetti "organi locali di borsa". L'articolo 1 del decreto n. 138 del 1975 recitava infatti "La titolarità dei poteri e delle attribuzioni relativi all'organizzazione ed al funzionamento delle borse valori nonché all'ammissione dei titoli a quotazione, spettanti alle camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura, alle deputazioni di borsa, ai comitati direttivi degli agenti di cambio e ai loro presidenti, designati nel presente decreto come organi locali di borsa, è trasferita alla Commissione nazionale per le società e la borsa". Nel 1989, con la delibera dalla n. 4088/89 la Commissione rese più rigidi i criteri in precedenza definiti, affermando che i risultati economici dovevano essere valutati escludendo dal computo le operazioni infragruppo e le operazioni straordinarie. Tuttavia, solo nel 1984 la Consob esplicitò in modo specifico due requisiti delle aziende per ottenere l'ammissione dei propri titoli a quotazione: avere un capitale sociale di almeno 10 miliardi di lire ed avere un risultato economico positivo nei tre anni precedenti la quotazione.

²⁶ Si fa riferimento rispettivamente al decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 (Eurosim) ed al TUF).

²⁷ Cfr. per approfondimenti ALVINO FEDERICO (2001), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, Giappichelli, Torino, pagg. 34 e ss; RAGANELLI BIANCA MARIA (2002), "I mercati regolamentati italiani: la Borsa", op.cit; AMOROSINO SANDRO, RABITTI BEDOGNI CARLA (a cura di) (2004), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, op.cit.

²⁸ Cfr. PAGANO MARCO, RÖELL AILSA, ZECHNER JOSEF (2001), "The Geography of equity listing: why do companies list abroad?", CEPR Discussion Paper, n. 2681, January; CORVIN SHANE A., HARRIS JEFFREY H. (2001), "The Initial Listing Decision of Firms that Go Public", *Financial Management*, Spring; SUN LAIXIANG, TOBIN DAMIAN (2005), "International Listing as a Mechanism of Commitment to More Credible Corporate Governance Practices: the case of the Bank of China (Hong Kong)", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, Number 1, January.

Per ottenere l'ammissione alla quotazione sul segmento *Standard* di Borsa Italiana, ad esempio, le società emittenti e le relative azioni devono possedere i seguenti requisiti formali²⁹:

- pubblicazione e deposito dei bilanci, anche consolidati, degli ultimi tre esercizi annuali³⁰, di cui almeno l'ultimo corredato di un giudizio della società di revisione³¹. L'ammissione alla quotazione non può essere disposta se la società di revisione ha espresso un giudizio negativo ovvero si è dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio³²;
- capacità di generare ricavi in situazione di autonomia gestionale³³, per cui non è possibile la quotazione delle cosiddette "scatole cinesi", di aziende cioè il cui attivo di bilancio o i cui ricavi siano rappresentati in misura preponderante dall'investimento o dai risultati dell'investimento in un'azienda le cui azioni siano state ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato;

²⁹ Per approfondimenti si veda il Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana Spa entrato in vigore nel maggio 2006.

³⁰ In via eccezionale può essere accettato un numero inferiore di bilanci.

³¹ Le società di recente costituzione ovvero che abbiano subito, nel corso dell'esercizio precedente a quello di presentazione della domanda o successivamente, modifiche sostanziali nella loro struttura patrimoniale devono produrre:

- il conto economico e rendiconto finanziario pro-forma relativo ad almeno un esercizio annuale chiuso precedentemente alla data di presentazione domanda di ammissione;

- lo stato patrimoniale pro-forma riferito alla data di chiusura dell'esercizio precedente la domanda di ammissione qualora la costituzione della società o le modifiche sostanziali siano avvenute successivamente a tale data;

- gli ulteriori documenti pro-forma infrannuali. Tali documenti devono essere accompagnati da una relazione della società di revisione contenente il giudizio sulla ragionevolezza delle ipotesi poste a fondamento della redazione dei documenti pro-forma, sull'applicazione di una metodologia corretta e sulla correttezza dei principi contabili adottati.

³² L'articolo 96 del TUF recita infatti: «L'ultimo bilancio approvato e il bilancio consolidato eventualmente redatto dall'emittente sono corredati delle relazioni nelle quali una società di revisione esprime il proprio giudizio ... La sollecitazione all'investimento non può essere effettuata se la società di revisione ha espresso un giudizio negativo ovvero si è dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio».

³³ Nella dottrina aziendale l'autonomia è «da vedere come una *condizione primitiva* in quanto offre la garanzia che le scelte e le operazioni siano tutte collegate tra loro dalle relazioni di funzionalità tipicamente orientate alla finalità aziendale dell'equilibrio. ... Senza la garanzia di una sufficiente autonomia decisionale nei confronti di qualunque entità di potere sovrastante l'azienda perde la sua natura di istituzione economica dotata di andamenti propri per acquisire quella di puro strumento a disposizione di tale entità per la realizzazione di un oggetto, le funzioni di produzione, scambio, consumo». FERRARIS FRANCESCHI ROSELLA (2005), «L'azienda: caratteri discriminanti, criteri di gestione, strutture e problemi di governo economico», in CAVALIERS ENRICO, FERRARIS FRANCESCHI ROSELLA, *Economia Aziendale vol. I II edizione*, Giappichelli, Torino, pagg. 59 e 60.

- conferimento dell'incarico di revisione ad una società di revisione iscritta nell'albo della Consob³⁴;
- capitalizzazione di mercato delle azioni prevedibile pari almeno a 40 milioni di euro, derogabile qualora si ritenga che comunque per tali azioni si formerà un mercato di sufficiente spessore;
- sufficiente diffusione delle azioni, che si presume venga realizzata se vi sia un flottante di almeno il 25% del capitale.

Negli ultimi anni l'attenzione riservata alle piccole e medie imprese, asse portante del tessuto economico italiano, e la volontà di incentivarne la quotazione, ha spinto la Borsa Italiana a delineare alcuni mercati e segmenti *ad hoc* per tali realtà³⁵.

Ad esempio, è stato recentemente istituito il Segmento STAR (Segmento Titoli ad Alti Requisiti), dedicato alle aziende di media dimensione³⁶ che volessero

³⁴ La scelta della società di revisione cui conferire l'incarico sembra essere, sulla base di uno studio, molto delicata, potendo influenzare la definizione del prezzo dell'Offerta Pubblica Iniziale e il gradimento degli investitori. Cfr. TITMAN SHERIDAN, TRUEMAN BRETT (1986), "Information Quality and the valuation of New Issues", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8. Per approfondimenti relativi alla materia della revisione contabile in Italia si vedano fra gli altri MARCHI LUCIANO (2004), *Revisione aziendale e sistemi di controlli interni*, Giuffrè, Milano; CORSI KATIA (2004), "Il controllo dei bilanci e il ruolo della società di revisione", in DEMARTINI PAOLA (a cura di), *Informazione, Imprese e Mercati finanziari efficienti*, FrancoAngeli, Milano; ROMANO GIULIA (2006), "La società di revisione ed i possibili conflitti di interesse in relazione ad "altri incarichi", in BIANCHI MARTINI SILVIO, DI STEFANO GIANCARLO, ROMANO GIULIA (2006), *La corporate governance delle società quotate. Tra best practice internazionali e tradizioni aziendali italiane*, Franco Angeli, Milano.

³⁵ Si fa riferimento in particolare al Segmento Titoli ad Alti Requisiti (STAR) e Standard del Mercato Telematico Azionario e del MTAX ed il Mercato Expandi. Il Mercato Expandi, infine, è stato istituito nel novembre 2003 ed ha portato alla profonda revisione del Mercato Ristretto. Gli obiettivi dell'istituzione di Expandi sono stati «da un lato, di dare impulso alla quotazione delle piccole imprese, asse portante dell'economia del nostro paese, consentendo loro di trovare un mercato caratterizzato da requisiti di ammissione più semplici e da un processo di quotazione più agile. Dall'altro, quello di agevolare imprese anche di dimensioni maggiori nell'avvicinarsi al mercato finanziario ed eventualmente prepararsi alla quotazione su altri mercati». Comunicato stampa di Borsa Italiana del 2.11.2003. A partire dal 19 settembre 2005 è diventata operativa la nuova articolazione dei mercati azionari di Borsa Italiana, con la finalità di definire una struttura dei mercati più omogenea. In tale occasione il Nuovo Mercato è stato rinominato MTAX ed ha acquisito la stessa organizzazione in segmenti di mercato che già prevedeva l'MTA (Blue Chips, STAR e Ordinario), la medesima regolamentazione e le stesse modalità di negoziazione.

³⁶ Indicativamente Borsa Italiana fa riferimento ad un fatturato che va da 100 milioni ad 1 miliardo di euro.

Il tema della dimensione delle aziende è molto trattato nella dottrina economico-aziendale italiana; fra gli altri si citano a riguardo CATTANEO MARIO (1963), *Le imprese di piccole e medie dimensioni: tratti caratteristici con particolare riguardo all'economia delle imprese operanti nelle aree sottosviluppate*, Istituto editoriale Cisalpino, Milano; AMADUZZI ALDO (1964), *Osservazioni*

distinguersi sul mercato finanziario per una superiore trasparenza informativa, liquidità ed adeguatezza della propria *governance* alle *best practice*. Per essere ammesse in tale segmento e mantenerne la qualifica, le aziende e le rispettive azioni devono presentare però specifici requisiti aggiuntivi rispetto a quelli appena elencati per il segmento *Standard*³⁷. La ricerca di una maggiore visibilità e di elementi distintivi sembra spingere molte aziende verso la quotazione sul Segmento STAR nonostante la maggiore “onerosità” che tale scelta inevitabilmente comporta³⁸.

Allo stesso modo, per le aziende di dimensione minore³⁹ che vogliono quotarsi riducendo al minimo i costi ed i tempi del processo di ammissione è stato invece istituito il mercato *Expandi*, in cui i requisiti di accesso e di permanenza sono notevolmente ridotti rispetto alle condizioni standard previste dalla Borsa Italiana (Figura 2).

intorno al concetto di «dimensione aziendale», Giuffrè, Milano; CORTICELLI RENZO (1979), *La crescita dell'azienda*, Giuffrè, Milano, pag. 121 e ss.

³⁷ I principali requisiti aggiuntivi previsti per la quotazione nel segmento STAR sono:

- avere una capitalizzazione di mercato effettiva o prevedibile non superiore a 1.000 milioni di euro e non inferiore a 40 milioni di euro;
- avere un flottante di almeno il 35% del capitale;
- rendere disponibili al pubblico la trimestrale entro 45 giorni dalla fine di ogni trimestre;
- avere l'ultimo bilancio di esercizio corredato dal giudizio positivo della società di revisione;
- non avere l'attivo di bilancio o i ricavi rappresentati in misura preponderante dall'investimento o dai risultati dell'investimento in un'azienda le cui azioni siano state ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato;
- trasmettere i dati contabili di bilancio annuali e i dati semestrali e trimestrali, una volta approvati dal Consiglio di Amministrazione, alla Borsa Italiana nel formato elettronico da essa predisposto;
- rendere disponibili sul sito internet i prospetti contabili (bilancio, semestrale e trimestrali), le informazioni privilegiate ex art. 114 TUF e gli ulteriori elementi richiesti da Borsa Italiana;
- avere un *investor relator* che professionalmente e stabilmente si occupi di gestire le relazioni con gli investitori;
- avere nei propri Consigli di Amministrazione amministratori non esecutivi ed indipendenti il cui numero e autorevolezza siano tali da garantire che il loro giudizio abbia un peso significativo nelle decisioni consiliari, così come previsto dal Codice di Autodisciplina (Si fa riferimento al Codice di Autodisciplina redatto dal Comitato per Corporate Governance per la prima volta nel 1999, successivamente rivisto nel 2002 e infine recentemente innovato nel marzo 2006. Il Codice è disponibile sul sito www.borsaitalia.it);
- aver nominato un comitato per il controllo interno;
- prevedere che una parte significativa della remunerazione degli amministratori esecutivi e degli alti dirigenti sia variabile sulla base dei risultati conseguiti e/o degli obiettivi prefissati oppure aver nominato un comitato per la remunerazione;
- aver nominato un operatore specialista che si impegni a sostenere la liquidità delle azioni.

³⁸ Nel 2006, ad esempio, molte IPO hanno interessato aziende che hanno scelto lo STAR; fra queste citiamo ad esempio Polynt, Elica, Poltrona Frau, Cobra, Ascopiave, Bolzoni-Auramo.

³⁹ Indicativamente Borsa Italiana fa riferimento a circa 100 milioni di euro di ricavi.

Figura 2 – I requisiti richiesti per quotarsi su Blue chips, STAR ed Expandi

	BLUE CHIP	STAR	EXPANDI
Flottante ingresso	25%	35%	10% (ma almeno 750.000 € market cap)
Bilanci con revisione	3	3	3
Dimensione	Cap min. €40 m	Cap min. €40 , max €1000 m	Capitalizzaz. min €1 m
Cda amm. non esecutivi ed indipendenti	Raccomandato (Codice di Autodisciplina)	Obbligatorio (N° da regolamento)	NO
Comitato di controllo interno	Raccomandato (Codice di Autodisciplina)	Obbligatorio (maggioranza indipendenti)	NO
Comitato remunerazione	Raccomandato (Codice di Autodisciplina)	Obbligatorio (0 % significativa remunerazione e correlata ad obiettivi)	NO
Pubblicazione dati trimestrali	Obbligatoria (IQ, IH, IIIQ, annuale ex Consob)	Obbligatoria (entro 45 gg - no deroga Consob)	NO
Investor Relation manager	Raccomandato	Obbligatorio (figura professionale qualificata)	NO
Sito	Raccomandato	Obbligatorio	NO
Informazioni contabili italiano/inglese	Raccomandato	Obbligatorie	NO
Presenza dello Specialista (liquidità)	NO	SI	NO
Track Record di bilancio	NO	SI: Risultato ordinario positivo	SI: utile netto positivo e PFN/MOL < 4

Fonte: Borsa Italiana, aprile 2006

Le aziende che vogliono quotarsi in Italia hanno dunque a disposizione diverse alternative a seconda delle proprie caratteristiche e delle proprie esigenze di posizionamento in termini di visibilità, liquidità, trasparenza ecc.

I requisiti *sostanziali*, invece, sono secondo Borsa Italiana “elementi caratteristici di una società” necessari «perché la quotazione dei propri strumenti finanziari sia potenzialmente un’operazione di successo»; tali requisiti, che tutte le aziende dovrebbero avere a prescindere dal mercato o dal segmento di quotazione, per le valutazioni di Borsa Italiana, si sostanziano nella sussistenza di:

- prospettive di crescita;
- contabilità ed assetto societario trasparenti;
- management qualificato e motivato;
- un *investor relator*⁴⁰ interno alla società.

⁴⁰ Sul tema dell’investor relation si veda fra gli altri CORVI ELISABETTA (2000), *Comunicazione d’impresa e investor relation: la gestione della comunicazione economico finanziaria*, EGEA, Milano.

La verifica da parte di Borsa Italiana del possesso dei requisiti *sostanziali* di quotabilità deve essere effettuata pertanto mediante valutazioni accurate, che vadano ben oltre gli aspetti formali e quantitativi, concentrandosi prevalentemente sugli aspetti “qualitativi” di tipo strategico-aziendale. Per valutare le prospettive di crescita dell’azienda occorrerà infatti studiarne il settore di attività (forze competitive, tassi di crescita, quote di mercato ecc.) ed il posizionamento, il possesso di un vantaggio competitivo e la sua sostenibilità e così via⁴¹. Per apprezzare la qualità del management non sarà sufficiente guardare il curriculum, ma saranno necessari confronti diretti, l’analisi della credibilità acquisita sul mercato ecc. Per stabilire se la contabilità e l’assetto societario sono “trasparenti” occorrerà guardare anche alle regole di *governance* aziendale, alla composizione degli organi di vertice e di controllo ed alla veridicità delle informazioni sociali pubblicate nei documenti contabili.

Inoltre, come ha affermato Bertini «il sistema aziendale delle idee ha un peso determinante nella formazione dei risultati della gestione; per cui in sede di determinazione del valore dell’azienda, è opportuno non limitarsi alla conoscenza dei “risultati”, anche se questi incorporano operazioni, decisioni e idee, ma avere più ampio e chiaro possibile il quadro di riferimento del sistema delle idee, unico vero “responsabile” degli accadimenti aziendali»⁴².

⁴¹ Scrive Corticelli: «L’aumento dimensionale, in sé, non è crescita dell’azienda. ... Così, il miglioramento dell’equilibrio non è, di per sé, crescita o sviluppo dell’azienda. ... L’ingrandirsi del nucleo produttivo può dare una “idea” di crescita che di fatto si riferisce però alla dimensione, non all’azienda come realtà economica: questo è il punto e, se non lo si capisce, qui sta la confusione. Si tratta di una crescita solo “apparente”, da dimostrare pertanto sul piano essenziale della convenienza degli andamenti. Può essere allora un’illusione, dovuta alla superficialità con cui ci si avvicina al problema e alla non conoscenza del fenomeno aziendale». CORTICELLI RENZO (1979), *La crescita dell’azienda*, op.cit., pagg. 189 e 196.

⁴² BERTINI UMBERTO (1995), *Scritti di Politica Aziendale*, III^a edizione ampliata, Giappichelli, Torino, pag. 23. Il Coda parla in proposito di Orientamento Strategico di Fondo (OSF) dell’azienda affermando che esso è «la sua identità “profonda” o, se si preferisce, la parte nascosta e invisibile del suo disegno strategico, che sta al di sotto delle scelte concrete esplicitatisi nel profilo strategico visibile. ... L’OSF è un insieme di idee radicate negli attori-chiave dell’impresa e, nelle aziende a cultura forte e coesiva, anche nel personale tutto, nella struttura e nei meccanismi operativi. E queste idee possono avere radici così profonde nella cultura di determinati soggetti e dell’impresa da essere operanti per così dire a livello inconscio. Il che accresce l’impressione di trovarsi di fronte ad una variabile sfuggente, anche se per questo non meno reale». L’Autore sottolinea poi che l’OSF consta di tre elementi che chiariscono dove, perché e come essere impresa e che sono appunto il campo di

Dunque la valutazione del possesso dei requisiti sostanziali si rivela l'aspetto maggiormente complesso dell'analisi di quotabilità di un'azienda, in quanto richiede la fattiva collaborazione degli uomini d'azienda, l'accesso ad informazioni solitamente coperte da stretto riserbo ed una capacità di analisi lungimirante, sorretta dalla profonda conoscenza del settore di attività dell'azienda. Le Istituzioni coinvolte nel processo di quotazione sono pertanto responsabili, in particolare, del processo di verifica del possesso dei requisiti sostanziali da parte dell'azienda quotanda⁴³.

A conferma della estrema difficoltà di valutare gli aspetti "sostanziali" basandosi solo su informazioni pubbliche e di tipo quantitativo gli studi empirici condotti sulle aziende quotabili si sono concentrati prevalentemente sulla verifica del possesso di requisiti "formali". Fra le indagini empiriche condotte negli ultimi anni⁴⁴,

attività cui l'impresa si ritiene vocata, la filosofia gestionale e organizzativa e i fini e obiettivi di fondo. CODA VITTORIO (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, op.cit., pag. 25 e ss.

⁴³ In proposito è utile riportare un articolo apparso sul Sole 24 ore in cui si legge: «L'Opa "riparatoria" sulla Procomac da parte del suo fondatore e azionista di maggioranza Ermanno Morini, annunciata a soli due mesi dal debutto in Borsa della società, ma ancora rimasta nel limbo delle buone intenzioni dovrebbe concretizzarsi finalmente - dopo alcuni rinvii - il mese prossimo. ... A febbraio, se tutto andrà bene, i 5,5 milioni di azioni collocate sul mercato a 3,5 euro l'una all'inizio dello scorso luglio dovrebbero essere ritirate allo stesso prezzo. Sarà la fine di un'avventura tanto breve quanto paradossale da cui nessuno è uscito bene. L'azienda di impianti per imbottigliamento, prima di tutto, che ha evidentemente fatto il passo più lungo della gamba, vista la rapidissima retromarcia sulla quotazione decisa dall'azionista di maggioranza mentre i conti peggioravano rapidamente. Ma anche le due banche che l'avevano portata in Borsa: Abaxbank e Interbanca (quest'ultima, che è anche azionista di Procomac è l'istituto che ha fornito le garanzie fino a 19,5 milioni di euro a Morini per la sua Opa). E infine non ci ha fatto una splendida figura chi - Borsa Italiana e Consob - ha dato il via libera alla quotazione. Per gli azionisti della società - pochi a dire il vero, visto che già il collocamento fu un mezzo fiasco, con solo i due terzi dei titoli offerti sottoscritti e con un milione di azioni circa finite in mano ai piccoli risparmiatori - resta il disappunto di aver messo i loro soldi su un titolo che poche settimane dopo nemmeno l'emittente considerava meritevole di stare in Borsa e quello di essere rimasti immobilizzati - a meno di non aver venduto in perdita - per otto mesi su un'azione che non ha mai rivisto il prezzo del collocamento. Unica magra consolazione proprio quell'Opa "riparatoria" che ha evitato perdite sensibili - ancora venerdì il titolo quotava 3,480 euro - e che però fino ad ora non è partita. Adesso il piccolo calvario di Procomac si avvia alla conclusione, ma certo che se in Italia - a detta di molti imprenditori - la quotazione è un processo laborioso e difficile, anche il "delisting", almeno in questo particolare caso, si sta dimostrando un esercizio laborioso». MANACORDA FRANCESCO (2005), "La Procomac e il calvario del delisting", *Il Sole 24 ore*, 31 gennaio.

⁴⁴ Il primo studio rilevante sulle aziende "quotabili" in Italia, realizzato a cura di Mario Massari da Sandro Frova, e pubblicato nel 1992, è stato voluto dal Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio della Borsa Valori di Milano. Il campione di aziende "quotabili" è stato individuato partendo dal database della Centrale dei Bilanci per gli anni 1987, 1988, 1989 e 1990 - selezionando le sole aziende operanti nei settori della trasformazione industriale, del commercio e dei servizi - ed imponendo i criteri indicati dal Regolamento della Consob, Autorità preposta, come già ricordato, sino al 1998 - con l'approvazione del Testo Unico per la Finanza - a decidere in merito alla quotazione delle società che

si cita uno studio pubblicato recentemente, nel dicembre 2002, dall'ufficio *Research & Development* della Borsa Italiana, che ha delineato l'esistenza di circa 1.200 aziende "quotabili", delle quali è stata stimata anche la capitalizzazione presunta⁴⁵. Da una successiva indagine empirica, circoscritta ad un campione rappresentativo di

ne facevano richiesta. I parametri considerati sono stati in particolare il fatturato, l'attivo netto, il numero dei dipendenti, il risultato operativo, la capitalizzazione presunta. Il principale limite della ricerca deriva tuttavia, come sottolineato dagli Autori stessi, dalla indisponibilità dei dati relativi ai bilanci consolidati delle aziende oggetto di indagine. Dallo studio di Frova è emerso un complesso di 2.147 aziende private quotabili al mercato ufficiale o al mercato ristretto. Cfr. FROVA SANDRO (1992), *Le imprese private quotabili. Principali caratteristiche del campione analizzato*, op.cit., pagg. 29-126.

Nel 1998 Stefano Fabrizio ha realizzato una nuova indagine sulle aziende quotabili. La ricerca ha preso in esame le società per azioni industriali italiane che nel 1995 risultavano non quotate. In questo caso i dati sono stati ricavati dalle banche dati Bureau van Dijk e Cerved oltre a Centrale dei bilanci; i parametri presi in considerazione sono stati i seguenti:

- Patrimonio netto superiore a 30 miliardi di lire nel 1995;
- Fatturato superiore a 50 miliardi di lire nel 1995.

Sono state inoltre escluse le società controllate dallo Stato, le filiali o controllate da società estere, le società facenti parte di gruppi in cui risultavano presenti aziende già quotate, le società italiane già quotate in mercati esteri, le società che in passato erano state quotate ed avevano poi optato per il *delisting*.

A conclusione della sua ricerca empirica, Fabrizio affermava che "si può stimare un numero di circa 500 società quotabili; si tratta, prevalentemente, di imprese medio-piccole ... Una valorizzazione di queste società ai rapporti di fine 1997 tra valore di mercato e patrimonio netto delle società quotate, fa apparire un potenziale di sviluppo della borsa italiana stimabile nell'ordine di 150.000 miliardi". Cfr. FABRIZIO STEFANO (1998), "Le prospettive di crescita del mercato azionario italiano", op.cit.

⁴⁵ Il campione, anche in questo caso, è stato definito partendo dal database della Centrale dei Bilanci con l'obiettivo, in primo luogo, di fare una stima delle società italiane, industriali e di servizi non finanziari, con caratteristiche strutturali tali da renderle, almeno in teoria, idonee alla quotazione e, secondariamente, definire gli spazi di crescita del mercato azionario. Dal campione sono state escluse le società immobiliari, finanziarie, di leasing e le holding finanziarie. Sono state invece incluse le società per azioni, con fatturato nel 2000 pari ad almeno 50 milioni di euro, con almeno 50 dipendenti e con una redditività operativa, misurata in termini di margine operativo lordo, positiva, in termini assoluti, in almeno uno dei tre bilanci analizzati (1998, 1999 e 2000). I criteri usati in questa indagine risultavano più stringenti rispetto alle soglie definite nei regolamenti di Borsa Italiana. I criteri dimensionali sono stati infatti definiti guardando piuttosto alle società quotate più di recente, ed in particolare negli ultimi tre anni. Inoltre sono state escluse anche le società parte di gruppi esteri, quotati e non, ad eccezione dei casi in cui l'azienda avesse attività operative pressoché basate in Italia e la capogruppo estera avesse solamente finalità di controllo. In questi casi è stata inclusa nel campione la principale società operativa italiana del gruppo. Nel caso invece di aziende facenti parte di gruppi non quotati è stata considerata solo la società capogruppo, utilizzando i dati tratti dal bilancio consolidato.

È stata inoltre aggiunta una ulteriore condizione per l'inserimento nel campione: l'indipendenza da altre società o gruppi italiani già quotati, al fine di eliminare le ipotesi di quotazione rientranti nei cosiddetti *carve outs* (Pagano, Panetta e Zingales definiscono i *carve outs* come "the listing ... of subsidiaries of publicly traded companies". PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, Vol. LIII, no. 1, February, pag. 32). Cfr. PELLIZZONI ENRICO (2002), "Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa", op.cit.

200 di tali aziende quotabili⁴⁶, si è rilevato il miglioramento dell'attitudine delle aziende italiane verso la quotazione, in quanto oltre la metà del campione ha dichiarato di aver valutato la possibilità di quotarsi, anche se talvolta solo in modo non approfondito⁴⁷. In particolare, il 37% delle aziende che hanno valutato tale opzione ha inserito la quotazione tra gli obiettivi strategici espliciti. Gli Autori hanno perciò stimato un bacino di circa 250 aziende che è prossimo alla decisione di accedere al mercato azionario⁴⁸.

Dagli studi realizzati negli ultimi anni in Italia sono dunque evidenti le potenzialità di crescita della borsa. Evidentemente però il possesso di requisiti di "quotabilità" e l'aver attivato un processo di valutazione dell'opzione della quotazione non implica poi l'effettivo ingresso sul mercato⁴⁹, né tantomeno la "sostanziale opportunità" di quotarsi e la capacità di valutarne in modo adeguato le implicazioni. Tuttavia è interessante notare che numerose aziende, anche se in numero non ancora significativo, prendono almeno in considerazione, attivando un processo valutativo, tale opzione.

La constatazione di un sostanziale sottodimensionamento del listino italiano in rapporto alle presunte imprese "quotabili", unita alle ulteriori risultanze delle indagini empiriche condotte, ha spinto alcuni Autori a riflettere non solo sulle potenzialità di crescita del listino, ma anche, come vedremo nel prossimo paragrafo, sui "fattori" che costituiscono uno stimolo oppure un deterrente per la quotazione delle aziende italiane in Borsa.

⁴⁶ Cfr. FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2003), "La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane", op.cit.

⁴⁷ Lo studio di Franzosi e Pellizzoni del 2003 mostra anche un confronto con un precedente studio del Consiglio di Borsa del 1997. Pur non trattandosi di dati completamente omogenei e confrontabili, gli Autori segnalano una positiva evoluzione della percentuale di aziende che hanno valutato la possibilità di quotarsi, che è salita dal 46% nel 1997 al 57,8% nel 2002.

⁴⁸ Cfr. FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2003), "La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane", op.cit.

⁴⁹ Cfr. BOEHMER EKKEHART, LJUNGQVIST ALEXANDER P. (2001), "The choice of outside equity: An explanatory analysis of privately held firms", mimeo, draft April 11.

1.3. I “fattori” che condizionano la decisione dell’ingresso in borsa

Lo studio dei “fattori” che possono spingere il soggetto economico dell’azienda a formulare e poi a valutare la possibilità di quotazione muove dalla volontà di definire le “determinanti dell’ingresso in borsa” e, conseguentemente, di capire perché in alcuni contesti, ad esempio in Italia, solo raramente gli imprenditori scelgono di accedere al mercato azionario. Vista la rilevanza della tematica non sorprende che siano numerosi gli studi condotti in merito a livello internazionale.

I “fattori” che influenzano la decisione di quotarsi, incentivandola o scoraggiandola, sono “variabili” che individuano le caratteristiche sia delle aziende sia dell’ambiente in cui esse operano e che possono indurre o dissuadere tale decisione.

Tali “fattori” sono molteplici e “spingono” verso direzioni opposte; l’avvio del percorso valutativo dipenderà dunque dalla rilevanza degli elementi che favoriscono la scelta della quotazione e, successivamente, la decisione finale sarà auspicabilmente adottata a seguito di un’accurata valutazione congiunta di una pluralità di elementi.

In effetti, la casistica degli elementi condizionanti la decisione di ingresso in borsa da parte delle aziende è molto estesa e risulta di estrema complessità (e di sostanziale impossibilità) la definizione di un elenco esaustivo⁵⁰. Spesso, inoltre, le decisioni sull’opportunità di procedere alla quotazione vengono assunte esclusivamente sulla base di elementi “soggettivi”, di idee e convincimenti propri del soggetto decisore⁵¹, quali ad esempio il timore di perdere la *leadership*, la paura del

⁵⁰ Cfr. FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2003), “La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane”, op.cit, pag. 4. È necessario inoltre segnalare che, per quanto l’analisi dei fattori determinanti fornisca interessanti spunti di riflessione in merito alle motivazioni che inducono le aziende a quotarsi, nella valutazione della validità delle risultanze delle indagini empiriche condotte mediante questionario ed interviste dirette non si può non tener conto del fatto che esse scontano un grosso limite intrinseco: le dichiarazioni prese in esame sono soggette alla “discrezionalità” del soggetto intervistato - sia esso l’imprenditore, l’amministratore delegato, il presidente, l’*investor relator* e così via - e possono pertanto non corrispondere alle “reali” determinanti della decisione strategica.

⁵¹ Cfr. SIMON HERBERT A (1985), *Causalità, razionalità, organizzazione*, Bologna, Il Mulino. La Miolo Vitali afferma in proposito: «Nella *logica ottimizzante* si accetta l’assunzione fatta nella teoria classica dell’impresa di un imprenditore onnisciente, razionale e che massimizza i profitti; [...] Allora

cambiamento, la sfiducia nell'opera degli *advisor*, la volontà di acquisire maggiore visibilità e prestigio e così via)⁵².

Fra gli schemi di analisi proposti in dottrina citiamo ad esempio quello di Ravasi, che ha individuato quattro fattori in grado di influenzare la decisione delle aziende di entrare in borsa: la dimensione strategica, la dimensione opportunistica, la dimensione finanziaria e la dimensione istituzionale⁵³. Secondo lo schema di Ravasi il primo fattore, la dimensione strategica, concerne la volontà di aumentare la visibilità aziendale rispetto ai diversi interlocutori, al fine di costruire una serie di relazioni utili allo sviluppo futuro (facilitare la crescita esterna, agevolare l'allacciamento di alleanze strategiche, migliorare l'immagine dell'impresa e accrescere la visibilità dell'impresa). La dimensione opportunistica si riferisce invece alle condizioni favorevoli del contesto ambientale per spiegare la decisione di quotazione - per beneficiare di agevolazioni finanziarie, per consentire l'uscita da parte dei soci, per

nel giudizio impostato in termini *razionalità assoluta* si assume che il soggetto preposto alle scelte sia in grado, a priori, di definire perfettamente la situazione decisionale e il processo si svolga con una sequenza del tipo: 1. definizione degli obiettivi; 2. analisi di tutte le alternative possibili per il raggiungimento degli obiettivi posti; 3. valutazione delle conseguenze future derivanti da ogni alternativa; 4. scelta dell'alternativa che *ottimizza* il risultato per il raggiungimento degli obiettivi posti." E ancora "L'osservazione della realtà ha dimostrato che il soggetto non può essere costituito da individui onniscienti, ma che tali individui, pur comportandosi in modo razionale sono di fatto sottoposti a limitazioni. Si è rilevato che queste sono dovute ad una conoscenza incompleta delle alternative o possibili linee di azione; una limitata capacità prospettica in merito ai possibili stati assumibili dall'ambiente in un futuro più o meno lontano; una conoscenza limitata delle conseguenze di ciascuna alternativa al verificarsi di questo o quello stato ambientale. [...] Occorre osservare, inoltre, che la definizione del sistema di obiettivi dipende dalle aspettative di tutti i soggetti interni ed esterni». MIOLO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, Giappichelli, Torino, pagg. 52-54.

⁵² Scrive il Bertini: «È nostro fermo convincimento che la migliore spiegazione della dinamica aziendale, più che nella "realtà" dei fatti che contraddistinguono le operazioni gestionali, possa essere ricercata nelle "condizioni soggettive" che sovrintendono a tali operazioni e, quindi, in definitiva, nelle "astrazioni" poste a fondamento delle idee che alimentano il sistema delle decisioni». BERTINI UMBERTO (1995), *Scritti di Politica Aziendale*, op.cit., pag. 14. In merito all'analisi soggettiva del fenomeno aziendale si veda FERRARIS FRANCESCHI ROSELLA (1995), *L'azienda: forme, aspetti, caratteri e criteri distintivi* in CAVALIERI ENRICO, FRANCESCHI ROSELLA, RANALLI FRANCESCO, *Appunti di Economia aziendale*, op.cit., pagg. 25/26; BIANCHI MARTINI SILVIO (2001), *Idee e strategia: modelli di analisi e schemi interpretativi dell'azienda-pensiero*, Pisa, Il Borghetto, pagg. 9 e ss.

⁵³ Lo studio di Ravasi è stato realizzato sulla base di un'indagine empirica che ha coinvolto 35 aziende che si sono quotate in Italia fra il 1995 ed il giugno 2000. Cfr. RAVASI DAVIDE (2002), "La quotazione in borsa delle imprese familiari" in RAVASI DAVIDE, ZATTONI ALESSANDRO, BRUNI MASSIMILIANO, *Gruppi di imprese, quotazioni e privatizzazioni. La discontinuità negli assetti istituzionali*, EGEA, Milano.

sfruttare l'andamento favorevole della borsa - esulando dai benefici diretti per l'impresa. Il terzo fattore citato da Ravasi, la dimensione finanziaria, è quello tradizionalmente associato alla decisione di quotarsi in borsa, con riferimento alla possibilità di finanziare lo sviluppo, di riequilibrare la posizione finanziaria e di diversificare le fonti di finanziamento, acquisendo una maggiore autonomia dal sistema bancario. Infine, il quarto ed ultimo fattore, la dimensione istituzionale, si riferisce alla volontà e necessità di avviare un cambiamento nella *governance* aziendale, da un lato sostenendo la managerializzazione e dall'altro diminuendo il peso della famiglia imprenditoriale nella gestione aziendale, anche in vista del passaggio generazionale.

Un ulteriore schema, utile per semplificare l'attività di analisi, da noi proposto, suddivide i "fattori determinanti" della decisione sull'opportunità di quotarsi in "favorenti" e "ostativi" – a seconda che incentivino o scoraggino la decisione di quotarsi in borsa⁵⁴ - ed in "esogeni" ed "endogeni"⁵⁵ (Tabella 2).

Tabella 2 – I fattori determinanti della decisione sull'opportunità della quotazione: uno schema di analisi

FATTORI	ESOGENI	ENDOGENI
FAVORENTI	Opportunità regolamentari, normative e fiscali che possono favorire la decisione della quotazione	Caratteristiche delle aziende che possono favorire la scelta la decisione della quotazione
OSTATIVI	Vincoli regolamentari, normativi e fiscali che possono scoraggiare la decisione della quotazione	Caratteristiche delle aziende che possono scoraggiare la scelta la decisione della quotazione

⁵⁴ In proposito si veda anche la schematizzazione di Marangoni in fattori "ostacolanti" e "facilitanti" con riferimento alle piccole e medie imprese italiane. Cfr. MARANGONI ALESSANDRO (1989), "Caratteristiche e struttura dell'offerta di titoli emessi da P.M.I." in GILARDONI ANDREA (a cura di), *Un nuovo mercato mobiliare per piccole e medie imprese*, EGEA, Milano, pagg. 51 e ss.

⁵⁵ Jovenitti, facendo riferimento più in generale al ricorso alla "finanza mobiliare" - definita come «quell'area dell'economia aziendale e, più in particolare, della finanza aziendale, che riguarda la problematica inerente la raccolta di risorse finanziarie tramite il ricorso ai titoli mobiliari. Ciò comprende: il ricorso diretto, mediante la emissione di nuovi titoli mobiliari ..., il ricorso indiretto, mediante l'utilizzo di titoli mobiliari già emessi, la realizzazione di operazioni preparatorie e/o agevolative delle prime» - distingue "motivi" e "vincoli" al ricorso alla "finanza mobiliare" in quelli "di mercato", "aziendali" e "normativi". Cfr. JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., paragrafi 1.3-1.4, pagg. 11 e ss.

I fattori “endogeni” fanno riferimento alle caratteristiche delle aziende che possono influenzare la scelta di quotarsi, mentre i fattori “esogeni” sono riconducibili all’esistenza di opportunità o di vincoli regolamentari, normativi e fiscali (fattori “istituzionali”) oppure “competitivi” (il settore⁵⁶, il grado di concorrenza⁵⁷ e così via) che possono favorire o limitare la “convenienza” di procedere alla quotazione. Fra questi ultimi è possibile citare, ad esempio, l’esistenza di alcune deficienze nel funzionamento delle borse valori⁵⁸ oppure una forte competizione nel settore di attività che richiede di mantenere una maggior riservatezza in merito alle strategie “operanti” o “intenzionali”, può scoraggiare l’accesso al mercato di borsa⁵⁹.

Si pensi, inoltre, all’ampio dibattito che si è sviluppato in seguito all’emanazione negli Stati Uniti del *Sarbanes-Oxley Act*, che ha notevolmente incrementato gli oneri associati alle esigenze di garantire la trasparenza informativa ed il rispetto delle regole di *corporate governance* che gravano obbligatoriamente sulle aziende quotate⁶⁰.

⁵⁶ Cfr. CHEMMANUR THOMAS J., FULGHIERI PAOLO (1999), “A Theory of the Going-Public Decision”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 12, n. 2, Summer; MAUG ERNST (2001), “Ownership Structure and the Life-Cycle of the Firm: A Theory of the Decision to Go Public”, *European Finance Review*, n. 5; MAKSIMOVIC VOJISLAV, PICHLER PEGARET (2001), “Technological Innovation and Initial Public Offerings”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 14, n. 2.

⁵⁷ Cfr. JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1999), “The Life Cycle of Initial Public Offering Firms”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 26, 9-10, Nov./Dic.

⁵⁸ Cfr. SUBRAHMANYAM AVANIDHAR, TITMAN SHERIDAN (1999), “The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets”, *The Journal of Finance*, Vol. 54, n. 3; DRAHO JASON (2004), *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, op.cit., pagg. 110 e ss.

Chemmanur e Fulghieri hanno rilevato che «in many European countries, the number of financial intermediaries engaged in working with and producing information about companies, especially about smaller ones, is significantly lower than in the United States. Therefore the cost to investors of evaluating firms of any given age will be larger in such economies than in the United States. Consequently, our model predicts that, on average, firms in these European countries will go public at a much larger age compared to those in United States» CHEMMANUR THOMAS J., FULGHIERI PAOLO (1999), “A Theory of the Going-Public Decision”, op.cit., pag. 271.

⁵⁹ Cfr. YOSHA OVED (1995), “Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source”, *Journal of Financial Intermediation*, n. 4; MAUG ERNST (2001), “Ownership Structure and the Life-Cycle of the Firm: A Theory of the Decision to Go Public”, op.cit.

⁶⁰ Si veda in merito HARTMAN THOMAS E. (2004), *The Cost of Being Public in the Era of Sarbanes-Oxley*, National Directors Institute, Foley & Lardner LLP, May 19; CAMMARATA STEFANIA (2002), “Interventi del Sarbanes-Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate statunitensi”, Archivio CERADI, Dicembre.

Tale inasprimento della regolamentazione sembra tendere a scoraggiare nuove quotazioni nonché a favorire il *delisting* di alcune aziende⁶¹.

Numerosi studi comparativi sono stati realizzati proprio con la finalità di individuare le motivazioni “esogene” alle aziende che sono alla base del diverso sviluppo dei mercati finanziari⁶².

⁶¹ La tendenza al *delisting* è stata rilevata in uno studio del 2004 effettuato con riferimento agli Stati Uniti; in tale lavoro gli Autori segnalano come nel 2003 198 aziende hanno optato per l'uscita dai principali listini (il *voluntary delisting*, seguendo il processo di *deregistration* – il cosiddetto *going dark* -), un numero quasi tre volte più alto rispetto a quello registrato nel 2002 anche a causa delle regole di corporate governance introdotte dal Sarbanes-Oxley Act (principalmente con riferimento alle aziende con basse performance) e dalla volontà degli azionisti di sottrarsi ai controlli attuati dalla Securities and Exchange Commission (Sec), incrementando i *private control benefit* e riducendo i rischi legali. Cfr. LEUZ CHRISTIAN, TRIANTIS ALEXANDER, WANG TRACY (2004), “Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations”, *working paper*, University of Maryland.

Con riferimento ai *delisting (public-to privates transactions)* registrati nel 2006 sulle principali borse internazionali si veda l'articolo del Financial Times “\$150 bn of public-private deals” del 2 gennaio 2007.

Riguardo al caso italiano si veda GERANIO MANUELA (2004), “I *delisting* dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze”, *Newfin Working Paper*, n. 7.

⁶² Cfr. RÖELL AILSA (1996), “The decision to go public: An overview”, *European Economic Review*, n. 40; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER (1997), “Legal determinants of external finance”, *The Journal of Finance*, Vol. 52, n. 3, January; PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, op.cit.; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER (1999), “Corporate Ownership Around the World”, *The Journal of Finance*, Vol. LIV, n. 2, April; SUBRAHMANYAM AVANIDHAR, TITMAN SHERIDAN (1999), “The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets”, op.cit.; RITTER JAY R. (2003), “Differences between European and American IPO Market”, *European Financial Management*, Vol. 9, N. 4; ROE MARK J. (2004), *La public company e i suoi nemici. Determinanti politiche del governo d'impresa*, Il Sole 24 ore, Milano; J. HELWEGE, C. PIRINSKY, R.M. STULZ (2005), “Why do Firms become widely held? An analysis of the Dynamics of Corporate Ownership”, *NBER Working Paper*, n. 11505, July; LA ROCCA TIZIANA (2006), “Sistema finanziario, assetto istituzionale e propensione alla quotazione”, *Economia & Management*, n. 3.

Un recente studio di Paleari, Pellizzoni e Vismara si è occupato di identificare alcune delle determinanti della scarsa propensione delle aziende italiane alla quotazione in borsa, confrontando le IPO di aziende domestiche avvenute nel nostro Paese nel periodo 1995-1999 con quelle avvenute nel medesimo arco temporale nel Regno Unito, sia nel mercato principale sia nell'Alternative Investment Market (AIM). Gli Autori hanno rilevato che lo scarso numero di aziende quotate in Italia rispetto al Regno Unito non può essere giustificato esclusivamente dalla minore dimensione media delle aziende italiane. Hanno perciò indagato altre “caratteristiche” delle aziende prima della quotazione, in particolare il settore di attività, la struttura proprietaria e le metodologie di offerta delle azioni rivolte agli investitori. Lo studio ha così rivelato che le IPO italiane vengono realizzate da aziende che operano nel settore dei servizi con una frequenza minore rispetto al Regno Unito; inoltre vi sono altri settori importanti per il tessuto economico italiano, quali l'industria alimentare e quella dei macchinari, che non sono adeguatamente “rappresentati” dai casi di IPO avvenuti nel quinquennio oggetto di analisi.

In particolare, con riferimento all'Italia, le motivazioni del debole sviluppo della borsa si legano a molteplici aspetti in larga parte riconducibili alla storia economica, giuridica, politica e sociale del nostro paese⁶³.

In ottica macroeconomica, fra i principali fattori che hanno condizionato lo sviluppo dei mercati organizzati rispetto ad altri paesi è possibile citare, in particolare, le caratteristiche del tessuto industriale italiano, contraddistinto da una prevalenza di piccole e medie imprese⁶⁴ sorrette da una cultura imprenditoriale⁶⁵ - e

Le quotazioni in Italia e nell'AIM, osserva ancora lo studio, non sono generalmente utilizzate come veicolo per trasferire il controllo dell'azienda; in particolare per l'AIM è possibile affermare che la quotazione sia decisa principalmente per finanziare lo sviluppo, dato confermato anche dalla circostanza che il *leverage*, cioè il rapporto fra debiti finanziari netti e patrimonio netto, non diminuisce con la quotazione, bensì aumenta nei tre anni successivi l'ingresso in borsa. Il lavoro di Paleari, Pellizzoni e Vismara, inoltre, conferma per le aziende neo quotate italiane e del mercato principale britannico quanto già rilevato in numerose altre ricerche empiriche circa il calo di profittabilità nel periodo che segue la quotazione.

Infine altri due fenomeni differenziano l'Italia ed il Regno Unito: il fenomeno del *delisting* risulta molto più frequente nel Regno Unito ed inoltre le aziende britanniche ricorrono con maggior assiduità alla metodologia del *placing* per quotarsi; tale metodologia implica una maggior attenzione degli intermediari nella definizione del prezzo di offerta e, poiché si assumono in proprio il rischio di un mancato successo dell'operazione, anche una più intensa cura nella valutazione dell'azienda quotanda. Cfr. PALEARI STEFANO, PELLIZZONI ENRICO, VISMARA SILVIO (2005), "A comparative study of Initial Public Offerings in Italy and the United Kingdom", *Bitnotes*, n. 15, December.

⁶³ Cfr. TAGI GIORGIO (1966), *Gli investitori istituzionali e il contributo del risparmio al mercato dei titoli mobiliari*, Giuffrè, Milano, pagg. 13 e ss.; TAGI GIORGIO (1971), *Il mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, pagg. 127 e ss.; ALEOTTI ALESSANDRO (1990), *Borsa e Industria. 1861-1989: cento anni di rapporti difficili*, Edizioni di Comunità, Milano; BARCA FABRIZIO, BIANCO MAGDA, CANNARI LUIGI, CESARI RICCARDO, GOLA CARLO, MANITTA GIUSEPPE, SALVO GIORGIO, SIGNORINI LUIGI (1994), *Proprietà, modelli di controllo e riallocazione delle imprese industriali italiane*, Il Mulino, Bologna; SICILIANO GIOVANNI (2001), *Cento anni di borsa in Italia*, Il Mulino, Bologna; MICOSSI STEFANO (2004), "Aziende familiari e mercato azionario", atti del convegno "L'Italia, un paese in declino?", Roma, gennaio, in *Assonime, Note e Studi*, n. 58; PALEARI STEFANO, PELLIZZONI ENRICO, VISMARA SILVIO (2005), "A comparative study of Initial Public Offerings in Italy and the United Kingdom", op.cit.

⁶⁴ Cfr. PERRINI FRANCESCO (1998), *Capitali di rischio e mercati per PMI*, op.cit., pag. 19.

⁶⁵ Nella relazione per l'anno 2003, la Consob ha dichiarato: «Nel corso del 2003, la quota media del primo azionista delle società quotate sul Mercato Telematico Azionario (Borsa) si è ridotta di circa 7 punti percentuali, passando dal 40,7 per cento del 2002 al 33,5 per cento del 2003. Sebbene la quota degli altri azionisti rilevanti (cioè con partecipazioni superiori al 2 per cento dei diritti di voto) sia cresciuta dall'8 all'11,6 per cento, la quota del mercato (cioè dei soggetti con partecipazioni inferiori al 2 per cento) è salita dal 51,2 al 54,9 per cento. Tale valore si è attestato ai livelli registrati fra il 1997 e il 1998 a seguito delle privatizzazioni e della cessione di quote azionarie riconducibili a soggetti pubblici (il peso delle partecipazioni rilevanti riconducibili al settore pubblico sulla capitalizzazione di borsa passò infatti dal 32,5 per cento nel 1996 all'8,8 per cento nel 1998)». Inoltre il Presidente Cardia ha aggiunto «Le crisi del 2003 hanno coinvolto società i cui assetti proprietari erano caratterizzati dalla presenza di un modello di controllo familiare con elevata concentrazione proprietaria. Parmalat, Cirio e Giacomelli erano controllate da una persona fisica o da una società interamente posseduta da membri della stessa famiglia; tutte avevano una quota di flottante inferiore al 50 per cento. Tali elementi

anche condizionate da una legislazione - poco orientata alla crescita delle aziende⁶⁶. La politica fiscale, ad esempio, sino agli anni più recenti non ha infatti favorito l'investimento in borsa dei risparmiatori, il ricorso agli aumenti di capitale delle aziende, la distribuzione dei dividendi e la quotazione stessa⁶⁷. Inoltre la nascita dell'IRI (Istituto per la Ricostruzione Industriale) durante il ventennio fascista ha sostenuto la spinta alla nazionalizzazione del sistema industriale e finanziario del nostro paese⁶⁸.

caratterizzano un numero elevato di società quotate italiane. Circa il 40 per cento delle società quotate non appartenenti ai settori bancario e assicurativo presenta analoghe caratteristiche nella tipologia degli azionisti di controllo e nell'intensità del controllo». La Consob ha ricordato anche che «Nel corso del 2003 la struttura proprietaria e gli assetti di controllo delle società quotate hanno mostrato una sensibile attenuazione di alcune tra le loro principali caratteristiche strutturali, rappresentate da un'elevata concentrazione della proprietà e dalla ridotta contendibilità del controllo, che hanno storicamente contraddistinto il modello di corporate governance delle società quotate italiane. Benché tali caratteristiche continuino a essere ancora presenti in misura rilevante, nel 2003 appare infatti rafforzata una tendenza, già emersa negli ultimi 4 anni, verso una maggiore diffusione proprietaria e assetti di controllo meno rigidi». Consob, Relazione annuale per l'anno 2003. Le aziende quotate sul listino italiano presentano quindi assetti proprietari spesso chiusi e poco contendibili: ad esempio alla fine del 2004 delle 256 società quotate in Borsa e nel Nuovo Mercato oltre il 55% risultavano «controllate di diritto», mentre le aziende «non controllate» risultavano solo poco meno del 20%. In merito si veda anche GIACOMELLI SILVIA, TRENTO SANDRO (2005), «Proprietà, controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?», Banca d'Italia, *Temi di discussione del Servizio Studi*, Numero 550, Giugno. Per una comparazione con gli Stati Uniti si veda J. HELWEGE, C. PIRINSKY, R.M. STULZ (2005), «Why do Firms become widely held? An analysis of the Dynamics of Corporate Ownership», *NBER Working Paper*, n. 11505, July. Sulla base della ricerca dei tre autori, condotta su un campione di 5.281 IPO realizzate negli Stati Uniti nel periodo 1986-2001, dopo dieci anni dalla quotazione, in metà delle aziende del campione i soci mantengono meno del 20% del capitale, mentre in oltre il 30% i vecchi azionisti detengono meno del 10% del capitale.

⁶⁶ Ad esempio afferma Roe che «i proprietari delle imprese *privately-held* probabilmente riescono ad evadere il fisco meglio dei manager delle public company ad azionariato diffuso (nelle prime il proprietario si assume tutti i rischi dell'evasione, ma ottiene anche i relativi guadagni). La legislazione sul lavoro, più rigida per le grandi imprese che per le piccole, ha verosimilmente indotto le aziende a non crescere, riducendo quindi la domanda di imprese di grandi dimensioni alle quali sarebbe servito accedere ai mercati finanziari». ROE MARK J. (2004), *La public company e i suoi nemici. Determinanti politiche del governo d'impresa*, op.cit., pag. 100.

⁶⁷ Cfr. ALEOTTI ALESSANDRO (1990), *Borsa e Industria. 1861-1989: cento anni di rapporti difficili*, op.cit., pagg. 124 e ss e pagg. 167 e ss. Negli anni novanta in Italia si è assistito invece ad un cambiamento nella politica fiscale rivolta alle aziende che decidono di quotarsi; per approfondimenti si rimanda a GIUDICI GIANCARLO, PALEARI STEFANO (2003), «Should Firms Going Public Enjoy Tax Benefits? An Analysis of the Italian Experience in the 1990s», *European Financial Management*, Vol. 9, n. 4 e GANDULLIA LUCA (2004), «Tassazione e sviluppo del mercato dell'equity per le Pmi», *Bitnotes*, n. 10, Febbraio; In merito si vedano anche FABRIZIO STEFANO (1998), «Le prospettive di crescita del mercato azionario italiano», op.cit.; ROE MARK J. (2004), *La public company e i suoi nemici. Determinanti politiche del governo d'impresa*, op.cit.

⁶⁸ Aziende a controllo pubblico in passato erano la Banca commerciale italiana, il Credito italiano, l'Eni, l'Imi, l'Ina assicurazioni e così via. In merito alle problematiche di governo delle aziende

Un ulteriore fattore che ha limitato lo sviluppo del mercato mobiliare è riconducibile alla presenza di un sistema bancario, ed in generale finanziario, poco vitale⁶⁹, caratterizzato per lungo tempo, sino alla riforma bancaria del primo dopoguerra, dall'operatività delle cosiddette "banche miste" - inizialmente private e poi nazionalizzate - avvinte in modo spesso non fisiologico al sistema capitalistico. A ciò occorre aggiungere la sostanziale assenza, sino a pochi anni fa, dell'investimento di investitori istituzionali, quali fondi comuni di investimento, *private equity* e *venture capitalist*, nel capitale delle imprese⁷⁰ e che perciò non hanno dato la loro "spinta propulsiva" all'ingresso delle aziende in borsa⁷¹ ed all'andamento del mercato di Borsa e dei corsi azionari⁷².

Infine, la carente regolamentazione del mercato mobiliare, della tutela degli azionisti di minoranza⁷³, della trasparenza informativa e soprattutto contabile e della

pubbliche si veda BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pagg. 32 e ss. Con riferimento al processo di privatizzazione avvenuto nel nostro Paese si rimanda a MARINÒ LUDOVICO (2005), *Strategie di riforma del settore pubblico in una prospettiva economico-aziendale*, Torino, Giappichelli, pagg. 69 e ss.

Per approfondimenti sulle caratteristiche del "capitalismo nazionale" si rimanda fra gli altri a DESSY ALBERTO, VENDER JODY (a cura di) (2001), *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Milano, EGEA; BIANCO MAGDA, CASAVOLA PAOLA (1999), "Italian corporate governance: Effects on financial structure and firm performance", *European Economic Review*, n. 43.

⁶⁹ «Per il legame che unisce tutti i sistemi sociali, il frequente ricorso ai prestiti bancari determina un collegamento sempre più stretto tra l'economia dell'azienda ricorrente e quella della banca; tale collegamento, pur presentando aspetti positivi, può, a volte, risultare assai pericoloso, quando finisce per saldare indissolubilmente le due economie». BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d'azienda*, op.cit., pag. 70. Cfr. in merito anche ROSSI GUIDO (2001), "Le c.d. regole di corporate governance sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?" in *Rivista delle società*, n. 46, gennaio-febbraio, pag. 13 e BRUNETTI GIORGIO (1974), *Le decisioni finanziarie nell'economia d'impresa*, op.cit., pagg. 114 e ss.

⁷⁰ Cfr. TAGI GIORGIO (1966), *Gli investitori istituzionali e il contributo del risparmio al mercato dei titoli mobiliari*, op.cit., pagg. 20 e ss.; CARLESÌ ADA (1990), *Il problema finanziario nell'economia della nuova impresa*, Torino, Giappichelli, pagg. 116 e ss; AIROLDI GIUSEPPE, FORESTIERI GIANCARLO (1998), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, op.cit., pag. 4.

⁷¹ In merito al ruolo degli investitori istituzionali nello sviluppo del mercato finanziario si veda REBOA MARCO (2002), *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, Giuffrè, Milano, pagg. 101 e ss. Gli investitori istituzionali in Italia risultano comunque spesso ancora poco attivi nell'incentivare miglioramenti nella governance aziendale. In merito si veda CONSOB (2004), *Relazione annuale per l'anno 2003*.

⁷² Sul ruolo del *venture capital* nella quotazione delle aziende si veda BARRY CHRISTOPHER B., MUSCARELLA CHRIS J., PEAVY JOHN W. III, VETSUYPENS MICHAEL R. (1990), "The role of venture capital in the creation of public companies. Evidence from the going-public process", *Journal of Financial Economics*, n. 27.

⁷³ Cfr. RÖELL AILSA (1996), "The decision to go public: An overview", op.cit..

*corporate governance*⁷⁴, ha contribuito, in modo rilevante, ad alimentare un clima di sfiducia da parte dei risparmiatori nei confronti della borsa, una cattiva reputazione della stessa all'interno della comunità finanziaria internazionale ed una conseguente disaffezione degli investitori nei confronti del mercato azionario italiano, considerato, talvolta, come lo strumento di intrecci e manovre speculative e politiche al di fuori delle logiche aziendali e di mercato⁷⁵.

⁷⁴ La Ferraris Franceschi a tal proposito ha affermato che «Il modello italiano presenta caratteristiche che consentono di presentarlo come modello misto: la separazione tra proprietà e management è ridotta, la proprietà è tendenzialmente concentrata, un ruolo importante è svolto dalle grandi famiglie (capitalismo familiare), dai gruppi aziendali, dallo Stato, la maggior parte delle società è controllata da altre società o da holding. Comunque, si sta affermando una situazione in cui accanto ad un gruppo stabile di azionisti (nocciolo duro anche non consistente) emerge un azionariato diffuso detenuto da intermediari bancari e assicurazioni e dove il ruolo degli investitori istituzionali non è molto sensibile». FERRARIS FRANCESCHI ROSELLA (2000), «L'azienda: caratteri discriminanti, criteri di gestione, strutture e problemi di governo economico», in CAVALIERI ENRICO, FERRARIS FRANCESCHI ROSELLA, *Economia Aziendale vol. I*, Giappichelli, Torino, pag. 109. Anche Forestieri evidenzia infatti che «sebbene la letteratura si occupi prevalentemente dei due archetipi principali – anglosassone e tedesco-giapponese – altri schemi sono rilevanti. Il caso italiano, ad esempio, non può essere ricondotto a nessuno degli archetipi: sono evidenti le peculiarità di struttura industriale e societaria, di assetto proprietario, di circuiti di finanziamento, di relazioni industriali, di presenza pubblica, di normativa fallimentare, di regole di informazione, di ruolo del mercato dei capitali. Secondo diverse analisi, il modello italiano rappresenta un limite e un vincolo alla crescita delle imprese e alla competitività del sistema-paese. Sarebbe, ad esempio, alla base della cattiva qualità dei circuiti di finanziamento; dei limiti allo sviluppo dimensionale delle imprese; della sfiducia degli investitori istituzionali». FORESTIERI GIANCARLO (1998), *La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura*, in AIROLDI GIUSEPPE, FORESTIERI GIANCARLO (1998), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, op.cit. In merito al caso italiano si vedano anche FABBRİ ANDREA (1998), «Situazioni di criticità e problemi di governance relativi alle società quotate italiane», in AIROLDI GIUSEPPE, FORESTIERI GIANCARLO (1998), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, op.cit.; AMATORI FRANCO, COLLI ANDREA (2001), «Corporate governance: the Italian story», in *Quaderno di Ricerca dell'Istituto di Storia Economica*, Bocconi, Maggio, n. 1; MELIS ANDREA (2000), «Corporate Governance in Italy» in *Corporate Governance*, Vol. 8, Number 4, October; RAVASI DAVIDE, ZATTONI ALESSANDRO, BRUNI MASSIMILIANO (2002), *Gruppi di imprese, quotazioni e privatizzazioni. La discontinuità negli assetti istituzionali*, op.cit.; BARUCCI EMILIO (2006), *Mercato dei capitali e corporate governance in Italia*, Carocci Editore, Roma.

⁷⁵ Per un breve excursus sull'evoluzione del mercato azionario italiano nel corso del ventesimo secolo si rimanda a MICOSSI STEFANO (2004), «Aziende familiari e mercato azionario», op.cit. Per ulteriori approfondimenti si veda SICILIANO GIOVANNI (2001), *Cento anni di borsa in Italia*, op.cit.

Roe si concentra invece sulle determinanti politiche della governance delle imprese. L'Autore afferma infatti: «C'è una grande assente tra le spiegazioni proposte dalla letteratura specialistica, ed è la seguente: la tesi secondo cui il modo in cui è stato appianato il conflitto sociale ha una influenza notevole sulla forma in cui è articolata la proprietà delle imprese e sul modo in cui, in esse, è suddiviso il potere». Per

Fra i fattori “esogeni ostativi” è opportuno menzionare anche l’esistenza di “regole”, applicabili esclusivamente alle aziende quotate o comunque aperte al pubblico, che implicano per le stesse il dover sostenere degli oneri diversi e aggiuntivi rispetto alle altre aziende “concorrenti” ma non quotate e che, non sempre, sono compensati da evidenti benefici per chi si quota.

Ad esempio, l’obbligo di utilizzare principi contabili diversi per le aziende quotate rispetto a quelle non quotate influenza inevitabilmente la valutazione della convenienza della quotazione in borsa, innanzitutto in quanto richiede di adeguare il sistema contabile dell’azienda e del gruppo di cui essa è parte, sostenendo costi rilevanti per gestire il processo di cambiamento⁷⁶.

Inoltre la valutazione degli impatti della transizione ai nuovi principi contabili è necessaria sia nel caso in cui porti ad evidenziare risultati contabili “inferiori” – in quanto la “qualità” della gestione risulterebbe sottovalutata rispetto alle aziende concorrenti non quotate - sia risultati contabili “superiori”⁷⁷ – aumentando le spinte competitive ed i costi “politici pubblici”⁷⁸. In quest’ultimo caso, tuttavia, gli effetti negativi sarebbero compensati, almeno in parte, dai miglioramenti di immagine che l’azienda ottiene nei confronti dei diversi *stakeholder*⁷⁹, quali i finanziatori, i dipendenti, i fornitori ecc.

approfondimenti in merito si rimanda a ROE MARK J. (2004), *La public company e i suoi nemici. Determinanti politiche del governo d’impresa*, op.cit.

⁷⁶ Cfr. CEARNS KATHRYN (2006), “The First Year of IFRS in Europe: Lessons learned and challenger still to come”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, September.

⁷⁷ Un primo studio sugli impatti che l’adozione dei principi contabili internazionali ha avuto sulle maggiori aziende quotate in Italia si trova in ALLEGRINI MARCO, NINCI EMANUELE (2006), “La rivoluzione IAS/IFRS sui risultati delle imprese”, in *Amministrazione & Finanza*, n. 1, 15-19.

⁷⁸ Il Di Stefano parla di “costi politici” affermando: «Ogni aumento dell’informativa societaria e in generale delle comunicazioni aziendali rivolte all’esterno può comportare infatti un «costo» aggiuntivo per l’organismo aziendale, qualora i vari soggetti coinvolti dall’attività del complesso produttivo non indirizzino la loro azione secondo condizioni pienamente conformi all’equilibrio aziendale». DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pagg. 111. L’Autore, più avanti sostiene: «Le “più certe” informazioni richieste in campo fiscale possono ... modificare il comportamento degli operatori economici che, nel tentativo di ridurre la materia imponibile, potrebbero perseguire scelte non ottimali anche in campo gestionale». DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano, pag. 119.

⁷⁹ Con il termine *stakeholder* ci riferiamo all’ “insieme dei soggetti caratterizzati da obiettivi il cui soddisfacimento dipende in qualche modo dal comportamento aziendale. Come tali queste persone

A ciò occorre inoltre aggiungere che l'esigenza, imposta dall'ingresso in borsa, di garantire una maggior trasparenza contabile implica, di fatto, una riduzione degli spazi per l'elusione e l'evasione fiscale⁸⁰.

In proposito uno studio di Giudici e Paleari⁸¹ ha rilevato, con riferimento alle nuove quotazioni realizzate in Italia negli anni 1995-1997, che una temporanea diminuzione della tassazione per le aziende che si quotano (dovuta alla Legge Tremonti e alla *Dual Income Tax*⁸²) ha implicato uno stimolo alla quotazione; tuttavia, gli Autori hanno evidenziato come l'aumento del reddito tassabile indotto dalla maggior trasparenza contabile e dal calo di costi deducibili per la riduzione

(singoli individui, gruppi o associazioni) sono interessate alle vicende aziendali e contribuiscono ad influenzarle a loro volta adottando nei confronti dell'azienda atteggiamenti più o meno collaborativi". QUAGLI ALBERTO (2004), *Comunicare il futuro*, FrancoAngeli, Milano, pag. 2. Fra gli autori italiani che hanno affrontato il tema dei rapporti fra azienda e *stakeholder* si vedano MASINI CARLO (1970), *Lavoro e Risparmio*, UTET, Torino, pagg. 218 e ss.; CODA VITTORIO (1984), "La valutazione della formula imprenditoriale", op.cit.; PIANTONI GIANFRANCO (1984), "La gestione degli interlocutori aziendali: linee-guida alla scelta di un approccio ottimale alla strategia societale", in ANSOFF H. IGOR, DE WOOT PHILIPPE, HOLL UWE, PASTORE RICCARDO, PIANTONI GIANFRANCO, *Strategia sociale dell'impresa*, Etas, Milano; BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d'azienda*, op.cit., pagg. 59 e ss.; GUATRI LUIGI, VICARI SALVATORE (1994), *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto*, EGEA, Milano, pagg. 21 e ss.

In merito allo *stakeholder approach* nel contesto internazionale si vedano fra gli altri FREEMAN R. EDWARD, REED DAVID L. (1983), "Stockholder and stakeholder: a new perspective on corporate governance", in *California Management Review*, n. 3; FREEMAN R. EDWARD (1984), *Strategic management: a stakeholder approach*, Pitman, Boston; COCHRAN PHILIP L., WOOD ROBERT A. (1984), "Corporate Social Responsibility: toward the Moral Management of Organizational Stakeholders" in *Business Horizons*, vol. 34, n. 4; CARROL ARCHIE B. (1989), *Business and Society: Ethics and stakeholder Management*, South Western, Cincinnati; DONALDSON THOMAS, PRESTON LEE (1995), "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications" in *Academy of Management Review*, vol. 20, n.1.

⁸⁰ Come ha posto in evidenza Fabrizio, «l'assoggettamento di un'impresa alle regole di trasparenza contabile imposte dal mercato riduce l'area dell'elusione e dell'evasione fiscale. Da questo punto di vista i soggetti che decidono di quotarsi potrebbero essere "danneggiati" sotto un duplice profilo: vedrebbero infatti aumentare la pressione fiscale per l'emersione di cespiti prima occulti e, in aggiunta, si troverebbero svantaggiati rispetto a concorrenti non quotati che, in quanto più opachi, anche nei confronti del fisco, sarebbero più competitivi». FABRIZIO STEFANO (1998), "Le prospettive di crescita del mercato azionario italiano", op.cit., pag. 18. Nello stesso senso anche PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1996), "The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy", *European Economic Review*, 40. Con riferimento agli effetti della politica fiscale sulla decisione di quotarsi si veda anche GIUDICI GIANCARLO, PALEARI STEFANO (2003), "Should Firms Going Public Enjoy Tax Benefits? An Analysis of the Italian Experience in the 1990s", op.cit. e GANDULLIA LUCA (2004), "Tassazione e sviluppo del mercato dell'equity per le Pmi", op.cit.

⁸¹ Cfr. GIUDICI GIANCARLO, PALEARI STEFANO (2003), "Should Firms Going Public Enjoy Tax Benefits? An Analysis of the Italian Experience in the 1990s", op.cit.

⁸² Si fa dunque riferimento al D.L. n. 357 del 1994 (legge Tremonti) ed al decreto legislativo n. 466 del 1997, istitutivo della DIT, Dual Income Tax.

dell'indebitamento o di una favorevole rinegoziazione dei prestiti, compensi pienamente gli effetti della riduzione delle aliquote⁸³.

Fra i fattori "esogeni" che possono influenzare la quotazione è possibile rilevare anche l'apprezzamento da parte del mercato finanziario di aziende già quotate che operano nello stesso settore dell'azienda che intende quotarsi⁸⁴. Si può infatti supporre che l'andamento in generale del mercato di borsa⁸⁵ e, più in particolare l'esistenza di valutazioni di aziende operanti nel medesimo settore⁸⁶, espresse dai prezzi di borsa, superiori o inferiori a quelle ritenute adeguate, possa favorire o scoraggiare la quotazione di nuove aziende⁸⁷.

Allo stesso tempo, alcuni fattori "esogeni" possono invece favorire la quotazione, come nel caso in cui la normativa consenta solamente alle aziende quotate di emettere particolari categorie di strumenti finanziari⁸⁸ (ad esempio nel

⁸³ Giudici e Paleari ritengono dunque che «a tax rate cut-off may not necessarily provoke a reduction in the tax burden for newly listed firms, since in the short term they report larger earnings compared with privately-owned companies ... Tax relief for IPO firms does not necessarily mean a loss of revenue for the government». Cfr. GIUDICI GIANCARLO, PALEARI STEFANO (2003), "Should Firms Going Public Enjoy Tax Benefits? An Analysis of the Italian Experience in the 1990s", *European Financial Management*, Vol. 9, n. 4.

⁸⁴ Cfr. per il caso italiano PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", op.cit.

⁸⁵ Si fa riferimento in proposito alla teoria del "hot and cold market" che ritiene che la quotazione di nuove aziende in borsa tende a concentrarsi nei periodi in cui il mercato in generale ha un andamento positivo e, viceversa, tende a ridursi quando le performance di mercato sono negative. In merito si vedano MYERS STEWART C., MAJLUF NICHOLAS S. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13:2; HELWEGE JEAN, LIANG NELLIE (1996), "Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets", Federal Reserve Bank of New York and Board of Governors of the Federal Reserve System, August.

⁸⁶ Cfr. BRAU JAMES C., FAWCETT STANLEY E. (2006), "Initial Public Offering: An Analysis of Theory and Practice", *The Journal of Finance*, Vol. LXI, n. 1, February. Nello studio si rileva che i CFO di aziende neoquotate hanno segnalato che le stesse hanno deciso il *timing* della quotazione principalmente cercando di sfruttare positivi andamenti del mercato di borsa in generale, nonché condizioni favorevoli del settore in cui l'azienda opera.

⁸⁷ Si vedano in proposito i quattro recenti casi di ritiro dell'IPO da parte di Value Partners, Api Petroli, Italtel e Pirelli Tyre.

⁸⁸ Si noti in proposito che la recente riforma del diritto societario ha ridotto le opportunità offerte esclusivamente alle società quotate, ampliando le tipologie di azioni, diverse da quelle ordinarie, che possono essere emesse da tutte le società per azioni; tuttavia è rilevante la previsione relativa all'emissione di obbligazioni del novellato articolo 2410 c.c., che non contempla alcun limite all'emissione di obbligazioni effettuata da aziende le cui azioni siano quotate in mercati regolamentati anche se solo limitatamente alle obbligazioni quotate negli stessi o in altri mercati. Per una disamina degli effetti della riforma del diritto societario sulla finanza delle società di capitali si veda O.

nostro paese le azioni di risparmio)⁸⁹ o di beneficiare di riduzioni della tassazione⁹⁰ o, ancora, qualora sussista un trattamento uniforme in campo informativo tra società quotate e non quotate⁹¹. Anche il verificarsi di un periodo di “effervescenza del mercato”, in cui aumenta notevolmente la frequenza delle quotazioni (*hot issue market*), ad esempio, può rappresentare un fattore “favorente” la decisione di entrare in borsa⁹².

Infine, come già ricordato, anche il più favorevole apprezzamento da parte di dipendenti, clienti, fornitori e finanziatori nei confronti dello “status” di azienda quotata costituisce spesso un importante fattore “esogeno” di stimolo all’ingresso in borsa di un’azienda.

BOX 1 – *Il caso Savino Del Bene*

Savino Del Bene è un gruppo internazionale con oltre 1.800 dipendenti, attivo nel settore delle spedizioni internazionali e della logistica infrastrutturale di supporto, formato da circa 80 società. I principali clienti del gruppo sono aziende italiane, leader nei rispettivi settori merceologici, e società statunitensi che operano nel segmento della grande distribuzione. Il Gruppo nel 2005 ha conseguito un fatturato di circa 680 milioni di euro, un risultato operativo di circa 24 milioni ed un utile netto di circa 6,8 milioni. La quota maggiore del fatturato di gruppo viene realizzata attraverso il trasporto per via marittima e per via aerea da e per gli Stati Uniti. Prevalente è l’attività di export ma l’attività di import sta crescendo velocemente. Il “core business” storico del Gruppo è rappresentato dall’area nordamericana ma sono in netta crescita i traffici estero su estero, prevalentemente sulle direttrici Sudamerica/Far East/India.

L’azienda è nata all’inizio del secolo per volontà del fondatore Savino, poi ha proseguito l’operatività con il figlio di Savino, Sandro. Successivamente è stata rilevata da un gruppo di industriali pratesi, finché nel 1977 cinque manager, che avevano fatto tutta la “gavetta” in

Domenichelli (2004), “Effetti della riforma del diritto societario civile sulla finanza delle società di capitali” in Quaderni monografici Rirea, n. 24.

⁸⁹ Cfr. GUALTIERI PAOLO (1988), *Gli effetti della quotazione ufficiale di borsa sulla gestione finanziaria aziendale*, in CATTANEO MARIO, CESARINI FRANCESCO, COLOMBO GIOVANNI E., MARCHETTI PIER GAETANO, RUOZI ROBERTO (a cura di), *L’ammissione alla quotazione di Borsa*, Vita e Pensiero, Milano, pagg. 113 e ss.

⁹⁰ Cfr. GIUDICI GIANCARLO, PALEARI STEFANO (2003), “Should Firms Going Public Enjoy Tax Benefits? An Analysis of the Italian Experience in the 1990s”, op.cit. e GANDULLIA LUCA (2004), “Tassazione e sviluppo del mercato dell’equity per le Pmi”, op.cit.

⁹¹ DI STEFANO GIANCARLO (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pag. 234. Si potrebbe parlare, in tal caso, di un “disincentivo alla non quotazione”.

⁹² Cfr. FAMA EUGENE F., FRENCH KENNETH R. (2004), “New lists: Fundamentals and survival rates”, *Journal of Financial Economics*, 73.

Savino Del Bene, fecero un *management buy out* (MBO), un'operazione per i tempi molto innovativa.

La storia di Savino Del Bene risulta abbastanza singolare nello scenario della Borsa Italiana. L'azienda infatti si è quotata nel febbraio 1996, successivamente nel 2003 ha proceduto al *delisting* volontario tramite un MBO ed attualmente ha in progetto un nuovo ingresso in borsa, sul segmento STAR.

Le determinanti della prima IPO di Savino Del Bene, secondo Michele Gucci, responsabile *Consolidated Financial Statements* e *Investor Relations* manager della Savino Del Bene, furono sostanzialmente due:

1. ottenere nuove risorse finanziarie;
2. godere dei benefici fiscali previsti dalla Legge Tremonti.

Savino Del Bene nel 1996 era un Gruppo non eccessivamente ampio, con una bassissima leva finanziaria e che aveva fondato la propria crescita quasi esclusivamente sull'autofinanziamento.

L'ingresso in borsa avrebbe consentito, dunque, di avere a disposizione risorse finanziarie che potessero, in caso di necessità, permettere operazioni acquisitive simili a quelle che, sempre più frequentemente, stavano interessando il settore dei trasporti e delle spedizioni internazionali. La disponibilità di capitali avrebbe consentito, quindi, una "fluidità decisionale" altrimenti impossibile.

I benefici fiscali consentiti dalla Legge Tremonti hanno poi incentivato ulteriormente l'azienda ad accelerare il processo autorizzatorio, al fine di avviarlo presso le Istituzioni competenti entro la fine del 1995, data oltre la quale cessavano i benefici previsti dalla normativa.

Durante il processo di quotazione in borsa di Savino Del Bene nel 1996 una delle problematiche più significative che l'azienda si trovò ad affrontare fu legata all'esigenza di riuscire a redigere un bilancio consolidato di gruppo in linea con le previsioni della normativa. Il Gruppo all'epoca era composto da circa 40 società la maggior parte delle quali focalizzate esclusivamente sullo sviluppo di attività commerciali in grado di ampliare il business del Gruppo. Fu necessario avviare una procedura estremamente complessa sia per identificare gli strumenti di reporting più idonei a fornire le informazioni necessarie per la rappresentazione delle sintesi contabili sia per ottimizzare e razionalizzare la struttura organizzativa del Gruppo nell'ottica anche di identificare le figure di riferimento in ogni società del Gruppo che avrebbero interagito con l'headquarter. Anche in questa ottica deve essere letta la costituzione negli Stati Uniti di una società che redigesse un sub-consolidato di Gruppo per le società americane controllate dalla Capogruppo Savino Del Bene. Si rese opportuno altresì approfondire notevole impegno nella sensibilizzazione dei responsabili dei singoli uffici nonché dei loro più stretti collaboratori circa l'importanza del rispetto della qualità, attendibilità e tempestività delle informazioni e della reportistica richiesta, includendo nella medesima anche la predisposizione di *management report* trimestrali in grado di offrire una *overview* più ampia sulle attività svolte dal singolo ufficio di riferimento.

Il processo di cambiamento organizzativo che ha accompagnato il *listing* ha interessato anche altri aspetti, in particolare l'obbligo di adempiere alle previsioni statuite dalla normativa emanata dagli organi di controllo sul mercato borsistico e l'individuazione di una nuova figura, quella del responsabile delle "*investor relation*", che svolgesse e implementasse costantemente tutte le attività connesse alla comunicazione finanziaria con gli investitori sia istituzionali che retail.

Successivamente alla quotazione, il Gruppo Savino Del Bene incontrò diverse difficoltà nel trasmettere al mercato quegli input necessari a far apprezzare il titolo che per alcuni periodi è

rimasto costantemente trascurato e conseguentemente sottovalutato rispetto ai suoi ottimi fondamentali.

I fattori che hanno influito in tal senso erano molteplici, alcuni dei quali erano particolarmente evidenti:

- la capitalizzazione “contenuta” e le connesse difficoltà di operatività su un titolo c.d. “sottile” che ovviamente non incentivava le *policy* aziendali delle società di analisi finanziaria o dei fondi stessi a investire delle risorse umane e finanziarie per produrre delle *research* sul titolo;

- la mancanza di competitor quotati sul mercato italiano; la mancanza di *comparable* costringeva gli analisti a confrontare l’azienda con alcune società quotate in altri mercati esteri, operanti nello stesso settore ma non esattamente equiparabili alla società per struttura e dimensioni del business o addirittura ad effettuare *benchmark* con aziende italiane e/o straniere non quotate, con tutte le problematiche connesse a questo aspetto, non ultimo il vantaggio competitivo che queste ultime avevano nei confronti della Savino Del Bene per non dover essere soggette allo stesso regime di trasparenza societaria⁹³;

- la presenza di un patto di sindacato fra i soci storici che riduceva l’appeal della società agli occhi degli investitori;

- una visibilità ridotta sui principali *key-drivers* (tipica delle società operanti nel settore dei trasporti internazionali) che richiedeva un costante monitoraggio di tutto il sistema di budgeting e di predisposizione di business plan. Ciò creava dei problemi agli operatori del settore che erano abituati a ragionare in un’ottica di medio-lungo termine ed erano continuamente costretti ad aggiornare le loro stime e le prospettive di crescita del Gruppo;

- la peculiarità del business del Gruppo (estremamente globalizzato e diversificato per settore, commodities e area geografica) che richiedeva una analisi molto approfondita per la corretta valorizzazione e stima dei driver principali;

- una conduzione imprenditoriale molto saggia ma prudente allo stesso tempo, con un contenuto ricorso alla leva finanziaria e conseguentemente con ridotti investimenti e operazioni straordinarie che non incentivava gli analisti finanziari ad approfondire le problematiche connesse al business.

L’esperienza passata di Savino Del Bene, durante la prima quotazione, sembra dimostrare che la presenza in borsa non ha avuto benefici dal punto di vista competitivo: non ha tendenzialmente favorito, se non in casi sporadici, nuovi contatti commerciali né ha avuto impatti positivi al momento di effettuare acquisizioni; anzi, talvolta, può aver rappresentato un elemento di “disturbo”, in particolare nei casi in cui il venditore avrebbe preferito mantenere una riservatezza maggiore sull’operazione acquisitiva.

La motivazione principale del *delisting* del 2003 fu invece legata principalmente all’esigenza di realizzare una riorganizzazione della *governance* aziendale, in modo da avere una compagine azionaria più coesa e conseguentemente più flessibile dal punto di vista decisionale nell’individuare e promuovere le future strategie aziendali.

Nonostante nel 2003 molte aziende avessero fatto ricorso ad operazioni di *delisting* a seguito delle basse quotazioni societarie rispetto ai fondamentali, offrendo quindi agli azionisti

⁹³ Scrive in proposito Draho: «There are advantages and disadvantages to being the first IPO in an industry cluster. The pioneering firm can gain a competitive advantage over rivals by getting a jump on financing new investment opportunities. By the same token the pioneer is the guinea pig that tests the market to learn the investor interest. The pioneer also bears the largest information production cost. The latter two aspects create a strong incentive to delay the IPO and let another firm go public firm». DRAHO JASON (2004), *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, op.cit., pag. 29.

storici una buona opportunità di riacquisto, l'operazione che fu strutturata per Savino Del Bene non fu mai né pensata né messa in opera con questa finalità.

Per Savino Del Bene il programmato ritorno in borsa dovrebbe avvenire mediante una offerta mista: una parte tramite OPV per consentire l'uscita dal capitale, in tutto o in parte, del Gruppo Monte dei Paschi di Siena (che detiene circa il 7,5% del capitale) e per diminuire la quota detenuta dai due soci di maggioranza, una parte tramite OPS per consentire all'azienda, tramite un aumento di capitale, di ridurre in parte l'indebitamento contratto a seguito del finanziamento dell'operazione di *delisting* e di acquisire nuove risorse finanziarie, necessarie per lo sviluppo dell'azienda.

L'obiettivo è comunque quello di non sviluppare una dimensione eccessiva, al superamento della quale l'impatto dei costi fissi potrebbe portare ad una riduzione della marginalità.

Savino Del Bene, infatti, si differenzia dai suoi competitor per la sua capacità di saper offrire un servizio personalizzato sulle esigenze del cliente, che giustifica tariffe più elevate e che richiede una flessibilità che solo dimensioni "contenute" possono consentire.

La presenza nell'azionariato di un socio finanziario come il Gruppo Monte dei Paschi "incoraggia" notevolmente la nuova quotazione in borsa del Gruppo, non solo in virtù dei prestabiliti obiettivi di disinvestimento che si legano all'attività di *private equity*, ma anche per il desiderio di incrementare la propria visibilità come *advisor*, partecipando al processo di quotazione di una delle più significative realtà aziendali toscane.

I benefici che si stimano ottenibili con la nuova quotazione sono principalmente:

1. reperire risorse finanziarie indispensabili per lo sviluppo;
2. ottenere una maggiore visibilità, anche grazie all'ingresso sul segmento STAR di Borsa Italiana;
3. capitalizzare l'esperienza di borsa acquisita durante il primo *listing* (come ricordato da Gucci, infatti, «anche se con una pressione minore, abbiamo continuato a comportarci con un'azienda quotata, redigendo trimestrali e semestrali, mantenendo lo staff di investor relation ecc.»);
4. "alleggerire" le "posizioni" dei soci, consentendo una diversificazione dei loro portafogli personali.

Attualmente e in vista del prossimo rientro in borsa, il Gruppo Savino Del Bene sta portando avanti un impegnativo e oneroso processo di passaggio ai principi contabili internazionali.

Tuttavia, fra le determinanti della scarsa propensione delle piccole, medie e grandi imprese italiane a procedere alla quotazione vi sono, accanto alle circostanze esogene sin qui citate, anche aspetti "endogeni" all'impresa.

I fattori "endogeni", come detto, fanno riferimento alle caratteristiche delle aziende che possono influenzarne la scelta di entrare in borsa. Fra gli aspetti indagati vi sono, fra gli altri, la dimensione aziendale⁹⁴, l'età e lo stadio del ciclo di vita

⁹⁴ Cfr. ROCK KEVIN (1986), "Why new issued are underpriced", *Journal of Financial economics*, 15, n. 1/2, January-February; RITTER JAY (1987), "The Costs of Going public", *Journal of Financial economics*, 19; PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", op.cit.; JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1999), "The Life Cycle of Initial Public Offering Firms", op.cit.

dell'azienda⁹⁵, la composizione e le caratteristiche della struttura proprietaria⁹⁶ nonché la struttura finanziaria⁹⁷.

Con riferimento a quest'ultimo aspetto, la moderna finanza ha generato numerose teorie per individuare ed analizzare le ragioni che sottostanno alla costruzione di una struttura finanziaria aziendale piuttosto che di un'altra differente.

Le dimensioni di analisi prese in considerazione dalle diverse teorie sono molteplici e concernono aspetti quali l'imposizione fiscale, i "rischi di dissesto", l'informativa rilasciata al mercato, l'assetto strategico ed altro ancora⁹⁸. Le diverse

⁹⁵ Cfr. RYDQVIST KRISTIAN, HÖGHOLM KENNETH (1995), "Going public in the 1980s: Evidence from Sweden", *European Financial Management*, Vol.1, n. 3; CHEMMANUR THOMAS J., FULGHIERI PAOLO (1999), "A Theory of the Going-Public Decision", op.cit.; JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1999), "The Life Cycle of Initial Public Offering Firms", op.cit.; MAKSIMOVIC VOJISLAV, PICHLER PEGARET (2001), "Technological Innovation and Initial Public Offerings", op.cit.; MAUG ERNST (2001), "Ownership Structure and the Life-Cycle of the Firm: A Theory of the Decision to Go Public", op.cit.; BRAU JAMES C., FAWCETT STANLEY E. (2006), "Initial Public Offering: An Analysis of Theory and Practice", op.cit. Maug sostiene in proposito che «the optimal ownership structure of a company changes over the life cycle of the firm. Insiders take the company public when they have lost the comparative advantage over outsiders in gathering information to evaluate the firm's growth prospects». E ancora «being privately held provides a temporary advantage for the entrepreneur and possibly other insiders who have firm-specific knowledge. Once the company moves on a different stage in its life cycle, the relative advantage no longer exists and going public becomes optimal». Un modello che lega l'apertura dell'azienda al capitale di terzi all'evoluzione dell'azienda è stato proposto recentemente da DI LAZZARO FABRIZIO (2003), *La performance del valore*, Giappichelli, Torino. Si veda anche PERRINI FRANCESCO (1998), *Capitale di rischio e mercati per PMI. Metodologie e canali di accesso al capitale per lo sviluppo*, Milano, EGEA, pagg. 31 e ss. Con riferimento alle aziende familiari si veda RAVASI DAVIDE (2002), "La quotazione in borsa delle imprese familiari", op.cit.

⁹⁶ Zingales in proposito afferma che la decisione di quotare l'azienda in borsa "is the result of a value-maximizing decision made by an initial owner who wants to eventually sell his company. By going public, the initial owner can change the proportion of cash flow rights and control rights which he will retain when he bargains with a potential buyer. ... Therefore, the initial owner uses the IPO to optimize the structure of his ownership in the company, so as to maximize his total proceeds from its eventual sale". L'Autore conclude la sua analisi affermando: "Much of the policy debate implicitly assumes that it is socially beneficial to subsidize the access of entrepreneurs to the public equity market. While there are clear reasons why that might be the case, this paper points out this is not necessarily the case. In this model the decision to go public is entirely driven by the desire to maximize the incumbent's surplus". ZINGALES LUIGI (1995), "Insider Ownership and the Decision to Go Public", in *The Review of Economic Studies*, Vol. 62, n. 3, July, pag. 426 e pag. 445. Cfr. anche MELLO ANTONIO S., PARSONS JOHN E. (1998), "Going public and the ownership structure of the firm", *Journal of Financial Economics*, n. 49.

⁹⁷ Cfr. PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", op.cit.

⁹⁸ Si rimanda in proposito a GUELFY SILVANO (2001), "La politica finanziaria: la struttura delle fonti", in BRUSA LUIGI, GUELFY SILVANO, ZAMPROGNA LUCIANA, *Finanza d'impresa. Logiche e strumenti di gestione finanziaria per creare valore*, op.cit., pagg. 256 e ss ed all'ampia bibliografia ivi citata.

teorie sostengono, di volta in volta, la convenienza – in termini di benefici per il valore aziendale – del ricorso all’indebitamento oppure all’aumento di *equity*⁹⁹.

Se non è possibile, dunque, allo stato attuale, identificare una struttura finanziaria ideale, in virtù anche della numerosità e dell’estrema varietà – in termini di direzione ed intensità – delle variabili che influenzano le scelte finanziarie delle aziende, conseguentemente anche il ricorso alla quotazione non può ricondursi ad una tipologia specifica di aziende, ma si presenta come una scelta che può risultare adeguata in molte e diverse circostanze ma non necessariamente in tutti i contesti.

Fra i fattori “endogeni”, con riferimento in particolare al caso italiano, non possiamo omettere di citare i convincimenti radicati nel “sistema delle idee”¹⁰⁰ dell’azienda e che, anche inconsapevolmente, ne condizionano le scelte: molti imprenditori e manager ritengono che la quotazione rappresenti principalmente uno “strumento” - riservato ad aziende di grandi dimensioni - di reazione ad uno “stato di necessità”¹⁰¹, ad una circostanza “patologica” nella vita aziendale: ad esempio, per far fronte all’esigenza di riequilibrio finanziario, oppure per consentire il disinvestimento da parte di alcuni soci, oppure ancora per gestire il passaggio generazionale nelle aziende familiari¹⁰² e così via. Perciò molte delle aziende italiane di medie dimensioni

⁹⁹ Ad esempio l’incremento dei debiti induce, come noto, la crescita dei “rischi del dissesto” i quali, oltre una certa soglia di indebitamento, compensano e sopravanzano i benefici derivanti dall’eventuale uso della leva finanziaria e dai risparmi di imposta (*trade-off theory*). La decisione di quotare l’azienda in borsa può dunque derivare dalla necessità di mantenere equilibrata la struttura finanziaria anche nei periodi di sviluppo, senza incrementare eccessivamente l’indebitamento.

Di contro, la preferenza delle aziende per il finanziamento tramite debiti deriva, oltre che dai vantaggi fiscali e dal possibile utilizzo del *leverage*, dalla loro capacità di offrire “segnali” più rassicuranti al mercato rispetto agli aumenti di capitale (*pecking order theory*): ciò in quanto, innanzitutto, i debiti impongono scadenze improrogabili, sia per il pagamento degli oneri finanziari sia per il rimborso delle quote del debito, che solo risultati attesi positivi possono consentire di assolvere; inoltre, l’indebitamento rende esplicita la disponibilità del management di far valutare costantemente i piani strategici e le prospettive aziendali ai mercati dei capitali. Infine, se gli azionisti attuali si aspettano di ottenere una consistente creazione di valore da parte dell’azienda, tendenzialmente non sceglieranno di dividerlo con nuovi soci.

¹⁰⁰ Cfr. BERTINI UMBERTO (1995), *Scritti di Politica Aziendale*, op.cit.

¹⁰¹ In merito si vedano fra gli altri PERRINI FRANCESCO (1998), *Capitale di rischio e mercati per PMI. Metodologie e canali di accesso al capitale per lo sviluppo*, Milano, EGEA; FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2003), “La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane”, op.cit.

¹⁰² Sul tema delle aziende familiari si rimanda all’ampia bibliografia disponibile. Fra gli autori italiani si vedano fra gli altri CORBETTA GUIDO (1995), *Le imprese familiari: caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*, EGEA, Milano; MONTEMERLO DANIELA (2000), *Il governo delle imprese*

oppure che godono di buona salute finanziaria o che non si trovano ad affrontare esigenze di riorganizzazione nella *governance* aziendale, solitamente non prendono neanche in considerazione la possibilità di quotazione in borsa.

Nell'individuazione delle determinanti "endogene" della quotazione in borsa di un'azienda è opportuno non sottovalutare anche l'importanza che tale scelta può rivestire nel processo di *risk sharing* del soggetto economico, consentendo una più efficiente allocazione dei rischi che, da un punto di vista macroeconomico, permette un incremento del "benessere collettivo"¹⁰³, senza tuttavia dover necessariamente cedere il controllo dell'azienda¹⁰⁴. È evidente dunque che fra le determinanti della scelta di quotazione sia possibile citare anche la volontà, espressa dai soci, di diversificare il proprio "portafoglio"¹⁰⁵, cedendo una parte delle proprie azioni ed

familiari, EGEA, Milano; TISCINI RICCARDO (2001), *Il valore economico delle aziende di famiglia*, Giuffrè, Milano; ZOCCHI WALTER (2004), *Il family business. Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell'imprenditore*, Il Sole 24 ore, Milano; DEL BENE LUCA (2005), *Aziende familiari: tra imprenditorialità e managerialità*, Giappichelli, Torino.

¹⁰³ Siciliano ha infatti affermato che «la funzione di *risk sharing* della borsa può essere illustrata efficacemente considerando il caso dell'imprenditore-manager che fonda un'impresa e continua a detenere il 100% del suo capitale fino al momento della quotazione in borsa. Fino a quel momento l'imprenditore-manager ha probabilmente gran parte della sua ricchezza investita nell'impresa e ciò, come ci suggerisce la teoria di portafoglio, rappresenta una situazione inefficiente dal punto di vista della diversificazione del rischio. La quotazione in borsa, accompagnata dalla vendita di una certa quota del capitale dell'impresa (senza quindi raccolta di nuovo capitale di rischio), consente sia all'imprenditore-manager sia ai nuovi azionisti di ottenere una migliore diversificazione di portafoglio e quindi di raggiungere un livello di benessere superiore». Cfr. SICILIANO GIOVANNI (2001), *Cento anni di borsa in Italia*, op.cit., pagg. 128-129.

¹⁰⁴ Il processo di quotazione in borsa sembra essere infatti «particularly suited for the sale of dispersed holdings to small and passive investors. The marketing of potentially controlling blocks to active investors should occur subsequently». MELLO ANTONIO S., PARSONS JOHN E. (1998), "Going public and the ownership structure of the firm", op.cit. Si veda anche PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", op.cit.; RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, Franco Angeli, Milano, pagg. 36 e ss. In particolare la Rigamonti afferma: «l'IPO sul mercato italiano non è lo strumento per addivenire a strutture proprietarie poco concentrate, anzi il fatto che l'*ultimate shareholder* mantenga la maggioranza assoluta dei diritti di voto indirettamente segnala il desiderio del primo azionista di quotare l'impresa con l'obiettivo di conservare il controllo. Tuttavia, dato che l'IPO può rappresentare un primo passo per strutturare nel tempo assetti proprietari meno concentrati al fine di potere esprimere un giudizio definitivo, occorre esaminare quale dinamica segua la struttura proprietaria negli anni successivi alla quotazione». RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, op.cit., pag. 99. Successivamente, tuttavia, l'Autrice nella sua analisi empirica (a pagg. 135 e ss. del lavoro sopra citato) evidenzia come solo 42 società, pari al 19% delle aziende ammesse a quotazione nel periodo 1985-2001 in Italia, hanno registrato un cambiamento del controllo dopo la IPO.

¹⁰⁵ Cfr. BODNARUK ANDRIJ, KANDEL EUGENE, MASSA MASSIMO, SIMONOV ANDREI (2004), "Shareholder diversification and IPOs", CEPR Discussion Paper, n. 4820; RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, op.cit., pagg. 23 e ss.

investendo il ricavato in attività con profili di rischio non correlati a quelli aziendali¹⁰⁶.

Una delle alternative alla quotazione che i soci hanno a disposizione e che può assolvere sia alla funzione di finanziare con risorse “fresche” lo sviluppo, sia di consentire il *risk sharing*, sia ancora di evitare il sostenimento dei costi di quotazione, è quella di far entrare nella compagine societaria solo uno o pochi azionisti, ad esempio *private equity* o altri investitori istituzionali¹⁰⁷. In tal caso però, come evidenziato da Pagano e Röell nella decisione è opportuno tener conto, come determinante negativa, del cosiddetto rischio di *overmonitoring*, cioè del rischio di eccessiva influenza del socio finanziatore nelle decisioni strategiche aziendali a scapito della “discrezionalità” dei soci fondatori e gestori¹⁰⁸. I due Autori hanno

¹⁰⁶ Giovanni Siciliano ha condotto uno studio considerando le 110 aziende che si sono quotate nel periodo 1986-1998 con l'obiettivo di definire se le motivazioni – raccolta di capitale di rischio o *risk sharing* – che possono aver indotto la quotazione differiscano a seconda dell'assetto di controllo pre-quotazione (società a controllo familiare, appartenenti a gruppi quotati, controllate da investitori istituzionali oppure società pubbliche). Dallo studio sembra emergere che, per le aziende a controllo familiare, prevalga la necessità di raccogliere nuovo capitale rispetto alla riduzione del rischio; tali aziende sono infatti l'unica categoria in cui in media, dopo tre anni dalla quotazione, il gruppo di controllo mantiene la maggioranza assoluta del capitale (53,9%), con una frequenza molto bassa del cambio di controllo nel medesimo periodo (9,6% dei casi rispetto, ad esempio, al 26,9% delle società appartenenti a gruppi già quotati). Le aziende a controllo familiare, inoltre, nel triennio successivo all'IPO, solamente nel 25% dei casi hanno fatto nuovamente ricorso ad aumenti di capitale rivolgendosi al mercato. Cfr. SICILIANO GIOVANNI (2001), *Cento anni di borsa in Italia*, op.cit., pagg. 133 e ss. In merito si veda anche RYDQVIST KRISTIAN, HÖGHOLM KENNETH (1995), “Going public in the 1980s: Evidence from Sweden”, op.cit.; RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, op.cit., pagg. 41 e ss.

¹⁰⁷ Tale alternativa viene frequentemente presa in considerazione dalle aziende; ad esempio il 21 giugno 2006 sul sito di Royal Philips Electronics si legge che l'azienda «ha annunciato oggi l'intenzione di ridurre la propria partecipazione nella divisione Semiconductors nel corso del secondo semestre 2006 a una quota di minoranza, tramite un'Offerta Pubblica Iniziale (IPO) della società e/o la vendita di azioni a investitori finanziari, continuando nel contempo a valutare opportunità di consolidamento industriale».

In merito alle altre alternative alla quotazione disponibili per il proprietario di un'azienda che voglia venderla (vendita diretta ad un altro soggetto o spin-offs) ed alle modalità ottimali per assumere tale decisione si veda ZINGALES LUIGI (1995), “Insider Ownership and the Decision to Go Public”, op.cit.

¹⁰⁸ Cfr. PAGANO MARIO, RÖELL AILSA (1998), “The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public”, in *Quarterly Journal of Economics*, 113, 187-225.

In merito si vedano DESSY ALBERTO, GERVASONI ANNA, VENDER JODY (1989), *Le piccole e medie imprese e il capitale di rischio*, EGEA, Milano, pagg. 71 e ss.; USEEM MICHAEL (1996), “Shareholders as a Strategic Asset”, *California management Review*, 39(1), Fall; AGUILERA RUTH V., WILLIAMS CINTHIA A., CONLEY JOHN M., RUPP DEBORAH (2006), “Corporate

rilevato che l'incentivo alla quotazione rispetto all'ingresso di un socio "rilevante" è, in questo caso, direttamente proporzionale alle esigenze di finanziamento (dimensione delle risorse "esterne" necessarie) ed al grado di *disclosure* richiesto dalla normativa alle aziende che scelgono di quotarsi (in quanto l'attività di *monitoring* diventa più agevole e di conseguenza i relativi costi sono ridotti)¹⁰⁹.

È opportuno tuttavia evidenziare che l'ingresso di soci finanziatori quali *venture capitalist* e fondi di *private equity* spesso costituisce comunque il preludio per il futuro ingresso dell'azienda in borsa, in quanto tali investitori pianificano da subito la propria uscita futura dal capitale, "imponendo" la quotazione oppure in alternativa il riacquisto delle quote da parte del nucleo imprenditoriale o l'ingresso di uno o più nuovi soci¹¹⁰.

Gli studi empirici condotti per studiare le determinanti della quotazione in borsa si dividono in studi *ex-ante* e studi *ex-post*, a seconda che indaghino rispettivamente aziende non ancora quotate oppure società già quotate.

Fra gli studi *ex-ante* si cita un recente studio, che ha cercato di comprendere quali siano i fattori "determinanti" della quotazione guardando alle aziende "quotabili" ma non ancora quotate in Germania. Nello studio si è rilevato che le caratteristiche delle aziende prima ed al momento dell'annuncio della quotazione sono scarsamente in grado di "predire" l'effettiva quotazione. Lo studio ha evidenziato, infatti, che le aziende reagiscono ai cambiamenti nelle condizioni del mercato (ad esempio del costo del capitale o della volatilità) ed agli andamenti delle nuove quotazioni che si verificano in seguito alla propria manifestazione di volontà di entrare in borsa, modificando anche radicalmente la propria decisione nel caso in cui

Governance and Social Responsibility: a comparative analysis of the UK and the US", *Corporate Governance*, Vol. 14, Issue 3, May.

¹⁰⁹ Cfr. CHEMMANUR THOMAS J., FULGHIERI PAOLO (1999), "A Theory of the Going-Public Decision", op.cit.

¹¹⁰ Cfr. fra gli altri BLACK BERNARD S., GILSON RONALD J. (1998), "Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets", *Journal of Financial Economics*, Vol. 47; HELLMANN THOMAS (2000), "Going Public and the Option Value of Convertible Securities in Venture Capital", *Research Paper Series*, Graduate School of Business, Stanford University, Research Paper No. 1703, November; DEL GIUDICE ROBERTO, GERVASONI ANNA (2002), *Finanziarsi con il venture capital*, Etas, Milano; RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, op.cit., pagg. 136 e ss.

siano mutate le condizioni di contesto¹¹¹. Sembrerebbe dunque che le “effettive” determinanti della quotazione di un’azienda siano di tipo “esogeno”.

Una indagine condotta con finalità simili, ma con risultati differenti, è stata realizzata anche con riferimento all’Italia¹¹². Ne è emerso che le imprese che hanno preso in considerazione l’ipotesi di quotarsi sono caratterizzate principalmente 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»¹¹³. Per quanto concerne poi la decisione “effettiva” di accedere al mercato di borsa i fattori di influenza positiva rilevati sono legati alle condizioni di crescita del settore – confermando la tesi dello studio tedesco prima citato -, all’articolazione della compagine azionaria, con una probabilità maggiore per le aziende con soci “finanziari” ed alla «disponibilità a mettere in atto strategie di crescita di ampio respiro». Fra le determinanti “negative”, dall’indagine sono emerse in particolare la complessità percepita da imprenditori e manager insita nel processo di quotazione e legata prevalentemente alle esigenze di riorganizzazione interna, i costi connessi all’ingresso in borsa ed i timori legati alla perdita di autonomia decisionale del soggetto economico¹¹⁴.

¹¹¹ È stato selezionato un campione di 245 aziende che nel periodo 1984-1994 in Germania hanno manifestato la propria volontà di quotarsi in borsa. Di queste il 71% ha poi effettivamente avviato e realizzato il processo di quotazione. In particolare gli Autori affermano «companies tend to go public after increases in market returns, avoid period of unusually high underpricing, and raise external equity as debt becomes more expensive. They are likely to decide against raising outside equity as market returns drop and – if they have a financial institution amongst their shareholders – as the cost of debt increases». Cfr. BOEHMER EKKEHART, LJUNGVIST ALEXANDER P. (2001), “The choice of outside equity: An explanatory analysis of privately held firms”, op.cit.

¹¹² Cfr. FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2003), “La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane”, op. cit.

¹¹³ Lo studio ha ricercato, con riferimento all’Italia, i fattori “determinanti” della quotazione guardando alle aziende “quotabili” sulla base di predefiniti parametri, ma non ancora quotate. Cfr. FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2003), “La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane”, op.cit.

¹¹⁴ Uno studio riguardante invece gli Stati Uniti ha rilevato che, a parere dei CFO delle aziende intervistate, i costi connessi alla IPO e la regolamentazione imposta dalla SEC, l’Autorità di vigilanza

Le numerose ricerche empiriche che negli ultimi anni hanno cercato di approfondire le determinanti *endogene* della quotazione in borsa si sono concentrate tuttavia prevalentemente sulle aziende che si sono già quotate (studi *ex post*), individuando come determinanti ricorrenti per le aziende italiane i fattori legati agli aspetti finanziari¹¹⁵, quali la possibilità di ridurre il costo del capitale, finanziare lo sviluppo, diversificare ed ampliare le fonti di finanziamento, ridurre il *leverage* e così via¹¹⁶.

sui mercati finanziari statunitensi, non costituiscono impedimenti significativi per la quotazione. Viceversa, il desiderio di mantenere il controllo dei processi decisionali aziendali costituisce invece la principale determinante negativa per la quotazione. Cfr. BRAU JAMES C., FAWCETT STANLEY E. (2006), "Initial Public Offering: An Analysis of Theory and Practice", op.cit.

¹¹⁵ Nel 1992 Giampaolo Ferrari ha condotto uno studio mediante questionario per individuare, fra le altre cose, le determinanti della quotazione delle aziende che sono entrate in borsa nel periodo 1985-1990. Fra le determinanti positive, la motivazione principale citata dai rispondenti è stata il reperimento di risorse finanziarie (nel 52,4% dei casi è stata citata come principale motivazione della quotazione e comunque oltre il 95% degli intervistati l'ha citata fra le motivazioni), seguita dalla volontà di sancire il passaggio da azienda familiare a grande impresa (citata dal 38% degli intervistati) e dal conseguimento di un'immagine superiore (citata dal 57% dei rispondenti). Il 33% degli intervistati ha affermato che non vi erano elementi negativi che scoraggiavano la decisione della quotazione, mentre circa un quarto del campione ha citato fra le determinanti negative i costi e gli aspetti burocratici legati alla quotazione. Altri infine anche se con frequenze basse hanno citato fra i fattori negativi i "cambiamenti di abitudine" dell'imprenditore, con riferimento ai processi decisionali ed alla riservatezza. Cfr. FERRARI GIAMPAOLO (1992), "Il giudizio sulla quotazione di un gruppo di "matricole", in MASSARI MARIO (a cura di), *Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia*, op.cit. Si vedano anche PERRINI FRANCESCO (1999), *Le nuove quotazioni alla borsa italiana. Evidenze empiriche delle Pmi*, EGEA, Milano; RYDQVIST KRISTIAN, HÖGHOLM KENNETH (1995), "Going public in the 1980s: Evidence from Sweden", op.cit.; DEVECCHI CLAUDIO, ANTOLDI FABIO, CIFALINÒ ANTONELLA (2003), *La quotazione delle imprese. Cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali*, McGraw-Hill, Milano; FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), *Gli effetti della quotazione. Evidenza dalla mid & small caps italiane*, in Bitnotes, n. 13, Giugno.

¹¹⁶ Nel 1996 uno studio condotto da Pagano, Panetta e Zingales ha confrontato le aziende che nel periodo 1982-1992 si sono quotate a Milano con altrettante aziende comparabili per dimensione che invece sono rimaste "private". Un primo risultato della ricerca consiste nell'aver rilevato che le aziende quotate non mostravano superiori livelli di *leverage* rispetto a quelle non quotate; conseguentemente gli autori hanno argomentato che fra le determinanti della quotazione delle aziende in quel periodo non era possibile annoverare l'esigenza di ridurre il *leverage*. Nel periodo successivo alla quotazione, inoltre, le aziende quotate mediamente non hanno realizzato investimenti superiori alle aziende non quotate. Dallo studio, invece, sembra emergere la volontà delle aziende neo quotate, da una parte, di ridurre l'indebitamento e, dall'altra, di diversificare l'investimento acquisendo con le risorse raccolte sul mercato quote di altre aziende (partecipazioni finanziarie). Sembrerebbe dunque che la decisione di quotarsi in borsa sia influenzata anche dalla volontà di avere un *finance vehicle* per acquisire altre aziende. Inoltre la stessa ricerca ha rilevato che l'esigenza di cedere il controllo dell'azienda non è la principale determinante della quotazione, in quanto l'azionista di riferimento solitamente ha mantenuto una quota del capitale superiore al 50%, dunque al di là del livello minimo necessario per conservare il controllo dell'azienda. Cfr. PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", in *The Journal*

Tabella 3 – Alcuni esempi di fattori determinanti della decisione sull’opportunità della quotazione

	ESOGENI	ENDOGENI
FAVORENTI	Regolamentazione più vantaggiosa per aziende quotate (strumenti finanziari ad hoc, agevolazioni fiscali, ...) Effervescenza del mercato mobiliare Valutazioni di aziende già quotate nello stesso settore Favorevole apprezzamento dello status di quotata	<i>Risk sharing</i> del soggetto economico Managerializzazione Operatività in settori con alto tasso di crescita Leverage elevato Riorganizzazione della <i>governance</i> Uscita di alcuni soci Esistenza di soci “finanziari” Strategie di acquisizione Valutazione continua dell’azienda Migliorare visibilità e capitale reputazionale
OSTATIVI	Legislazione poco favorevole alla crescita delle imprese Sistema bancario e finanziario inefficiente Assenza di investitori istituzionali Nazionalizzazione delle aziende e capitalismo pubblico Carente regolamentazione per trasparenza e <i>governance</i> Regolamentazione più onerosa per quotate Ridotta possibilità di elusione e evasione Valutazioni negative di aziende già quotate nello stesso settore Assenza di valutazioni per aziende simili	Piccola dimensione delle aziende Cultura imprenditoriale Operatività in settori maturi Leadership accentrata Struttura finanziaria equilibrata Legami stretti col sistema bancario

Un recente studio ha invece rilevato che, secondo i CFO (*Chief Financial Officer*) di aziende neoquotate negli Stati Uniti, la motivazione prevalente per l’ingresso in borsa è legata all’opportunità che essa offre di agevolare le acquisizioni di altre aziende¹¹⁷, seguita dalla possibilità di avere una stima continua del valore dell’azienda espressa dal mercato. Le motivazioni più propriamente finanziarie, come

of Finance, Vol. LIII, no. 1. In merito si veda anche RAVASI DAVIDE, MARCHISIO GAIA (2001), “Family firms and the decision to go public: a study of Italian IPOs”, SDA BOCCONI, Research Division Working Paper No. 01-45, March.

¹¹⁷ Verrebbero in tal caso favorite le acquisizioni pagate “con carta”, cioè con scambi di azioni, piuttosto che con “cash”, cioè con pagamento in denaro.

ad esempio la possibilità di ridurre il costo del capitale, non figurano fra le principali determinanti espresse dai CFO americani¹¹⁸.

Tuttavia è evidente che gli studi *ex-post* sinora citati sono dedicati solo in parte all'analisi dei fattori "disincentivanti" la quotazione – quei fattori che abbiamo chiamato "ostativi"¹¹⁹ – in quanto si basano su interviste o questionari distribuiti ad aziende che hanno scelto la strada della quotazione in borsa e che dunque hanno attribuito una valenza maggiore ai fattori "favorevoli" rispetto a quelli "ostativi"¹²⁰.

Alcuni studi negli ultimi anni sono stati condotti con l'obiettivo non solo di identificare le determinanti della quotazione delle aziende, ma anche l'esistenza di un ordine di priorità fra le stesse¹²¹. Sulla base delle evidenze empiriche rilevate, oltre ai

¹¹⁸ Cfr. BRAU JAMES C., FAWCETT STANLEY E. (2006), "Initial Public Offering: An Analysis of Theory and Practice", op.cit.

¹¹⁹ Salomon, nel raccontare la propria esperienza di imprenditore che decide di quotare la propria azienda, ha messo in evidenza come, anche durante il processo decisionale, i consulenti tendano ad illustrare al soggetto economico prevalentemente, se non esclusivamente, i benefici dell'ingresso in borsa. L'Autore ha infatti affermato «what disadvantages might be attendant on going public were not readily apparent, and no one around me – associates or Wall Streeters – discusses them. I perceived no pitfalls and therefore made up my mind to proceed. This decision, based as it was on so many attractive possibilities, was to have a major impact on my subsequent business life». SALOMON RICHARD (1977), "Second thoughts on going public", op.cit.

¹²⁰ Tale aspetto risulta evidente in FERRARI GIAMPAOLO (1992), *Il giudizio sulla quotazione di un gruppo di "matricole"*, op.cit.

¹²¹ Con riferimento in particolare al caso italiano, si veda uno studio condotto da Francesco Perrini nel 1999, mediante questionario, su un campione di 25 piccole e medie aziende che si sono quotate nel triennio 1995-1997, indica la necessità di finanziare lo sviluppo quale principale determinante alla quotazione delle piccole e medie imprese, seguita dall'esigenza di diversificare le fonti di finanziamento, dalla volontà di aumentare la visibilità aziendale e di migliorare l'immagine e dal facilitare la crescita esterna. Cfr. PERRINI FRANCESCO (1999), *Le nuove quotazioni alla borsa italiana. Evidenze empiriche delle Pmi*, op.cit. Più recentemente un ulteriore studio condotto da Devecchi, Antoldi e Cifalinò su un campione di 76 aziende neo quotate a Milano, Francoforte, Londra e Parigi ha invece rilevato che le determinanti della decisione sono state – per le aziende quotate in Italia - primariamente la volontà di conciliare la crescita aziendale con la solidità dell'assetto economico-finanziario. Altre determinanti emerse dallo studio dei tre Autori citati sono state la necessità di finanziare un preciso progetto di investimento, garantire una maggior liquidabilità ai titoli rappresentativi del capitale e liquidare la partecipazione di alcuni dei soci aziendali. Le aziende quotate negli altri mercati europei analizzati hanno invece segnalato come principale determinante la volontà di finanziare precisi progetti di investimento e, secondariamente, la possibilità di garantire una maggior liquidabilità ai titoli e dunque agevolare il disinvestimento dei soci e lo smobilizzo dei capitali - a conferma dello studio di Rydqvist e Högholm. (Cfr. RYDQVIST KRISTIAN, HÖGHOLM KENNETH (1995), "Going public in the 1980s: Evidence from Sweden", op.cit.). Cfr. DEVECCHI CLAUDIO, ANTOLDI FABIO, CIFALINÒ ANTONELLA (2003), *La quotazione delle imprese. Cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali*, op.cit., pagg. 19-20. Infine, sempre con riferimento al caso italiano, uno studio di Franzosi e Pellizzoni condotto sulla base di 77 questionari inviati a aziende quotate nel periodo 1995-2002, di piccola e media dimensione ed operanti nei settori

già ricordati aspetti finanziari, fra le principali determinanti della decisione di quotarsi¹²² sembrano emergere anche le esigenze di sviluppo aziendale, nonché la possibilità di accrescere la visibilità aziendale e migliorare il capitale reputazionale¹²³.

Alcuni studi¹²⁴ hanno infine comparato aziende quotate con aziende rimaste “private”, prendendo a fondamento delle proprie considerazioni i dati economico-finanziari tratti dall’informativa dovuta pubblica (tratti cioè dai bilanci di esercizio o consolidati), dati che, tuttavia, a nostro parere non sono sufficientemente ed adeguatamente esplicativi dei percorsi che guidano alla formulazione ed alla successiva valutazione strategica della quotazione in borsa.

L’evoluzione delle evidenze empiriche supporta la considerazione che la formulazione dell’opzione della quotazione in borsa muova da diversi fattori, sia esogeni sia endogeni all’azienda, alcuni dei quali agiscono in modo da stimolare, altri invece da dissuadere la decisione.

L’esistenza di caratteristiche aziendali in grado di favorire la decisione della quotazione rappresenta uno stimolo forte ad intraprendere un percorso valutativo in tal senso. Si pensi ad esempio ai casi in cui risulti necessario, per il soggetto economico, consentire l’uscita di uno o più soci che non concordano sul futuro sviluppo strategico dell’azienda, oppure alle situazioni in cui si ritenga indispensabile

industriali e dei servizi non finanziari, ha in parte confermato gli studi precedenti, rilevando che le principali motivazioni della quotazione sono state, nell’ordine: la raccolta di capitale per finanziare lo sviluppo, la crescita di visibilità sui mercati di interesse, l’apertura di un canale per futuri finanziamenti *equity*, l’ottenimento di una valutazione sul mercato, il miglioramento dell’immagine della società, la riorganizzazione aziendale, la possibilità di rafforzare la struttura finanziaria, la volontà di reperire capitale genericamente e, infine, l’ottenimento di benefici fiscali (nel periodo oggetto di indagine, in particolare, erano in vigore incentivi alla quotazione – Legge Tremonti e SuperDit – e meccanismi di fiscalità – *Dual income tax* (Dit) - in grado di favorire l’accesso alla Borsa). Cfr. FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), *Gli effetti della quotazione. Evidenza dalla mid & small caps italiane*, op.cit.

¹²² Cfr. sul tema anche MAZZOLA PIETRO, MARCHISIO GAIA (2002), “The Role of Going Public in Family Businesses’ Long-Lasting Growth: A Study of Italian IPOs”, in *Family Business Review*, vol. XV, no. 2, June.

¹²³ Tale aspetto è emerso recentemente in uno studio empirico di Marchisio e Ravasi del 2002. Cfr. RAVASI DAVIDE, MARCHISIO GAIA (2003), “Going Public and the Enrichment of a Supportive Network”, *Small Business Economics*, n. 21.

¹²⁴ Cfr. PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, op.cit.; BONACCORSI DI PATTI EMILIA (1999), “Fa bene quotarsi? Un confronto tra società quotate e non”, in *Banca impresa e società*, Anno XVIII, n. 2, agosto.

riequilibrare la struttura finanziaria o reperire le risorse per realizzare progetti di diversificazione o di internazionalizzazione. Tali caratteristiche endogene sono quindi elementi capaci di sostenere con forza l'esigenza di attuare il processo di analisi e valutazione della fattibilità e dell'opportunità di quotare l'azienda.

Di contro, alcune caratteristiche aziendali "ostative" sono in grado di ostacolare in modo rilevante l'attivazione del percorso valutativo, soprattutto nei casi in cui esse riguardino precipuamente il sistema ideologico-valoriale del soggetto economico. Ad esempio, tali aspetti sono particolarmente significativi nelle realtà in cui il nucleo imprenditoriale abbia una cultura conservatrice, oppure uno stile di leadership accentrata e poco condivisa.

I vincoli esogeni di tipo regolamentare, normativo e fiscale possono scoraggiare in modo significativo l'attivazione della valutazione della decisione della quotazione; si pensi indicativamente ai frequenti casi in cui la legislazione fornisca significativi "incentivi alla non quotazione"¹²⁵, aggravando la struttura dei costi aziendali, l'imposizione fiscale o la complessità gestionale per le imprese quotate.

Le opportunità regolamentari, normative e fiscali che possono favorire la decisione della quotazione difficilmente hanno rappresentato gli unici o comunque i principali fattori determinanti del percorso valutativo dell'ingresso in borsa. Tuttavia, situazioni recenti, anche in Italia, hanno evidenziato come alcuni interventi normativi siano stati in grado di stimolare in modo effettivo l'attivazione e l'accelerazione della valutazione in merito all'opzione di quotazione. A titolo di esempio si cita la Legge Tremonti, che, come evidenziato in precedenza, sembra aver incentivato l'ingresso in borsa di alcune aziende, agendo su un aspetto particolarmente gradito dagli imprenditori quale è la riduzione dell'imposizione fiscale.

Le crescenti pressioni competitive legate alla globalizzazione dei mercati, nonché la constatazione che il futuro successo delle aziende, anche piccole e medie, si gioca sempre di più in contesti internazionali e presuppone un salto dimensionale, ma soprattutto culturale, risulteranno quindi progressivamente, a parere di chi scrive, fra

¹²⁵ Cfr. DI STEFANO GIANCARLO (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pag. 234

le principali e decisive determinanti alla quotazione in borsa anche delle piccole e medie imprese.

In aggiunta occorre segnalare che interventi semplificativi non solo dell'iter di accesso alla borsa, ma anche delle condizioni per la successiva permanenza e l'eventuale uscita dal listino possono costituire un importante incentivo per favorire l'interesse di imprenditori e manager nei confronti della quotazione¹²⁶. Tale aspetto è evidente guardando alla crescita di attenzione riposta anche dalle aziende italiane nei confronti di mercati non regolamentati esteri, come ad esempio l'*Alternative Investment Market (Aim)* di Londra¹²⁷. Infatti una regolamentazione meno stringente sembra essere in grado di stimolare notevolmente anche le piccole aziende ad avvicinarsi alla borsa¹²⁸.

¹²⁶ Ad esempio si veda un articolo recente del Sole 24 Ore in cui si legge: «Le società europee potrebbero presto sbarcare più numerose a Wall Street. A rendere più probabile uno scenario di questo tipo ci sono infatti le recenti disposizioni della Sec (la Us Securities and Exchange Commission) che ha approvato minori vincoli al delisting. «La conseguenza, paradossalmente, potrebbe essere un aumento della doppia quotazione delle aziende europee - spiega l'avvocato Bruno Cova, Co-Chairman dello studio Paul Hastings -. Chi volesse, potrebbe infatti sempre tornare sui propri passi con il delisting». Dopo l'introduzione della Sarbanes-Oxley Act molte società non americane hanno lamentato l'onerosità della stessa, soprattutto in termini di spese per i controlli interni. «Diversi gruppi europei quotati a Wall Street - continua Cova - dopo l'entrata in vigore del Sox hanno valutato se delistarsi. Ma poi hanno rinunciato: in primo luogo perché, in termini di fattibilità legale, sarebbe stato molto difficile fare un delisting. Inoltre le stesse società, in caso di uscita dalla Borsa americana, non avrebbero certo dato un segnale di buona governance al mercato». La fuga da Wall Street non sembra infatti conveniente: una recente ricerca della commissione presieduta da Christopher Cox dimostra che le società quotate a Wall Street hanno una valutazione più elevata rispetto a quelle quotate su altri listini: in media il premio si attesta sul 13,9 per cento. Circa un mese fa la Sec è andata comunque incontro alle richieste delle società straniere. Con la recente regolamentazione della Sec, approvata lo scorso dicembre con il contributo dello studio Paul Hastings e dei partner Scott Sacks e Mike Zuppone, diventa infatti più facile uscire da Wall Street e, quindi, allo stesso tempo è più conveniente quotarsi». FESTA CARLO (2006), «La Sec dà una mano alle società europee», Il Sole 24 Ore, 14 gennaio.

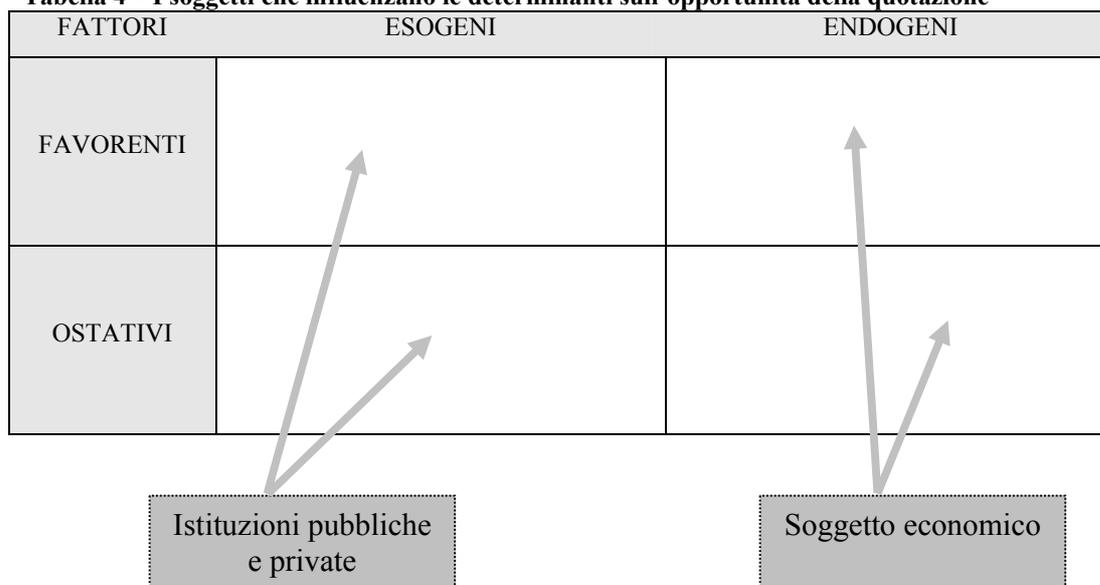
¹²⁷ In proposito si veda l'intervista al responsabile dell'Aim, Martin Graham in NIADA MARCO (2006), «Londra polo delle Pmi quotate», Il Sole 24 Ore, 14 gennaio.

¹²⁸ In un articolo del Sole 24 Ore si legge: «Con l'arrivo di Elitel e Muvis, il cui sbarco sul listino è previsto rispettivamente entro fine mese ed entro maggio, la pattuglia italiana all'Aim di Londra andrà al raddoppio. Sul listino "alternativo" londinese, dedicato in particolare alle piccole-medie imprese, sono già presenti Acta e Teleunit, oltre alla italo-israeliana Telit, ma in questi ultimi mesi il listino ha lanciato una campagna di marketing per attrarre nuovi investitori dal nostro paese e a breve terrà un mini road-show a Milano e Treviso. Ma perché quotarsi a Londra? Il motivo principale sembra legato alla maggiore flessibilità delle norme di quotazione, in particolare per le start-up.

La toscana Acta, in possesso di un brevetto per produrre catalizzatori senza platino per celle a combustibile, ha raccolto con l'ingresso all'Aim il 4 ottobre dello scorso anno 9 milioni di sterline, quasi tutte destinate ad un aumento di capitale. Spiega Paolo Bert, ad di Acta: «Per noi si è trattato quasi di una scelta obbligata, il listino Expandi a Milano chiede una storia aziendale già consolidata, con due anni di bilanci. Noi invece eravamo ancora nella fase di raccolta del capitale, per procedere

Allo stesso tempo sembra essere già in atto un positivo cambio culturale da parte di alcune categorie di interlocutori aziendali, i quali mostrano un favorevole apprezzamento dello status di azienda quotata, fornendo, di fatto, un incentivo “esogeno” alla valutazione dell’opportunità di quotare l’azienda.

Tabella 4 – I soggetti che influenzano le determinanti sull’opportunità della quotazione



È opportuno dunque segnalare l’importanza che rivestono le Istituzioni pubbliche e private (organi legislativi, Consob, Borsa Italiana, associazioni degli industriali, comitati di autodisciplina ecc.) nel favorire ed incentivare, con i loro

poi all'avvio della produzione. Le regole dell'Aim - aggiunge Bert - sono flessibili e una start-up deve solo dimostrare di disporre di fondi sufficienti per 18 mesi. Gli obiettivi della quotazione sono stati raggiunti e ora stiamo valutando possibili acquisizioni».

Simile il ragionamento di Arturo Artom, fondatore di Muvis, società che ha introdotto tecnologie wi-fi nell'illuminazione domestica. «Abbiamo scelto l'Aim - dice Artom - perché è la sede ideale di una start-up e permette un accesso privilegiato ai capitali internazionali. Tecnicamente, sull'Expandi non avremmo potuto quotarci». ... Prima di Artom, sul listino di Londra, arriverà però a fine gennaio Elitel, società di tlc fondata da Elserino Piol (azionista di controllo attraverso i fondi Kiwi); nata nel 1998 e poi cresciuta puntando alle nuove tecnologie tra cui il Voip (voice over internet protocol ndr.). La società, che punta a raccogliere 25 milioni di euro, non ha vagliato specifiche alternative a Londra e considera Aim il punto di riferimento "naturale" per le società tecnologiche europee. La piazza di Londra, tuttavia, deve anche registrare un caso di delisting dall'Italia. Si tratta del gruppo immobiliare Norman, uscito dall'Aim lo scorso anno perché attraverso un'acquisizione avrebbe dovuto modificare l'oggetto sociale e dunque ripetere il processo di quotazione con costi aggiuntivi». ORLANDO LUCA (2006), “L'Italia verso il raddoppio sull'Aim”, Il Sole 24 Ore, 17 gennaio.

interventi, l'ingresso in borsa delle aziende¹²⁹, agendo sia sugli elementi “esogeni ostativi”, cercando di ridurli al minimo, sia su quelli “esogeni favorenti”, estendendoli ed aumentandone la portata (Tabella 4). L'importanza di tale percorso risulta evidente se si pensa al processo di progressiva integrazione europea dei mercati dei capitali – dovuto anche alla forte spinta verso una convergenza della regolamentazione che si è avuta negli ultimi anni con l'emanazione di Direttive e Regolamenti comunitari¹³⁰ – che richiede inevitabilmente di “definire” e “sostenere” il posizionamento dei mercati nazionali rispetto a quelli di altri paesi, al fine di non sminuirne l'attrattività e di non incentivare il *cross-listing* delle aziende italiane¹³¹.

Pur rimanendo ferma la centralità del soggetto economico nel processo decisionale che potrebbe portare l'azienda a quotarsi, e dunque nel favorire la definizione di condizioni “endogene favorenti”, le opportunità ed i vincoli “esogeni” devono essere adeguatamente monitorati e gestiti dalle Istituzioni preposte, al fine di apportare tempestivamente gli adeguati correttivi per non ostacolare la decisione delle aziende di accedere alla borsa.

Per quanto sin qui detto, è evidente la necessità di riconoscere alla quotazione in borsa una valenza estremamente significativa per il sistema socio-economico non solo nazionale, che va ben oltre gli aspetti finanziari, e che è in grado di produrre, come vedremo nel prossimo paragrafo, molteplici effetti sul sistema d'azienda.

1.4. Gli “effetti” dell'ingresso in borsa

Un ulteriore filone di studi condotti con riferimento alla quotazione delle imprese ha riguardato l'analisi degli “effetti” che l'ingresso in borsa comporta per l'azienda e per i suoi azionisti.

¹²⁹ Cfr. ZINGALES LUIGI (2004), “The costs and benefits of financial market regulation”, *EGCI Law working paper*, n. 21 April; QUAGLI ALBERTO (2005), *Comunicare il futuro*, op.cit., pag. 52.

¹³⁰ Cfr. RABITTI BEDOGNI CARLA (2005), “Mercati finanziari, tutela del risparmio e ruolo degli operatori”, Convegno Annuale Assiom, Monastier di Treviso, 22 ottobre; MCCREEVY CHARLIE (2006), “The New Global Regulatory Agenda in Financial Services: Framework for the Twenty-First Century”, *International Finance*, 9:3.

¹³¹ Cfr. PAGANO MARCO, RÖELL AILSA, ZECHNER JOSEF (2001), “The Geography of equity listing: why do companies list abroad?”, op.cit.

Innanzitutto è opportuno evidenziare che le caratteristiche delle aziende che decidono di quotarsi (settore di attività, dimensione, redditività ecc.) possono influenzare a priori gli “effetti” che tale decisione comporta¹³². Le aziende quotate potrebbero infatti aver deciso di entrare in borsa proprio in quanto risultano contraddistinte da alcune caratteristiche peculiari che hanno reso agevole o auspicabile tale decisione e che, in ultima istanza, si riflettono nelle dinamiche aziendali registrate dopo l’offerta pubblica iniziale.

Tuttavia, lo studio *ex-post* degli “effetti” della quotazione sulle aziende¹³³, che talvolta sono rilevabili solo dopo un periodo piuttosto lungo di tempo, è in grado di fornire informazioni utili sui cambiamenti, di tipo economico-finanziario, organizzativo, competitivo ecc., effettivamente occorsi alle aziende che sono entrate in borsa.

La differenza fra “effetti attesi” ed “effetti reali” può dipendere, come è ovvio, innanzitutto da circostanze esogene all’azienda: ad esempio la ricerca di vantaggi fiscali che ha costituito una determinante della quotazione o più probabilmente solo un effetto atteso può non tradursi a posteriori in un effetto vero e proprio a causa di una riforma della normativa fiscale che annulla i benefici che erano stati previsti. Viceversa, una riforma fiscale inattesa al momento della formulazione e della valutazione della quotazione che venga invece successivamente varata dalle istituzioni politiche porterà l’azienda neo quotata ad ottenere effetti positivi inaspettati.

La discordanza può inoltre dipendere da circostanze soggettive dovute alla limitata capacità, da un lato, di valutare tutti i fattori che concorrono di fatto a

¹³² Come ha efficacemente evidenziato la Bonaccorsi Di Patti, infatti, «l’effetto della quotazione in borsa per le imprese è difficilmente scindibile dal punto di vista empirico dall’identificazione delle caratteristiche *ex ante* di chi si quota. ... Le società quotate potrebbero essere tali proprio perché hanno determinate caratteristiche che hanno reso loro conveniente accedere alla borsa, e che a loro volta si riflettono negli indicatori di bilancio osservati *ex post*». BONACCORSI DI PATTI EMILIA (1999), “Fa bene quotarsi? Un confronto tra società quotate e non”, *op.cit.*, pag. 317.

¹³³ Per una efficace *review* dei contributi sul tema si veda FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), “Gli effetti della quotazione. Evidenza dalle mid & small caps italiane”, *BlitNotes* n. 13, giugno, pagg. 7 e ss.

determinare *ex-post* i cambiamenti aziendali, di tipo economico-finanziario ma non solo¹³⁴.

In molti casi infatti i benefici derivanti dalla quotazione possono essere percepiti e valutati in modo adeguato solo a posteriori¹³⁵.

È necessario tuttavia aggiungere che, talvolta, gli effetti rilevati a posteriori possono anche consistere in spiacevoli “sorprese”, in conseguenze inattese o comunque non adeguatamente valutate *ex ante*¹³⁶.

Lo studio delle dinamiche registrate dopo la quotazione si è concentrato prevalentemente sull’analisi di alcuni indicatori economico-finanziari degli andamenti aziendali, con riferimento alla crescita del fatturato, alla redditività, alle modifiche della struttura finanziaria e così via, al fine di stabilire “se” e “quali” effetti le aziende riscontrano dopo l’ingresso in borsa.

Su tali elementi di indagine le evidenze empiriche sinora ottenute non sembrano offrire risultati univoci, se non con riferimento al calo di profittabilità delle aziende in seguito alla quotazione¹³⁷.

¹³⁴ «Va comunque sottolineato che diverse fra le società intervistate che non avevano originariamente individuato tale obiettivo tra quelli a favore della quotazione, hanno successivamente potuto constatare la notevole ricaduta in termini di immagine derivante dalla Borsa. L’effetto è risultato particolarmente evidente nei rapporti di affari con altri Paesi, dove sono apprezzati fattori quali le garanzie di trasparenza e il controllo su taluni adempimenti societari esercitato da pubbliche autorità». FERRARI GIAMPAOLO (1992), *Il giudizio sulla quotazione di un gruppo di “matricole”*, op.cit., pag. 244.

¹³⁵ Ravasi ha ad esempio ricordato che «molte imprese sembrano in grado di valutare chiaramente i benefici derivanti dalla quotazione solo a posteriori. Accanto a obiettivi fondamentali, come la raccolta di capitale per finanziare la crescita, che sembrano guidare i processi decisionali e determinarne gli esiti, infatti, altri benefici, a volte altrettanto importanti, sembrano giungere in modo quasi inatteso». RAVASI DAVIDE (2002), “La quotazione in borsa delle imprese familiari”, op.cit., pag. 147.

¹³⁶ Cfr. SALOMON RICHARD (1977), “Second thoughts on going public”, op.cit.

¹³⁷ Si veda in merito DEGEORGE FRANÇOIS, ZECKHAUSER RICHARD (1993), “The reverse LBO Decision and Firm Performance: Theory and Evidence” *Journal of Finance*, 48; JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1994), “The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms”, *The Journal of Finance*, 49; PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1996), “The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy”, op.cit.; MIKKELSON WAYNE H., PARTCH MEGAN M., SHAH KSHITIJ (1997), “Ownership and operating performance of companies that go public”, *Financial Economics*, 44; CAI JUN, WEI JOHN K.C. (1997), “The investment and operating performance of Japanese initial public offerings”, *Pacific-Basin Finance Journal*, n. 5; PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, op.cit.; MAZZOLA PIETRO, MARCHISIO GAIA (2002), “The Role of Going Public in Family Businesses’ Long-Lasting Growth: A Study of Italian IPOs”, op.cit.; ERNST & YOUNG (2003), “Ipo: a route to growth? Class tracking 1998-2002”, www.ey.com; BALATBAT MARIA C.A., TAYLOR STEPHEN L., WALTER TERRY S. (2004),

Le ragioni addotte dai diversi Studiosi per spiegare la diminuzione della profittabilità aziendale dopo l'ingresso in borsa sono riconducibili all'incremento degli *agency cost* a causa della maggior separazione fra proprietà e controllo¹³⁸, alla volontà e capacità del management di scegliere il giusto *timing* della quotazione¹³⁹ (le cosiddette *windows of opportunity*)¹⁴⁰ per sfruttare il conseguimento di brillanti performance di breve periodo oppure, infine, alla presenza di condotte di *window*

“Corporate governance, insider ownership and operating performance of Australian initial public offerings”, *Accounting and Finance*, 44; FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), “Gli effetti della quotazione. Evidenza dalle mid & small caps italiane”, *BIItNotes* n. 13, giugno; BARUCCI EMILIO (2006), *Mercato dei capitali e corporate governance in Italia*, op.cit., pag. 164.

¹³⁸ Sul tema dei costi di agenzia (*agency cost*) la letteratura è cospicua. Su tutti si vedano il lavoro di JENSEN MICHAEL C., MECKLING WILLIAM H. (1976), “Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure”, *Journal of financial economics*, n. 3; BERLE ADOLF A., MEANS GARDINER C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York; DONALDSON GORDON (1963), “Financial Goals: Management versus Stockholders”, *Harvard Business Review*, May-June. Evidenze empiriche sono rinvenibili in JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1994), “The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms”, op.cit. In senso contrario si sono espressi Mikkelson, Partch e Shah che, in uno studio condotto su 283 IPO negli Stati Uniti nel periodo 1980-1983, hanno rilevato che la separazione fra proprietà e controllo non è correlata significativamente con i risultati operativi. Gli Autori hanno affermato infatti «we conclude that the changes in equity ownership that result from going public do not lead to changes in incentives that affect operating performance. ... Our evidence raises the question of why large declines in ownership stakes of officers and directors of firm that going public for the first time are unrelated to operating performance. One explanation is that managers’ and stock holders’ interests are closely aligned because officers and directors continue to hold substantial ownership stakes in the first years of public trading. In addition, after becoming publicly traded, alternative forces, such as compensation linked to stock price, potentially substitute for the incentive benefits of large ownership stakes of managers. ... The declines in performance appear to be associated primarily with offerings that include a large proportion of shares sold by current holders. We suspect that these declines in performance reflect the decision to go public following favourable performance rather than the consequences of changes in ownership». MIKKELSON WAYNE H., PARTCH MEGAN M., SHAH KSHITIJ (1997), “Ownership and operating performance of companies that go public”, op.cit., pag. 306.

¹³⁹ Cfr. RICHARDSON MICHAEL J. (1976), *Going Public*, Business Books, London, pagg. 5 e ss.; MIKKELSON WAYNE H., PARTCH MEGAN M., SHAH KSHITIJ (1997), “Ownership and operating performance of companies that go public”, op.cit.; CAI JUN, WEI JOHN K.C. (1997), “The investment and operating performance of Japanese Initial Public offering”, op.cit.; PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, op.cit.

¹⁴⁰ Jain e Kini non hanno tuttavia rilevato evidenze significative del legame fra l'avvento della quotazione in un *hot period*, sfruttando le *windows of opportunity*, e l'aumento delle probabilità di fallimento nei cinque anni successivi alla quotazione. Cfr. JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1999), “The Life Cycle of Initial Public Offering Firms”, op.cit.

*dr*essing delle performance contabili prima della quotazione per ottenere stime di crescita futura più elevate ed una migliore valutazione pre-IPO¹⁴¹.

Alcuni Autori hanno rilevato, nelle loro indagini empiriche, una crescita di alcuni elementi attivi del patrimonio delle aziende dopo la quotazione in Borsa¹⁴², altri anche una variazione significativa di altri indicatori (ad esempio flussi di cassa¹⁴³ o fatturato¹⁴⁴). Recenti ricerche¹⁴⁵ hanno, invece, concentrato l'attenzione sul

¹⁴¹ Cfr. JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1994), "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms", op.cit.; KHURSHED ARIF, PALEARI STEFANO, VISMARA SILVIO (2003), "The Operating and Share Price Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience", 16th Australasian Finance Conference, Sydney 17-19 December; DECHOW PATRICIA M., SLOAN RICHARD G., SWEENEY AMY P. (1996), "Causes and Consequences of Earning Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, N. 1, Spring. Per una visione introduttiva sul tema delle valutazioni d'azienda con riferimento alle stime di trasferimento del capitale proprio si veda BIANCHI MARTINI SILVIO, CINQUINI LINO, DI STEFANO GIANCARLO, GALEOTTI MICHELE (2000), *Introduzione alla valutazione del capitale economico*, Franco Angeli, Milano. Per approfondimenti si rimanda a GUATRI LUIGI (1994), *La valutazione delle aziende*, Milano, EGEA.

¹⁴² Cfr. MIKKELSON WAYNE H., PARTCH MEGAN M., SHAH KSHITIJ (1997), "Ownership and operating performance of companies that go public", op.cit., che si riferisce alle quotazioni sul mercato statunitense nel periodo 1980-1983; MAZZOLA PIETRO, MARCHISIO GAIA (2002), "The Role of Going Public in Family Businesses' Long-Lasting Growth: A Study of Italian IPOs", op.cit. Evidenze negative sono state riscontrate invece in PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1996), "The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy", op.cit. e da FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), "Gli effetti della quotazione. Evidenza dalle mid & small caps italiane", *BltNotes* n. 13, giugno.

¹⁴³ Cfr. KHURSHED ARIF, PALEARI STEFANO, VISMARA SILVIO (2003), "The Operating and Share Price Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience", op.cit., con riferimento alle aziende inglesi quotate fra il 1995 ed il 1999.

¹⁴⁴ Cfr. Cfr. ERNST & YOUNG (2003), "Ipo: a route to growth? Class tracking 1998-2002", op. cit., che evidenzia una crescita del fatturato nell'82% dei casi analizzati in un campione di 200 aziende quotate nel Regno Unito fra il 1998 ed il 2002. In merito si veda anche JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1994), "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms", op.cit. Per il caso italiano si veda FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), "Gli effetti della quotazione. Evidenza dalle mid & small caps italiane", *BltNotes* n. 13, giugno. Evidenze negative, con riferimento all'Italia, sono state invece riscontrate in PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1996), "The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy", op.cit.

¹⁴⁵ Un primo studio in tal senso è stato realizzato da Mayer e Alexander che, comparando le performance di grandi aziende industriali quotate e non nel Regno Unito nel periodo 1980-1987, hanno evidenziato come le società quotate investono di più e si sviluppano in modo più rapido rispetto a quelle non quotate. Cfr. MAYER COLIN P., ALEXANDER IAN (1991), "Stock Markets and Corporate Performance: A comparison of Quoted and Unquoted Companies", CEPR Discussion Paper, n. 571, August.

Ad una medesima conclusione non giungono però per l'Italia Belcredi e Gualtieri, che hanno rilevato invece solo un *return on sales* maggiore per le società quotate, rispetto a quelle non quotate, nel periodo antecedente la quotazione e nell'anno successivo, per perdere poi consistenza statistica nel periodo successivo. Cfr. BELCREDI MASSIMO, GUALTIERI PAOLO (1995), "Gli effetti della quotazione. Un'indagine empirica sulle società entrate in borsa nel periodo 1985-1990", in *Banche e*

confronto degli andamenti economico-finanziari di aziende quotate e di aziende rimaste invece “private”, simili per settore e per dimensione, arrivando, anche in questo caso, a conclusioni non sempre univoche.

Banchieri, 2. In generale però i due studi citati evidenziano differenze significative tra aziende quotate e non e nello specifico un maggior indebitamento ed un orientamento prevalente verso l’indebitamento a breve per le aziende non quotate.

Pagano, Panetta e Zingales nel 1996 hanno rilevato che le aziende quotate hanno mediamente un *Return on Investment* più elevato rispetto a quelle non quotate negli anni che precedono la quotazione, ma non al momento della quotazione o negli anni successivi. Gli Autori nel loro studio hanno evidenziato anche una minore crescita del fatturato delle aziende quotate dopo l’ingresso in borsa rispetto a quelle non quotate, un maggior livello di tasse pagate dalle aziende quotate, un calo del costo del credito bancario ed un aumento dell’interesse degli istituti di credito per lavorare con l’azienda neo quotata. Infine, ulteriori evidenze riguardano la maggior frequenza di cambiamenti negli assetti di controllo proprietari nelle aziende quotate rispetto a quelle non quotate e l’utilizzo delle risorse raccolte prevalentemente per ridurre il debito ed acquisire quote di capitale in altre aziende o comunque effettuare investimenti di tipo finanziario. Cfr. PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1996), “The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy”, op.cit.

La Bonaccorsi Di Patti ha realizzato uno studio che ha riguardato un gruppo di aziende non finanziarie, di proprietà non pubblica e non recentemente privatizzate, quotate a Milano nel 1991 e che sono rimaste quotate anche nel quinquennio successivo. Le 47 aziende individuate sono state confrontate con altrettante aziende operanti nel medesimo settore e simili per dimensione (sulla base del fatturato conseguito nel 1992). Lo studio ha rilevato in particolare che:

- le aziende non quotate sono cresciute moderatamente di più rispetto a quelle quotate;
- le imprese non quotate hanno un rapporto fra indebitamento e mezzi propri più elevato ed un indebitamento più orientato al breve;
- le aziende quotate hanno più immobilizzazioni detenute in forma di partecipazioni ed immobilizzazioni maggiori delle non quotate;
- la redditività è simile per le due tipologie di aziende.

L’autrice, in linea con Pagano, Panetta e Zingales, conclude dicendo che le aziende quotate sembrano tendere a svolgere una funzione di raccolta esterna di capitali e redistribuzione di tali risorse nel gruppo. Cfr. BONACCORSI DI PATTI EMILIA (1999), “Fa bene quotarsi? Un confronto tra società quotate e non”, op.cit. In merito a quest’ultimo aspetto si veda anche BUZZACCHI LUIGI, PAGNINI MARCELLO (1995), “Diritti di proprietà e mercati interni dei capitali nel modello d’impresa italiana”, *L’Industria*, a. XVI, n. 3, luglio-settembre.

Franzosi e Pellizzoni per l’ufficio *Research & Development* della Borsa Italiana nel 2005 hanno condotto uno studio su 127 piccole e medie aziende non finanziarie che si sono quotate in Italia nel periodo 1995-2002 con la finalità di indagare gli effetti della quotazione. Gli autori hanno rilevato una relazione positiva fra quotazione e crescita aziendale, in quanto le aziende che si quotano sono caratterizzate da elevati tassi di sviluppo che si mantengono nel tempo dopo la quotazione. In particolare le risorse acquisite con la quotazione vengono prevalentemente destinate alla crescita per vie esterne, realizzando fusioni ed acquisizioni. Ciò si discosta da quanto era stato rilevato, con riferimento al periodo 1982-1992, da Pagano, Panetta e Zingales per le aziende “indipendenti” neo quotate. Anche nello studio in oggetto è stata rilevata una flessione di alcuni indicatori economico reddituali (in particolare del ROI e del ROA) dopo la quotazione, oltre ad una riduzione del *leverage* nell’anno di quotazione, seguito però negli anni successivi da un ripristino del livello di indebitamento preesistente. Cfr. FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), “Gli effetti della quotazione. Evidenza dalla mid & small caps italiane”, op.cit.

I risultati dei numerosi studi condotti negli ultimi anni hanno segnalato comunque, in generale, come siano di assoluto rilievo gli effetti di tipo finanziario della quotazione in borsa.

Occorre precisare che i titoli oggetto di quotazione possono essere azioni di nuova emissione oppure titoli già in circolazione e che vengono messi in vendita; nel primo caso, come noto, siamo in presenza di una *offerta pubblica di sottoscrizione* (OPS), che consente di far affluire nelle casse aziendali l'intera liquidità derivante dall'operazione di quotazione, mentre nel secondo caso si parla di *offerta pubblica di vendita* (OPV) ed in tale circostanza, essendo i soci a vendere le proprie azioni, non vi sarà quindi alcun aumento di capitale né benefici per la liquidità aziendale¹⁴⁶. Frequentemente vengono proposte *offerte miste*, di vendita e sottoscrizione (OPVS)¹⁴⁷, in modo tale da consentire lo smobilizzo di tutto o parte dell'investimento dei soci attuali, ma consentendo anche all'azienda di acquisire nuove risorse¹⁴⁸.

Spesso la quotazione si inserisce infatti in un processo di *ristrutturazione finanziaria*, finalizzato principalmente a ridurre l'indebitamento aziendale¹⁴⁹ quando quest'ultimo abbia raggiunto un livello giudicato non più "fisiologico" dai finanziatori esterni¹⁵⁰. La riduzione del *leverage* consente, in prospettiva, di attivare

¹⁴⁶ Nel 2004, ad esempio, solo il 13,6% delle risorse raccolte con le IPO realizzate nel corso dell'anno ha contribuito a ricapitalizzare le aziende quotande, mentre oltre l'86% ha sostenuto il disinvestimento dei soci. Fonte: Il Sole 24 ore del 4 gennaio 2005, pag. 28.

¹⁴⁷ Ad esempio, con riferimento alle 221 IPOs realizzate in Italia nel periodo 1985-2001, il 43% è stata una offerta mista, il 31,7% un'offerta di sottoscrizione e il restante 25,3% una offerta di vendita. Cfr. RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, op.cit., pagg. 86 e ss.

¹⁴⁸ La distinzione fra le tipologie di offerta (OPV e OPS) ha importanza non solo dal punto di vista economico-finanziario, ma anche per la valutazione di convenienza dell'operazione; ad esempio, per quanto riguarda l'analisi dei costi connessi all'operazione, normalmente nel caso di OPV una parte delle spese è a carico dei soci e non dell'azienda.

¹⁴⁹ In tal senso l'indagine empirica contenuta in BARUCCI EMILIO (2006), *Mercato dei capitali e corporate governance in Italia*, op.cit., pag. 164.

¹⁵⁰ È evidente infatti che l'aumentare dell'indebitamento oltre limiti ritenuti "fisiologici" dai finanziatori esterni tenderà a condurre a un livello crescente dell'onerosità dei capitali di debito. Si vedano in merito GIANNESSE EGIDIO (1982), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento*, Giuffrè, Milano, pagg. 21 e ss, CARAMIELLO CARLO (1993), *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano, pagg. 211 e ss., BIANCHI MARTINI SILVIO (1996), *La politica dei rischi nel sistema delle decisioni finanziarie d'azienda*, Edizioni Il Borghetto, Pisa, pag. 249 e ss. Per la disamina delle implicazioni dei costi del dissesto finanziario (*Bankruptcy costs*) si rimanda all'ampia letteratura disponibile. Per una sintetica disamina e per interessanti spunti bibliografici si rinvia a ROSS STEPHEN A., WESTERFIELD RANDOLPH W., JAFFE JEFFREY F.

ulteriormente l'indebitamento come fonte di finanziamento ed a condizioni tendenzialmente più favorevoli¹⁵¹. Infatti, il miglioramento dello *standing* creditizio dell'azienda, dovuto anche all'incremento di credibilità per lo *status* di azienda quotata, e la presenza di un maggior capitale di rischio, nonché la possibilità di attuare in modo più agevole successivi aumenti di capitale contribuiscono ad attenuare il rischio percepito dai finanziatori e, di conseguenza, agevolano l'ottenimento di più favorevoli condizioni di finanziamento¹⁵². La riduzione del costo

(1997), *Finanza aziendale*, Edizione italiana a cura di CAPRIO LORENZO, Il Mulino, Bologna, pagg. 549 e ss e BRUSA LUIGI, GUELFY SILVANO, ZAMPOGNA LUCIANA, op.cit., pagg. 242 e ss.

¹⁵¹ Cfr. ONADO MARCO (2004), *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Il Mulino, Bologna, pagg. 182 e 183.

¹⁵² Pagano, Panetta e Zingales hanno documentato per la prima volta come le aziende che si quotano (con riferimento però solo a quelle "indipendenti" e non risulta confermata per i cosiddetti *carve out*, cioè per la quotazione di aziende che fanno parte di gruppi già quotati) beneficiano di una riduzione del costo del credito bancario dopo l'IPO. Essi inoltre hanno rilevato come tali aziende accedano in seguito alla quotazione ai finanziamenti da parte di un maggior numero di banche, riducendo la concentrazione dei prestiti. Il minor costo del credito sembra trovare spiegazione dai miglioramenti indotti nella trasparenza informativa e da una maggior forza contrattuale acquisita nei confronti degli istituti di credito. Cfr. PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", op.cit., pag. 36; KRIPS NEWMAN PAULINE (1985), "The Pros and Cons of Going Public", in *Sam Advanced Management Journal*, Winter.

Anche se ormai datati, ci pare opportuno segnalare i risultati emersi da una ricerca pubblicata nel 1988 e condotta da Gualtieri su un campione che comprende tutte le offerte di azioni finalizzate alla quotazione in borsa di aziende industriali realizzate nel periodo che va dal 1961 al febbraio del 1985. La ricerca si è svolta con l'intento di raggiungere due chiari obiettivi: 1. individuare gli eventuali benefici, in termini di dimensioni e costo dei flussi di mezzi finanziari, per un'azienda industriale derivanti dalla quotazione in borsa; 2. esaminare la politica dei dividendi condotta dalle aziende quotate nel periodo in esame. In particolare la ricerca in oggetto ha riguardato 31 aziende industriali, di cui l'84% si è quotata dopo il 1981.

L'Autore ha cercato innanzitutto conferma dell'assunto in base al quale "uno dei vantaggi teorici tipici della quotazione alla borsa valori per un'azienda è sicuramente la possibilità di ricorrere al mercato dei capitali *in ogni momento e in tempi relativamente brevi*". In effetti si è rilevato che la maggior parte delle aziende analizzate, dopo un periodo relativamente breve dalla quotazione, hanno fatto nuovamente ricorso al mercato ed inoltre le operazioni di raccolta di capitale realizzate sono state, nella maggioranza dei casi, di dimensioni relativamente elevate rispetto al "passivo finanziario". Se ne consegue che la maggior parte delle aziende hanno considerato il mercato come una interessante fonte di finanziamento e che la quotazione ha consentito un ampliamento delle fonti disponibili.

Un ulteriore aspetto analizzato da Gualtieri riguarda la considerazione che «la quotazione in borsa dovrebbe avere anche un effetto moltiplicativo della capacità creditizia dell'azienda che dovrebbe veder aumentato il proprio potere contrattuale nei rapporti con i terzi finanziatori», dovuto ai miglioramenti attuati nella struttura finanziaria e nell'immagine derivante dallo status di azienda quotata. Anche in questo caso, pur tenendo conto dei limiti intrinseci dell'analisi, per i quali si rimanda al lavoro originario, si è rilevato che probabilmente la quotazione ha agevolato le aziende anche nel ricorso al credito, con riferimento all'ampiezza dell'affidamento ottenuto (nuovi mutui). In proposito, si è rilevato anche che la quotazione di per sé non sembra aver consentito una riduzione del costo della raccolta di finanziamenti, in quanto tale costo è di difficile determinazione ed inoltre subisce

del denaro connessa al miglioramento dello *standing* aziendale e la possibilità di acquisire ulteriori fonti di capitale di debito possono consentire inoltre un miglior sfruttamento dell'effetto di *leverage* positivo.

La decisione di quotarsi conferisce quindi la possibilità di accedere ad un nuovo e stabile¹⁵³ canale di finanziamento¹⁵⁴ per sostenere le opportunità di crescita aziendali interne ed esterne¹⁵⁵ - si parla in proposito di *opzioni strategiche o reali* -¹⁵⁶, che può essere opportunamente attivato nel tempo per soddisfare le esigenze finanziarie dell'impresa¹⁵⁷. Inoltre, il capitale di rischio rispetto all'indebitamento

l'influenza di molteplici fattori, endogeni ma anche esogeni – quali l'andamento dei tassi di interesse, il settore di attività, l'area geografica e così via –.

Infine la ricerca citata ha anche rilevato che, dall'esame delle operazioni di emissione di nuove azioni e della politica dei dividendi attuata dalle aziende del campione, il costo dei mezzi propri è stato ridotto, soprattutto perché i rendimenti reali riconosciuti agli azionisti sono stati particolarmente esigui. Cfr. GUALTIERI PAOLO (1988), *Gli effetti della quotazione ufficiale di borsa sulla gestione finanziaria aziendale*, op.cit.

¹⁵³ Forestieri e Mottura in proposito affermano “Il carattere di «residualità» dei diritti economici dell'azionista è particolarmente qualificante e caratterizzante poiché [...] consente al prestatore (la società) un controllo pressoché totale delle risorse finanziarie ricevute a titolo di capitale proprio...”. FORESTIERI GIANCARLO, MOTTURA PAOLO (2002), *Il sistema finanziario*, EGEA, Milano, pag. 137.

¹⁵⁴ Cfr. RÖELL AILSA (1996), “The decision to go public: An overview”, op.cit.; MAHÉRAULT LOÏC (2000), “The Influence of Going Public on Investment Policy: An Empirical Study of French Family-Owned Businesses”, *Family Business Review*, vol. XIII, n. 1, March; KIM WOOJIN, WEISENBACH MICHAEL S. (2005), “Do firms go public to raise capital”, *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, March.

¹⁵⁵ Scrive Bertini: “Una volta, infatti, si poteva parlare di «sviluppo interno» avendo riguardo a quei casi in cui l'organizzazione non varcava i confini dell'azienda, mentre lo «sviluppo esterno» presupponeva quasi sempre l'unione di più organizzazioni che, integrandosi, finivano per dar vita ad una nuova forma organizzativa. Oggi la realtà si presenta molto più complessa. [...] In questo contesto, diventano determinanti, ai fini della caratterizzazione dei due tipi di sviluppo, le «circostanze» nelle quali il processo di sviluppo viene concepito e prende forma. Queste possono essere legate a situazioni di carattere «prevalentemente interno» ovvero «prevalentemente esterno». Peraltro le problematiche operative dello sviluppo interno potranno risultare non molto dissimili da quelle dello sviluppo esterno, avendo quasi sempre, i due tipi di sviluppo, un fondamento aziendale comune”. BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pagg. 49 e ss.

¹⁵⁶ «Le opzioni reali possono essere definite come particolari opportunità di creazione di valore che potrebbero dischiudersi per l'impresa in futuro». DONNA GIORGIO (1999), *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci Editore, Roma, pag. 96. Per approfondimenti sul tema delle opzioni strategiche si veda GALEOTTI MICHELE (2000), Gli aspetti dinamici della gestione prospettica: la “razionalità” delle stime reddituali e finanziarie, in BIANCHI MARTINI SILVIO, CINQUINI LINO, DI STEFANO GIANCARLO, GALEOTTI MICHELE, *Introduzione alla valutazione del capitale economico*, op.cit., pagg. 101 e ss., DONNA GIORGIO (1992), *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, op.cit., pagg. 257 e ss.

¹⁵⁷ Perrini afferma in proposito che «Con l'espressione *gestione della quotazione*, infatti, si intende l'attenzione che l'impresa deve prestare tanto alla fase decisionale prima della quotazione che alla fase in cui i titoli sono già quotati, quanto alla possibilità di sfruttare prontamente ogni occasione di

permette di ottenere una maggior flessibilità sia nei tempi sia nelle modalità di remunerazione e di rimborso, riducendo di fatto le esigenze di *cash flow* “a servizio del finanziamento” e consentendo, quindi, di correlare la remunerazione di tale fonte di finanziamento alla situazione economico-finanziaria aziendale contingente¹⁵⁸.

L'ingresso in borsa può permettere quindi di sviluppare l'azienda al di là delle disponibilità finanziarie della compagine societaria o della famiglia imprenditoriale consentendo, conseguentemente, di non rinunciare ad interessanti prospettive di investimento a causa delle pur sempre limitate risorse dell'imprenditore e della famiglia.

L'eventuale maggior liquidità acquisita in caso di OPS inoltre può, in molti casi, consentire di attivare percorsi di crescita esterna mediante la realizzazione di opportune acquisizioni¹⁵⁹. Avere azioni quotate può permettere, infatti, di instaurare alleanze strategiche senza esborsi di denaro, rendendo più agevole attuare scambi azionari al fine di consolidare accordi “industriali” tramite partecipazioni finanziarie.

Ulteriori effetti connessi alla quotazione possono riguardare l'aspetto fiscale, in quanto l'assoggettamento delle aziende quotate a regole più incisive di trasparenza contabile, nonché la frequente esistenza di incentivi per manager e dipendenti legati ai risultati contabili o alle performance del titolo in borsa, possono limitare la possibilità di elusione ed evasione e tendono a far crescere i risultati contabili ante-

reperimento di risorse finanziarie». PERRINI FRANCESCO (1999), *Le nuove quotazioni alla borsa italiana. Evidenze empiriche delle PMI*, op.cit., pag. 38.

¹⁵⁸ Cfr. JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pagg. 16 e ss. Belcredi e Gualtieri in proposito hanno rilevato che «sembrerebbe che le società quotate effettuino gli aumenti di capitale in occasione della quotazione, presumibilmente migliorando la struttura finanziaria e che successivamente incrementino i debiti a lungo termine ritornando tendenzialmente, verso un rapporto tra debiti a lungo termine e mezzi propri simile a quello che presentano prima della quotazione». BELCREDI MASSIMO, GUALTIERI PAOLO (1995), “Gli effetti della quotazione. Un'indagine empirica sulle società entrate in borsa nel periodo 1985-1990”, op.cit., pagg. 158-159.

¹⁵⁹ Cfr. ERNST & YOUNG (2003), “Ipo: a route to growth? Class tracking 1998-2002”, op. cit.; SALOMON RICHARD (1977), “Second thoughts on going public”, op.cit. Con riferimento alle aziende italiane Franzosi e Pellizzoni affermano in proposito: “La quotazione sembra aver dunque fortemente contribuito a favorire i processi di aggregazione industriale nel contesto economico italiano, sia attraverso il presumibile utilizzo di una quota consistente delle risorse raccolte con l'Ipo, sia favorendo l'emissione di titoli per operazioni di scambio azionario”. FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), “Gli effetti della quotazione. Evidenza dalle mid & small caps italiane”, *BlitNotes* n. 13, giugno, pag. 26. In tal senso anche BELCREDI MASSIMO, GUALTIERI PAOLO (1995), “Gli effetti della quotazione. Un'indagine empirica sulle società entrate in borsa nel periodo 1985-1990”, op.cit., pagg. 156-157.

imposte¹⁶⁰. L'effetto "fiscale" è amplificato dalla frequente riduzione dei costi deducibili dovuti all'indebitamento (principalmente gli interessi passivi) in seguito all'utilizzo di tutte o parte delle risorse raccolte con la quotazione per diminuire l'entità dei debiti finanziari e/o alla possibilità di rinegoziare le condizioni di prestito in virtù del riequilibrio del *leverage*. Tale effetto "negativo" è però mitigato, evidentemente, dall'esistenza di costi deducibili connessi alla quotazione (revisione contabile, consulenza, pubblicità ecc.). Conseguentemente all'aumento dei risultati contabili, la pressione fiscale tende a crescere, riducendo gli utili conseguiti e distribuibili sottoforma di dividendi agli azionisti¹⁶¹.

Altrettanto interessante rispetto allo studio degli effetti economico-reddituali, finanziari e fiscali indotti dal processo di quotazione è l'approfondimento dei cambiamenti organizzativi e dei meccanismi interni di funzionamento delle aziende in seguito alla decisione di quotare l'azienda in borsa. Tali cambiamenti si ricollegano alla esigenza di gestire la comunicazione aziendale¹⁶² in modo tempestivo e trasparente, di disporre di informazioni più accurate per i processi decisionali e di controllo, di aumentare le competenze e le professionalità presenti all'interno del sistema aziendale. Su tale aspetto le indagini empiriche sono particolarmente esigue e sembrano porre in evidenza come i maggiori cambiamenti in azienda dopo la quotazione siano riscontrabili nel sistema di comunicazione¹⁶³ (*investor relation*,

¹⁶⁰ Cfr. VERONA ROBERTO (2006), *Le politiche di bilancio*, Milano, Giuffrè.

¹⁶¹ Cfr. FABRIZIO STEFANO (1998), "Le prospettive di crescita del mercato azionario italiano", op.cit., pag. 18. Nello stesso senso anche PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1996), "The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy", op.cit.

¹⁶² Sul tema della comunicazione aziendale si vedano tra gli altri DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit.; CODA VITTORIO (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia d'impresa*, Torino, Giappichelli; CORVI ELISABETTA (1994), *Immagine e trasparenza nella gestione dell'impresa*, Torino, UTET; CORVI ELISABETTA (2000), *Comunicazione d'impresa e Investor Relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, op.cit.; ALVINO FEDERICO (2001), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, op.cit.; SALVIONI DANIELA, TEODORI CLAUDIO, (a cura di) (2003), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Milano, Franco Angeli; QUAGLI ALBERTO (2004), *Comunicare il futuro*, Milano, op.cit.

¹⁶³ Con riferimento ai riflessi della quotazione sulla comunicazione economico-finanziaria dell'azienda si veda ALVINO FEDERICO (2001), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, op.cit., pagg. 29 e ss.

procedure per la gestione e la comunicazione delle informazioni privilegiate o *price sensitive*¹⁶⁴ e così via), negli assetti di *corporate governance* (meccanismi a tutela degli azionisti di minoranza, istituzione di comitati in seno al consiglio di amministrazione, nomina di amministratori indipendenti, nomina di preposti al controllo interno e così via), nel controllo di gestione e nella pianificazione strategica e direzionale¹⁶⁵.

In particolare, ci pare opportuno segnalare che talvolta con la quotazione è possibile attenuare problemi di *governance* di tipo generazionale, sia garantendo all'azienda una continuità che i soci possono non essere in grado di assicurare, sia consentendo ai soci non realmente interessati ad offrire il proprio contributo in azienda di disinvestire, godendo di una valutazione "oggettiva" delle proprie azioni¹⁶⁶.

¹⁶⁴ Il primo comma dell'articolo 181 del TUF definisce l'informativa "privilegiata" come «un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari».

¹⁶⁵ In una ricerca di Burton, Helliard e Power condotta nel Regno Unito, che si basa sulle risultanze di nove interviste dirette e dei dati rilevati in centodieci questionari inviati ad altrettante aziende quotate nei due anni precedenti l'indagine, è infatti emerso che i principali cambiamenti registrati nel periodo prelude della quotazione e in quello successivo hanno riguardato le "*corporate governance procedures*", in particolare per l'esigenza di adempiere ai requisiti previsti dalla società di gestione del mercato ma anche per incontrare le aspettative della comunità finanziaria, soprattutto degli investitori istituzionali. Altri "effetti" della quotazione sono rinvenibili, secondo lo studio dei tre Autori britannici, nella funzione di *investor relations*, nella composizione del top management e nella scelta di consulenti, revisori ecc. BURTON BRUCE, HELLIARD CHRISTINE, POWER DAVID (2004), "The Role of Corporate Governance in the IPO Process: a note", in *Corporate Governance: An International Review*, Volume 12, Number 3, July.

Ferrari in uno studio del 1992 ha rilevato che «l'impatto della quotazione per la struttura e l'organizzazione aziendale si è rivelato più contenuto per quelle società che già disponevano di sistemi di reporting e di controllo di gestione interni sufficientemente sviluppati e/o i cui bilanci erano già oggetto di certificazione indipendente. I nuovi adempimenti sono stati inoltre meno sentiti nelle aziende più grandi, dove già esisteva una struttura di dimensioni significative, o nelle imprese in forte crescita, dove le eventuali assunzioni di personale rese necessarie sono state in sostanza assorbite nel più generale contesto dell'ampliamento dell'attività ... Va comunque sottolineato come in più di un caso sia stata messa in rilievo la ricaduta positiva esercitata dall'insieme di obblighi e scadenze imposti dalla quotazione sull'organizzazione aziendale, dal punto di vista della spinta verso un miglioramento dei sistemi di reporting interni e di una maggiore tempestività degli stessi». FERRARI GIAMPAOLO (1992), *Il giudizio sulla quotazione di un gruppo di "matricole"*, op.cit., pag. 246 e ss.

¹⁶⁶ Ad esempio Ferruccio Ferragamo amministratore delegato della nota azienda del lusso italiana ha affermato in una recente intervista: «Abbiamo deciso di quotare il marchio per crescere ancora. Ma anche per dare più libertà ai quaranta azionisti – fratelli, figli, nipoti della nostra numerosa famiglia che detiene il 100% del gruppo – di decidere in che misura restare o uscire». QN Quotidiano Nazionale, giovedì 3 agosto 2006, pag. 24.

Altri effetti riguardano ad esempio il miglioramento del cosiddetto “capitale sociale e reputazionale” dell’azienda, con ricadute benefiche sulla capacità di avere accesso alle risorse necessarie ed alle opportunità migliori per sostenere il business aziendale¹⁶⁷.

Una indagine empirica del 2002¹⁶⁸ ha rilevato infatti che alcuni cambiamenti nell’assetto istituzionale ed organizzativo delle aziende neo quotate in Italia rispondono principalmente alla necessità di conformarsi alle attese dei “nuovi” interlocutori delle aziende dopo la quotazione (investitori istituzionali, analisti finanziari ecc.)¹⁶⁹. In particolare, i cambiamenti segnalati sembrano essere connessi fra loro e dare quindi luogo ad una riconfigurazione aziendale che interessa tutti gli elementi chiave del funzionamento dell’azienda, dalla struttura e composizione degli organi di governo, ai sistemi di pianificazione e controllo, al sistema ideologico valoriale ecc. (Tabella 5).

Tabella 5 – I principali cambiamenti portati dalla quotazione: i risultati di una ricerca empirica

	Frequenza di risposte affermative
Consapevolezza di un’accresciuta visibilità di ogni decisione aziendale	91%
Adozione di strutture dedicate alla cura dei rapporti con l’esterno	88%
Insorgere della necessità di documentare all’esterno ogni decisione rilevante	76%
Adozione di nuove strutture di corporate governance	71%
Potenziamento delle strutture dedicate alla raccolta e all’elaborazione dei dati	71%
Aumento del tempo e dell’attenzione dedicata all’analisi e alla pianificazione strategica	62%
Aumento del peso dei dirigenti professionali	53%
Condizionamento dei tempi e dei processi aziendali rispetto alle esigenze di soggetti esterni	50%
Ridefinizione del sistema di incentivazione	41%
Rafforzamento del ruolo degli organi di governo (C.d.A.) rispetto agli organi direttivi	35%
Cambiamento di mentalità nella dirigenza	32%
Cambiamento di mentalità nei dipendenti	29%
Spostamento del peso in azienda di alcune funzioni o alcuni ruoli rispetto ad altri	29%
Cambiamento negli obiettivi e nelle logiche che guidano le decisioni	24%
Complicazione dei processi di governo e rallentamento delle decisioni strategiche	3%

Tratto da Ravasi, 2002, pag. 159¹⁷⁰

¹⁶⁶ RAVASI DAVIDE, MARCHISIO GAIA (2003), “Going Public and the Enrichment of a Supportive Network”, op.cit.

¹⁶⁷ RAVASI DAVIDE, MARCHISIO GAIA (2003), “Going Public and the Enrichment of a Supportive Network”, op.cit.

¹⁶⁸ RAVASI DAVIDE (2002), “La quotazione in borsa delle imprese familiari”, op.cit.

¹⁶⁹ Cfr. USEEM MICHAEL (1996), “Shareholders as a Strategic Asset”, op.cit.

¹⁷⁰ Lo studio di Ravasi è stato realizzato sulla base di un’indagine empirica che ha coinvolto 35 aziende che si sono quotate in Italia fra il 1995 ed il giugno 2000.

Un altro studio recente condotto da Devecchi, Antoldi e Cifalinò¹⁷¹ ha concentrato l'attenzione sui sistemi direzionali delle aziende ed ha rilevato che effetti rilevanti della quotazione hanno riguardato i sistemi di comunicazione esterna, di pianificazione strategica e di programmazione e controllo. L'intensità del cambiamento rilevato dai ricercatori non ha mostrato però i caratteri di "rottura"; piuttosto è stato segnalato il carattere "evolutivo" di tali cambiamenti, molti dei quali, presumibilmente, sarebbero avvenuti comunque anche se l'azienda fosse rimasta "privata", anche se in modo decisamente più lento e graduale.

Gli Autori hanno inoltre rilevato che esiste una correlazione fra l'efficacia dei sistemi direzionali analizzati (in particolare pianificazione strategica, programmazione e controllo, sviluppo organizzativo, gestione del personale e comunicazione esterna) e la capacità dell'azienda di gestire le relazioni con i suoi interlocutori. Tale correlazione, già esistente prima della quotazione, è diventata più "forte" in seguito a tale decisione¹⁷².

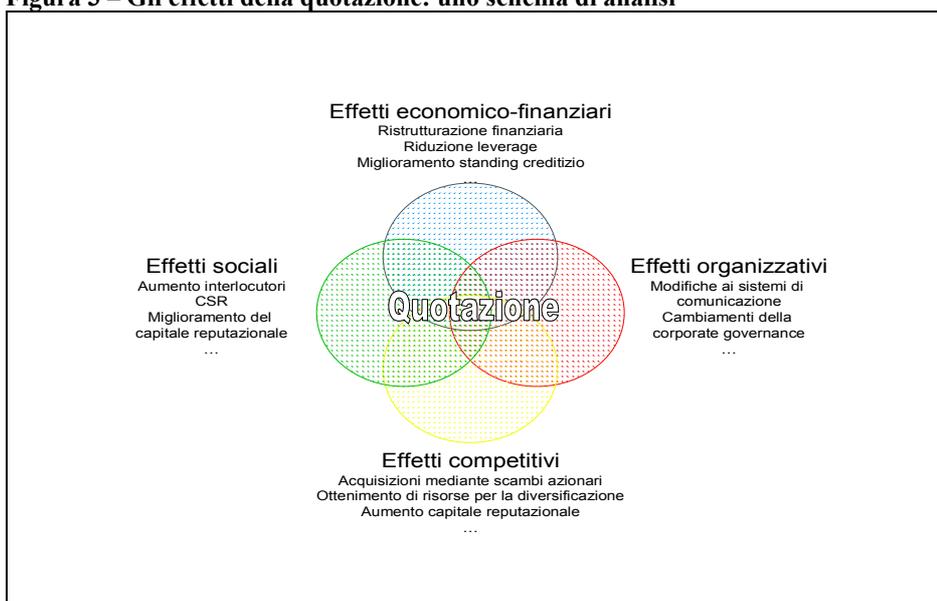
Gli studi in merito agli "effetti" della quotazione in borsa, per quanto si siano prevalentemente concentrati sugli aspetti economico-finanziari (redditività, investimenti, indebitamento, tassazione ecc.), hanno quindi progressivamente iniziato a volgere l'attenzione anche nei confronti di altre direttrici di analisi, concentrandosi di volta in volta anche sugli "effetti" di tipo organizzativo (modifica delle strutture e delle procedure di *governance* e controllo, introduzione di strumenti di controllo di

¹⁷¹ Cfr. DEVECCHI CLAUDIO, ANTOLDI FABIO, CIFALINÒ ANTONELLA (2003), *La quotazione delle imprese. Cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali*, op.cit., pagg. 19-20.

¹⁷² Il carattere evolutivo di molti cambiamenti conseguenti alla quotazione è stato confermato da un altro studio condotto da Borsa Italiana. In tale studio si è evidenziato che talvolta le modifiche nei sistemi organizzativi e di *governance* delle aziende neo quotate sono state solamente accelerate dalla quotazione, talaltra invece tali mutamenti non si sarebbero verificati, a detta degli intervistati, in assenza della quotazione. In particolare i cambiamenti incrementali indotti dalla quotazione hanno riguardato principalmente il controllo di gestione ed i sistemi di pianificazione strategica, mentre cambiamenti più radicali o vere e proprie "innovazioni" hanno interessato i sistemi di comunicazione esterna e di *governance* e controllo interno. È interessante inoltre evidenziare che circa l'80% degli intervistati ha affermato che i cambiamenti introdotti hanno creato valore, rappresentando un importante elemento di cui, nel medio-lungo termine, le aziende possono beneficiare. Cfr. FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), "Gli effetti della quotazione. Evidenza dalle mid & small caps italiane", *BltNotes* n. 13, giugno.

gestione più efficienti ecc.), sociale (aumento degli interlocutori aziendali, crescita del capitale reputazionale ecc.) e competitivo (acquisizioni di aziende, internazionalizzazione ecc.).

Figura 3 – Gli effetti della quotazione: uno schema di analisi



Le risultanze dei molti studi realizzati a livello internazionale negli ultimi anni sembrano far emergere, in conclusione, l'esigenza di integrare le diverse prospettive di analisi in un'ottica sistemica (Figura 3), al fine di considerare al momento della valutazione della possibilità di quotare l'azienda tutte le prospettive rilevanti: quella finanziaria, dunque, ma affiancata da quella organizzativa, sociale e competitiva nonché, come vedremo più avanti, anche dalla prospettiva ideologico-valoriale.

1.5. I costi della quotazione

Una ulteriore direttrice di analisi del processo di quotazione seguita da alcuni studiosi riguarda i costi dell'accesso al mercato borsistico¹⁷³; tale filone di studi si

¹⁷³ Si vedano fra gli altri PIVATO GIORGIO (1976), "La quotazione di borsa di aziende societarie", op.cit.; RITTER JAY (1987), "The Costs of Going Public", op.cit.; RUBINO SALVATORE (1989),

sovrappone in parte sia all'analisi delle determinanti della quotazione sia allo studio degli effetti dell'accesso alla borsa, in quanto l'analisi preventiva dei costi può costituire un elemento in grado di favorire o scoraggiare la scelta di quotarsi e, allo stesso tempo, è evidente che il sostenimento degli stessi ne costituisca anche uno degli effetti.

La valutazione dei costi conseguenti all'eventuale decisione di quotare l'azienda è un passaggio delicato ma fondamentale, che permette di pervenire ad un giudizio di sintesi sulla onerosità della scelta di entrare in borsa¹⁷⁴.

In tal senso, in questo paragrafo ci proponiamo di offrire una sintetica rassegna dei principali costi connessi alla quotazione introducendo alcune possibili modalità di classificazioni degli stessi¹⁷⁵.

Il processo di quotazione è caratterizzato da una grande complessità che, come è ovvio, richiede il sostenimento di costi per progettare, decidere e realizzare

“Gli aspetti economici della creazione e del funzionamento della rete nazionale” in GILARDONI ANDREA (a cura di), *Un nuovo mercato mobiliare per piccole e medie imprese*, op.cit., pagg. 269 e ss.; LEE INMOO, LOCKHEAD SCOTT, RITTER JAY, ZHAO QUANSHUI (1996), “The cost of raising capital”, in *The Journal of Financial Research*, Vol. XIX, no. 1, Spring; BEATTY RANDOLPH P., WELCH IVO (1996), “Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 39, n. 2, October; PETRELLA GIOVANNI (1997), *I nuovi secondi mercati europei. Valutazione di convenienza alla quotazione di una PMI*, EGEA, Milano, pagg. 111 e ss.; GERVASONI ANNA (1999), “La quotazione in Borsa”, in GERVASONI ANNA (a cura di), *Finanziare l'impresa*, seconda edizione aggiornata, Il Sole 24 ore, Milano, pagg. 283 e ss.; CORVIN SHANE A., HARRIS JEFFREY H. (2001), “The Initial Listing Decision of Firms that Go Public”, op.cit.; BERRETTI CLAUDIO, DI MASSA FERNANDA, FARINA ANNA, ORSINI EMILIA, PELLIZZONI ENRICO (2002), “Attività, tempi e costi del processo di quotazione: un'analisi empirica per il periodo 1999-2001”, op.cit.; ROMANO GIULIA (2006), “I costi e le opportunità della quotazione: alcuni spunti di riflessione”, in MIOLO VITALI PAOLA (a cura di), *Problemi di costing in diversi contesti aziendali*, Edizioni Plus, Pisa; DRAHO JASON (2004), *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, op.cit., pagg. 36 e ss.

¹⁷⁴ Pivato in proposito ha affermato: «Le trattazioni sono state volte, prevalentemente, ad illustrare i vantaggi della quotazione di borsa per le società emittenti ... Ben di rado si è potuto leggere qualche timido accenno ad eventuali oneri e rischi che potrebbero prodursi a carico delle società per effetto della quotazione di borsa dei propri titoli. Ne è derivata una impostazione generale che sembra volutamente finalizzata “a tesi”. Si dovevano invece, a mio avviso, illustrare sia i pregi, sia gli eventuali aspetti negativi della quotazione in borsa; ne sarebbe emersa una più convincente dimostrazione della prevalenza dei primi sui secondi, con chiara conferma della utilità della quotazione di borsa, nei confronti sia delle società sia degli investitori in genere». PIVATO GIORGIO (1976), “La quotazione di borsa di aziende societarie”, op.cit., pag. 531.

¹⁷⁵ Si rimanda in merito anche al nostro ROMANO GIULIA (2006), “I costi e le opportunità della quotazione: alcuni spunti di riflessione”, op.cit.

l'ingresso sul mercato di Borsa¹⁷⁶. Anche la successiva permanenza sullo stesso richiede il sostenimento di ulteriori sacrifici per l'azienda che dovrebbero trovare adeguata compensazione nei benefici che la quotazione comporta.

Nell'ambito degli studi di finanza aziendale, l'attenzione si è concentrata prevalentemente sul costo del capitale e le problematiche analizzate hanno riguardato in modo precipuo tale aspetto¹⁷⁷.

Tuttavia, negli studi aziendali è necessario assumere una prospettiva di più ampio respiro. È ormai condiviso, infatti, che la quotazione comporti il sostenimento di costi elevati che non si limitano al costo del capitale ma che hanno molteplici origini.

Per analizzare i costi connessi alla quotazione è necessario includere nel computo anche i "costi psicologici", che rappresentano un sacrificio da sopportare in vista di una "remunerazione"¹⁷⁸. È opportuno dunque far riferimento anche ai cosiddetti "costi opportunità"¹⁷⁹, cioè ai mancati ricavi o profitti, derivanti dal fatto che prendendo una decisione in merito all'utilizzo delle risorse disponibili, l'azienda

¹⁷⁶ Gozzi in proposito ha affermato: «I costi di riconversione (così come i costi di ogni strategia di riposizionamento competitivo e strategico) possono essere delineati come quelli che l'impresa deve sostenere al fine di progettare, perseguire e realizzare il nuovo assetto organizzativo, produttivo, commerciale e finanziario, individuato come obiettivo della strategia. Tale definizione tende a privilegiare l'elemento di discontinuità, sia per ciò che concerne il contesto aziendale interno, sia per quanto attiene al posizionamento esterno. In altri termini ciò che è rilevante analizzare è il costo del cambiamento dell'impresa, finalizzato all'acquisizione o al recupero di vantaggio competitivi e/o alla ricerca o al recupero di redditività». GOZZI ANTONIO (1991), "Le strategie di riposizionamento", op.cit., pag. 33.

¹⁷⁷ «Secondo la teoria della finanza aziendale il costo della quotazione in borsa è pari al costo che l'impresa attualmente sopporta per raccogliere fondi a titolo di capitale di rischio. A tale costo ... si dovrebbero poi aggiungere i costi necessari per l'emissione delle nuove azioni, per gli adempimenti giuridici e per i servizi degli intermediari finanziari, anche se di importo trascurabile rispetto all'intera quotazione e comunque sostenuti "una tantum"». MIGLIETTA ANGELO (1994), *La valutazione di convenienza alla quotazione in borsa*, Etaslibri, Milano, pag. 3. In merito si veda anche PETRELLA GIOVANNI (1997), *I nuovi secondi mercati europei. Valutazione di convenienza alla quotazione di una PMI*, op.cit., pagg. 111 e ss.

¹⁷⁸ Cinquini parla di «un sacrificio, una rinuncia da sopportare in vista di una "remunerazione"; tale sacrificio risulta sottostante al valore monetario, che costituisce in questa ottica una sorta di "velo"». CINQUINI LINO (1997), *Strumenti per l'analisi dei costi Vol. 1*, Giappichelli, Torino, pag. 7. In merito si veda anche AMODEO DOMENICO (1976), *Le gestioni industriali produttrici di beni*, V Edizione, UTET, Torino, pagg. 459 e ss.

¹⁷⁹ «Opportunity cost is the measurable advantage foregone as a result of the rejection of alternative uses of resources whether of materials, labour, or facilities». Committee on Cost, Concepts and Standard (1952), "Report", in *The Accounting Review*, vol. XXVII, n. 2, New York.

si preclude la possibilità di impiegare in modo alternativo le medesime¹⁸⁰. Tali costi non hanno una contropartita finanziaria negativa e pertanto non sono individuabili nella contabilità generale di un'azienda né all'interno del bilancio d'esercizio¹⁸¹.

Vanno invece esclusi dalla valutazione di convenienza i cosiddetti "costi sommersi" (*sunk cost*), cioè i costi che sono stati già sostenuti dall'azienda e che non possono essere modificati a prescindere dalla decisione di quotarsi; ciò sulla base del "principio di rilevanza dei costi" che impone di considerare a fini conoscitivi e decisionali solo i costi "rilevanti", e cioè quelli "incrementali" che non si dovrebbero sostenere se l'azienda non si quotasse¹⁸².

È opportuno inoltre evidenziare che i costi della quotazione sono influenzati inevitabilmente da due elementi: il tempo e la complessità, in termini qualitativi e quantitativi, degli "interventi" (nuove strutture, revisione dei processi ecc.) che l'azienda dovrà o vorrà attuare prima, durante e dopo la quotazione, in termini di numero e di radicalità degli stessi¹⁸³.

Alcuni componenti di costo saranno infatti direttamente collegati alla durata del processo di quotazione¹⁸⁴, inteso in senso ampio come il periodo che intercorre fra

¹⁸⁰ Come ricorda Di Stefano «il costo, nella sua concezione classica, deriva da un investimento che l'azienda reputa economicamente utile per lo svolgimento della sua attività produttiva ed esso è misurato da una uscita numeraria, passata, presente e futura. Si veda GIANNESSE EGIDIO (1958), *Il «Kreislauf» tra costi e prezzi come elemento determinante di equilibrio del sistema d'azienda*, Colombo Corsi, Pisa, pagg. 3 e ss.». DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pagg. 105-106 nota (2). Tuttavia in questa sede, come del resto anche nel lavoro del Di Stefano, la definizione di costo che viene accolta, limitatamente a questa specifica trattazione, considera come costo anche una diminuzione dei ricavi che teoricamente sarebbero ritraibili dalla gestione, causata dalla decisione di quotare l'azienda. Allo stesso modo, quindi, potrebbe essere considerato una sorta di "ricavo" anche una riduzione dei costi preventivati o preventivabili conseguente all'ingresso della società in borsa.

¹⁸¹ Cfr. CINQUINI LINO (1997), *Strumenti per l'analisi dei costi Vol. 1*, op.cit., pagg. 8 e ss. e pag. 42 e ss.

¹⁸² Per una definizione dei "costi rilevanti (o eliminabili)" si veda, tra gli altri, Cinquini che li definisce come «quei costi che differiscono fra diverse alternative di scelta e che influiscono pertanto sul risultato finale di un calcolo economico per un giudizio di convenienza; la "rilevanza" è relativa alla possibilità che questi costi non siano presenti o siano di diversa entità in talune scelte rispetto alle altre». Conseguentemente, i «costi irrilevanti (o ineliminabili) sono quei costi che sono ugualmente presenti nelle alternative di azione prese in considerazione; la loro considerazione quindi non incide sul risultato dell'analisi». CINQUINI LINO (1997), *Strumenti per l'analisi dei costi Vol. 1*, op.cit., pag. 36.

¹⁸³ Cfr. GOZZI ANTONIO (1991), "Le strategie di riposizionamento", op.cit., pagg. 33-34; FERRARI GIAMPAOLO (1992), *Il giudizio sulla quotazione di un gruppo di "matricole"*, op.cit., pag. 246 e ss.

¹⁸⁴ Cfr. JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pagg. 101 e ss.

la formulazione dell'ipotesi e la sua realizzazione: ad esempio, il costo dei consulenti si lega necessariamente anche alla durata della loro prestazione professionale nei confronti dell'azienda quotanda. Allo stesso tempo, anche l'intensità quantitativa e qualitativa degli "interventi" che l'azienda intende attuare nel corso del processo di quotazione influenza i costi, sia in modo diretto, facendo variare la complessità dell'operazione ed il numero di risorse interne ed esterne coinvolte, sia in modo indiretto, influenzandone la durata – con una tendenziale crescita della stessa all'aumentare dell'intensità degli interventi necessari¹⁸⁵. Spesso, ad esempio, l'esistenza all'interno dell'azienda di risorse qualificate e di procedure e strutture già adeguate alle *best practice* riduce la complessità del processo di quotazione, implicando minori interventi preparativi di adeguamento.

I costi della quotazione hanno, in generale, solitamente un importo variabile a seconda di diversi parametri, quali la dimensione dell'offerta, la "complessità" della struttura aziendale, il settore di appartenenza, la necessità di riorganizzazioni interne preliminari al processo di quotazione, gli obiettivi che si intendono raggiungere e così via¹⁸⁶. Ad esempio come già visto i costi dei consulenti sostenuti al momento della prima quotazione dipendono indubbiamente dall'esistenza o meno di competenze specialistiche interne, così come i costi degli intermediari dipenderanno tendenzialmente dagli obiettivi di collocamento che l'azienda si è prefissa (dimensioni dell'offerta, capillarità della distribuzione, attenzione al segmento *retail* ecc.).

I costi della quotazione, intesi in senso ampio¹⁸⁷, possono essere classificati sulla base di diversi criteri consolidati nella dottrina economico-aziendale; fra le possibili classificazioni si citano quelle che suddividono i costi in:

1. *una tantum* e ricorrenti;

¹⁸⁵ Cfr. PETRELLA GIOVANNI (1997), *I nuovi secondi mercati europei. Valutazione di convenienza alla quotazione di una PMI*, op.cit., pagg. 117 e ss.

¹⁸⁶ Cfr. BERRETTI CLAUDIO, DI MASSA FERNANDA, FARINA ANNA, ORSINI EMILIA, PELLIZZONI ENRICO (2002), "Attività, tempi e costi del processo di quotazione: un'analisi empirica per il periodo 1999-2001", op.cit.

¹⁸⁷ L'accezione di costo qui definita, come già ricordato nella nota 180, differisce da quella "tradizionale" in quanto in tal caso non si fa solo riferimento agli investimenti misurati da un'uscita numeraria, ma anche alla mancata realizzazione di teorici ricavi ottenibili dalla gestione.

2. diretti e indiretti;
3. costi-uscita o spese e costi opportunità¹⁸⁸.

I costi connessi alla quotazione sono innanzitutto classificabili in costi *una tantum* e costi ricorrenti¹⁸⁹. I primi sono direttamente legati al processo di preparazione alla quotazione (adeguamento ai requisiti formali e sostanziali richiesti dalla normativa in vigore ma anche dagli standard e dalle *best practice* definite dal mercato) ed al processo di ingresso in borsa vero e proprio (ad esempio i contributi dovuti per la quotazione alla società di gestione del mercato e il tempo che il management dedica ai *road show* e agli incontri con gli analisti e con i giornalisti¹⁹⁰). Si tratta dunque di costi che vengono sostenuti esclusivamente in occasione dell'evento "quotazione" (ed eventualmente quando e se ricorreranno successivi aumenti di capitale).

In particolare, fra i costi *una tantum* è possibile citare i costi di consulenza, i costi di collocamento, i costi di adeguamento della struttura organizzativa e del sistema di controllo ed i costi per la pubblicità dell'operazione.

I costi di consulenza vengono corrisposti ai soggetti che intervengono nel processo di quotazione per la loro attività di sostegno ed ausilio di tipo finanziario,

¹⁸⁸ Una diversa prospettiva di analisi potrebbe portare ad una ulteriore classificazione dei costi di quotazione in costi derivanti dalla regolamentazione e dalla vigilanza o indipendenti da essa. Alcuni Autori in proposito hanno suddiviso i "costi della regolamentazione" in *direct administrative costs*, *compliance costs* e *excess burdens*. I primi sono costituiti dalle *fees* pagate dalle aziende alle autorità di vigilanza e alla società di gestione del mercato; i secondi sono connessi all'esigenza di modificare processi e strutture al fine di poterli adeguare alla normativa o comunque alle "richieste" del mercato, mentre gli ultimi vengono definiti come «those costs which result from distortion to the market created by regulation and are borne by society as a whole». Si veda in merito BANNOCK GRAHAM (2002), "Financial services regulation: controlling the costs", *The Financial Regulator*, vol. 6, n. 4. Sul tema dei "costi della regolamentazione" si rimanda anche a ZINGALES LUIGI (2004), "The costs and benefits of financial market regulation", op.cit.

¹⁸⁹ Cfr. PETRELLA GIOVANNI (1997), *I nuovi secondi mercati europei. Valutazione di convenienza alla quotazione di una PMI*, op.cit., pagg. 117 e ss.

¹⁹⁰ KRIPS NEWMAN PAULINE (1985), "The Pros and Cons of Going Public", op.cit.

contabile, legale¹⁹¹, ma anche in tema di comunicazione e *investor relation*, di traduzione in lingua inglese ad esempio del sito e delle pubblicità e così via¹⁹².

I costi di collocamento si riferiscono invece al compenso complessivo dello *sponsor* e del *global coordinator*¹⁹³ dell'operazione per le attività di coordinamento, garanzia di collocamento e vendita dei titoli¹⁹⁴.

I costi di adeguamento della struttura organizzativa e del sistema di controllo¹⁹⁵ (che potremo definire come *costi dell'innovazione*¹⁹⁶) si riferiscono alla necessità di dover modificare, spesso notevolmente, i sistemi di comunicazione - per adeguarli a gestire la complessa relazione con il mercato finanziario -, nonché i sistemi di *corporate governance* e di controllo interno - per garantire la trasparenza

¹⁹¹ Per il caso americano con riferimento ai servizi legali e di *auditing* oltre che di *underwriting* si veda BEATTY RANDOLPH P., WELCH IVO (1996), "Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings", op.cit.

¹⁹² Ad esempio un fattore di costo diretto deriva dalla stipula di eventuali clausole di garanzia del collocamento, in base alle quali l'intermediario presta sostanzialmente un servizio di assicurazione per il quale può richiedere una remunerazione maggiore in virtù del maggior rischio sopportato. Cfr. ROSS STEPHEN A., WESTERFIELD RANDOLPH W., JAFFE JEFFREY F. (1997), *Finanza aziendale*, op.cit., pag. 729.

¹⁹³ La Borsa Italiana definisce lo sponsor come un "Intermediario finanziario che assiste l'emittente nella procedura di ammissione a quotazione degli strumenti finanziari sui mercati regolamentati e nel periodo successivo, al fine di assicurare un regolare svolgimento della stessa, ponendosi come garante delle informazioni fornite dall'emittente stesso"; il global coordinator invece come una "Banca o Società di Intermediazione Mobiliare (SIM) che coordina il consorzio di collocamento e segue una società in tutto il processo di offerta dei propri strumenti finanziari sul mercato". Cfr. www.borsaitalia.it

¹⁹⁴ Con riferimento alla remunerazione degli intermediari per i servizi di collocamento delle IPO si vedano, ad esempio, le indagini empiriche di BERRETTI CLAUDIO, DI MASSA FERNANDA, FARINA ANNA, ORSINI EMILIA, PELLIZZONI ENRICO (2002), "Attività, tempi e costi del processo di quotazione: un'analisi empirica per il periodo 1999-2001", op.cit. e LAZZARI VALTER, GERANIO MANUELA (2003), "Il Mercato delle Initial public offering nell'Europa continentale", in FORESTIERI GIANCARLO, LAZZARI VALTER (a cura di), *Il finanziamento delle imprese. Quale futuro?*, Bancaria Editrice, Roma, pagg. 138 e ss.

¹⁹⁵ Il Di Stefano con riferimento ai costi connessi alla divulgazione delle informazioni parla di "costi di rilevazione, elaborazione e trasmissione delle informazioni". Per quanto concerne i costi di rilevazione, l'Autore afferma che essi «non sono generalmente per un'azienda di medie-grandi dimensioni dei costi "aggiuntivi". ... Prescindendo da ulteriori approfondimenti sull'argomento, è comunque evidente come l'utilizzo di un sistema di contabilità analitica consenta al "soggetto economico" una più accurata analisi della gestione ed un migliore processo decisionale. Diventa a tal punto relativamente facile, per le grandi aziende, trarre i dati fondamentali per l'informazione esterna dal sistema informativo interno, e ciò senza rilevanti aggravii organizzativi ed amministrativi». DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pagg. 106-107.

¹⁹⁶ Sul tema dei costi dell'innovazione si veda ANTONELLI VALERIO (1997), *Il costo delle strategie. Aspetti evolutivi della gestione e determinazioni quantitative*, Giappichelli, Torino, pagg. 41 e ss, pag. 54 e 69. L'Autore parla in proposito di *costi per la formazione della conoscenza*.

degli assetti proprietari e del sistema delle regole secondo le quali le aziende sono gestite e controllate e tutelare gli azionisti di minoranza¹⁹⁷.

I costi per la pubblicità dell'operazione riguardano i costi per la comunicazione finanziaria pre-collocamento e la pubblicità istituzionale volta ad accrescere la notorietà dell'azienda e dell'operazione, nonché i costi per la comunicazione obbligatoria (una serie di avvisi che l'azienda ha l'obbligo di pubblicare sui giornali), ricorrendo all'utilizzo di diversi canali: stampa, televisione, radio, internet.

Il forte "potere" di influenza esercitato dalle principali testate giornalistiche "impone" spesso alle aziende di pubblicare, durante il periodo di quotazione, alcune pagine di "pubblicità facoltativa" sui principali quotidiani. Questa "prassi" implica quindi, di fatto, un forte incremento dei costi sostenuti dalle aziende che vogliono quotarsi.

Altri costi *una tantum* sono ad esempio i costi per la stampa dei prospetti, le tasse di istruttoria da corrispondere alla Consob ed alla società di gestione del mercato e così via.

Con riferimento particolare al nostro paese, il "corrispettivo per apertura istruttoria"¹⁹⁸, richiesto da Borsa Italiana al momento del primo invio di documentazione da parte della società quotanda, si configura come un costo determinato in modo "fisso", a prescindere da dimensioni, settore di attività ecc.; invece, i corrispettivi di quotazione richiesti dalla società di gestione del mercato al momento della prima quotazione e poi, successivamente, ogni semestre, mutano in base alla capitalizzazione dell'azienda, anche se è prevista la fissazione di un livello minimo (*floor*) e massimo (*cap*)¹⁹⁹. I contributi richiesti dalla Consob per le azioni quotate di società italiane sono anch'essi variabili, ma "a scatti"²⁰⁰.

¹⁹⁷ Dal punto di vista contabile, ad esempio, attualmente le società quotate devono sostenere rilevanti costi per l'adeguamento dei propri sistemi contabili ai nuovi principi internazionali IAS/IFRS.

¹⁹⁸ Attualmente pari ad euro 10.000.

¹⁹⁹ Si fa riferimento ai Corrispettivi di quotazione stabiliti da Borsa Italiana ed in vigore a partire dal 1 gennaio 2006.

²⁰⁰ Tali corrispettivi risultano infatti attualmente pari «ad una quota fissa di € 8.550 fino a € 10.000.000 di capitale sociale, più € 80,5 ogni € 500.000 oltre € 10.000.000 e fino a € 100.000.000 di capitale

BOX 2 – Il caso Bolzoni-Auramo

Bolzoni-Auramo è un gruppo industriale che opera nella progettazione, produzione e commercializzazione di attrezzature per carrelli elevatori e per la movimentazione industriale. Il Gruppo è oggi il maggior produttore europeo di attrezzature per carrelli elevatori ed è attivo in tutti i continenti con 7 stabilimenti produttivi. Nel 2006 ha conseguito un fatturato consolidato di circa 107 milioni di euro e ha oltre 750 dipendenti. La sede è a Podenzano, in provincia di Piacenza. La Bolzoni è stata fondata nel 1972 da Luigi Bolzoni con i figli Emilio e Franco. Nel 1987 l'azienda ha incorporato la Teko, società fondata da Roberto Scotti, attuale socio e amministratore delegato del Gruppo.

Il mercato delle attrezzature per carrelli elevatori in cui opera Bolzoni-Auramo è un *business* globale. A livello mondiale ci sono pochi *competitor* che sono in grado di produrre e vendere in tutti i continenti. L'esigenza di confrontarsi con multinazionali anche sul fronte della visibilità e dell'affidabilità richiede quindi di assumere una dimensione rilevante, sviluppandosi sia per linee interne sia per linee esterne.

La decisione di quotare l'impresa in borsa è avvenuta nel 2000, quando la compagine azionaria di Bolzoni decise di far entrare nel capitale Banca Intesa come fondo di *private equity* con una quota di oltre il 30% del capitale.

Bolzoni all'epoca non aveva ancora la dimensione necessaria per quotarsi. L'ingresso del fondo di *private equity* consentì quindi di ottenere le risorse finanziarie per realizzare l'acquisizione di un competitor europeo, la finlandese Auramo OY nel 2001.

Il processo di preparazione per l'ingresso in borsa è durato dunque oltre cinque anni ed ha permesso all'azienda di crescere acquisendo capacità produttiva e quote di mercato a livello mondiale, di managerializzare ulteriormente l'azienda e di acquisire maggiore credibilità sui mercati. Le motivazioni principali che hanno sorretto l'ingresso in borsa del Gruppo sono la necessità di consentire, come da precedenti accordi, l'uscita del socio finanziario, nonché l'esigenza di acquisire ulteriori risorse finanziarie per lo sviluppo del business. Recentemente infatti l'azienda ha realizzato nuove acquisizioni utilizzando proprio le risorse ottenute con la quotazione.

L'ingresso di un fondo di *private equity* e la successiva quotazione hanno permesso, quindi, non solo di realizzare con successo acquisizioni di importanti *player* internazionali, facendo aumentare in modo consistente le dimensioni, ma anche di supportare un processo di diversificazione, che è tuttora in corso per entrare in un'area strategica d'affari prima non coperta. Inoltre, la disponibilità di un feedback continuo da parte del mercato sul valore dell'azienda permette al management una più agevole comparazione dei risultati conseguiti con quelli realizzati dai competitor.

Per il Presidente di Bolzoni-Auramo, Emilio Bolzoni, molti dei costi sostenuti durante la quotazione sono risultati significativamente superiori alle aspettative. In particolare, sono risultati consistenti gli oneri legati all'organizzazione ed alla realizzazione dei *road show*, alla stampa dei prospetti ed alla pubblicità dell'"evento". Inoltre sembrano, a giudizio dell'imprenditore, del tutto ingiustificati i costi legati all'esigenza di pagare un "certificatore" terzo per qualunque dato inserito nel prospetto informativo. Lo Sponsor, infatti, ha richiesto una verifica indipendente per tutte le informazioni riportate nel prospetto. Sui dati di business l'azienda ha dovuto, per esempio, ottenere una consulenza da Bain & Company. Ciò ha comportato, di fatto, una duplicazione dei relativi oneri a carico dell'azienda.

sociale, più € 64,5 ogni € 500.000 oltre € 100.000.000 di capitale sociale». Cfr. Delibera Consob n. 15268 del 28 dicembre 2005, Determinazione della misura della contribuzione dovuta, ai sensi dell'art. 40 della legge n. 724/1994, per l'esercizio 2006.

La quotazione viene però spesso avversata non solo per i costi *una tantum* che implica, ma anche per la “complessità” che comporta, oltre al processo di ammissione, la successiva permanenza sul listino, e per la “onerosità” in termini di impegno richiesto, opportunità perse ecc. che possono conseguire a tale scelta.

I costi ricorrenti sono quei costi che la società deve sostenere periodicamente per tutte le attività necessarie alla permanenza in borsa. Tali costi sono rappresentati, in primo luogo, dai costi aggiuntivi per il *funzionamento* della mutata struttura organizzativa e del rinnovato sistema di controllo. Infatti, una volta introdotte le modifiche organizzative, ad esempio, che comportano il sostenimento di costi *una tantum*, è necessario sostenere periodicamente dei costi ulteriori dovuti all’esistenza di nuovi uffici e di nuove figure professionali (*investor relation, internal audit*, rapporti istituzionali con i presidi di vigilanza, dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari²⁰¹ ecc.).

Si pensi, inoltre, all’incremento dei costi relativi all’organizzazione delle assemblee: con la quotazione ed il conseguente aumento del numero di partecipanti potrebbe risultare necessario introdurre un sistema di votazioni automatizzato, disporre di locali capienti, provvedere agli allestimenti necessari, pubblicizzare in modo adeguato l’evento e così via²⁰². Inoltre, spesso è necessario predisporre un

²⁰¹ Si veda in proposito l’art. 154-bis del Testo Unico per la Finanza, introdotto con la recente “Legge sul Risparmio”, n. 262 del 28.12.2005.

²⁰² Nella Relazione Consob per l’anno 2003 si legge: «Come già rilevato negli anni precedenti, il grado di partecipazione alle assemblee ordinarie da parte degli azionisti è risultato fortemente correlato con la dimensione della società. Per le società quotate incluse negli indici Mib30 e Midex (e quindi tendenzialmente qualificabili come medio-grandi), il numero medio di partecipanti alle assemblee di approvazione dei bilanci è stato pari a 178 nel 2002 (assemblea per l’approvazione del bilancio 2001) e a 184 nel 2003 (assemblea per l’approvazione del bilancio 2002). Anche la distribuzione delle società per classi di numero di partecipanti alle assemblee non ha mostrato particolari variazioni In particolare, per il 38 per cento delle società esaminate il numero dei partecipanti all’assemblea è risultato inferiore a 50; per il 40 per cento circa si è fatto registrare un numero compreso tra 100 e 500; solo nel 10 per cento dei casi il dato ha superato i 500 partecipanti. Per le società appartenenti al segmento Star (quindi di dimensioni medio-piccole) il tasso di partecipazione degli azionisti è risultato, invece, molto più contenuto. Infatti, il numero medio di partecipanti alle assemblee tenutesi nel 2003 (chiamate ad approvare il bilancio 2002) è stato pari a 16 e, salvo che in un caso, il numero dei partecipanti è stato sempre inferiore a 50». CONSOB (2004), *Relazione annuale della Consob per l’anno 2003*, Roma.

presidio (il cosiddetto “segretariato societario”)²⁰³ di esperti (giuristi, aziendalisti ecc.) che, durante lo svolgimento dell’assemblea, sono a disposizione del management per reperire e rendere fruibili documenti ed informazioni e per permettere, quindi, di fornire risposte adeguate alle eventuali domande che dovessero emergere durante il dibattito assembleare.

Fra i costi ricorrenti occorre citare anche i diritti di quotazione da corrispondere periodicamente alla società di gestione del mercato, i contributi dovuti alla Consob ed alla Monte Titoli, gli oneri da corrispondere alla società di revisione²⁰⁴ per la certificazione del bilancio d’esercizio e consolidato (solo nel caso in cui senza la quotazione si sarebbe fatto ricorso al collegio sindacale per il controllo contabile²⁰⁵), i costi dovuti alla redazione della relazione semestrale e trimestrale²⁰⁶, i costi per la tenuta e l’aggiornamento dei “registri delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate”²⁰⁷, i costi per la gestione delle comunicazioni obbligatorie all’autorità di vigilanza (ad esempio per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti²⁰⁸), i costi di traduzione in lingua inglese delle informazioni contabili, del sito ed in generale di altre informazioni, in alcuni casi i costi per garantire la liquidità del titolo da parte di uno o più operatori *specialist*²⁰⁹ e, in generale, tutti gli oneri che

²⁰³ Cfr. RUBINO SALVATORE (1989), “Gli aspetti economici della creazione e del funzionamento della rete nazionale”, op.cit., pag. 273.

²⁰⁴ Cfr. HOGAN CHRIS E. (1997), “Costs and Benefits of Audit Quality in the IPO Market: A Self-Selection Analysis”, *The Accounting Review*, Vol. 72, n. 1, January.

²⁰⁵ La riforma del diritto societario, recentemente approvata, prevede la possibilità per lo statuto di non attribuire il controllo contabile ad un revisore o a una società di revisione solamente per le società che hanno scelto il sistema di amministrazione e controllo “tradizionale”, che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e che non siano tenute alla redazione del bilancio consolidato. Per le società quotate è comunque previsto che il controllo contabile sia esercitato obbligatoriamente da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili sottoposta alla vigilanza della Consob.

²⁰⁶ In Italia ciò risulta richiesto obbligatoriamente per le società quotate sul segmento STAR dell’MTA e sul Nuovo Mercato. Lo specialista (o *specialist*) è un intermediario che si impegna a sostenere la liquidità di uno o più titoli azionari mediante l’esposizione continua di proposte di acquisto e di vendita a determinati prezzi.

²⁰⁷ Previsti dall’articolo 115-bis del TUF.

²⁰⁸ Al comma 3 dell’articolo 120 del TUF si legge: «Le società con azioni quotate che partecipano in misura superiore al dieci per cento del capitale in una società con azioni non quotate o in una società a responsabilità limitata, anche estere, ne danno comunicazione alla società partecipata e alla Consob».

²⁰⁹ In Italia ciò risulta richiesto obbligatoriamente per le società quotate sul segmento STAR dell’MTA e sul Nuovo Mercato. Lo specialista (o *specialist*) è un intermediario che si impegna a sostenere la liquidità di uno o più titoli azionari mediante l’esposizione continua di proposte di acquisto e di vendita a determinati prezzi.

la normativa primaria e secondaria, nazionale ma non solo (si pensi ad esempio all'impatto dell'introduzione del *Sarbanese & Oxley Act* per le aziende che hanno delle succursali negli Stati Uniti), nonché le prassi di mercato (si fa riferimento, ad esempio, al rispetto delle regole di autodisciplina in tema di *corporate governance*²¹⁰) “impongono” alle aziende quotate per adempiere agli obblighi di trasparenza ed alle esigenze di vigilanza e controllo²¹¹.

L'esistenza di regole applicabili solamente alle aziende quotate (TUF e Regolamenti Consob, Codici di Autodisciplina ecc.) comporta infatti maggiori costi ricorrenti rispetto alle aziende non quotate e rappresentano pertanto degli elementi da considerare nei giudizi di convenienza²¹².

I compiti dello specialist riguardano principalmente, oltre al sostegno della liquidità del titolo, anche la pubblicazione di analisi finanziarie riguardanti l'azienda e la promozione di incontri tra il management aziendale e la comunità finanziaria.

²¹⁰ In Italia l'emanazione di un codice di *best practice* in tema di corporate governance è avvenuta per la prima volta nel 1999 ad opera di un comitato – il Comitato per la Corporate Governance delle società quotate – a cui sono stati chiamati a partecipare imprenditori, manager, docenti di materie giuridiche e aziendali ed operatori del mercato finanziario e presieduto da Stefano Preda, allora Presidente di Borsa Italiana Spa. Si tratta di un Codice “di autodisciplina”, che non contiene quindi norme cogenti; esso costituisce un modello di riferimento, in grado di offrire un contributo importante nel diffondere alcuni principi fondamentali per definire un sistema di *corporate governance* che si avvicini agli standard internazionali, anche con riferimento alle problematiche del controllo dei rischi aziendali e della gestione dei potenziali conflitti di interesse nei rapporti fra azionisti di maggioranza e di minoranza, fra questi e gli amministratori e manager aziendali e fra diverse classi di *stakeholder*. Il Codice di autodisciplina italiano è stato emanato a seguito di numerose esperienze analoghe in altri Paesi europei. Borsa Italiana ha richiamato esplicitamente nei suoi regolamenti, sin dal 2000, il Codice di autodisciplina, prevedendo che le società quotate italiane debbano fornire, con cadenza almeno annuale, nella *Relazione in materia di corporate governance*, le informazioni sull'adesione alle Raccomandazioni contenute nel Codice e, eventualmente, sulle motivazioni che le hanno indotte a non aderire totalmente o parzialmente, in applicazione del principio “*freedom with accountability*”. In aggiunta, l'applicazione di alcune previsioni del Codice è stata resa obbligatoria da Borsa Italiana per le società che scelgono di quotarsi in particolari segmenti del mercato; ad esempio per mantenere la qualifica di società quotata al segmento STAR (Segmento Titoli ad Alti Requisiti) è necessaria la presenza di amministratori non esecutivi ed indipendenti, di un Comitato per il controllo interno e di un *investor relations manager* nonché creare un legame tra la remunerazione degli amministratori e degli alti dirigenti ed i risultati economici dell'azienda.

Nel 2006 è stato emanato un nuovo Codice di Autodisciplina.

²¹¹ In tale categoria rientrano pertanto anche i *costi di agenzia* connessi all'esistenza di politiche di remunerazione variabile del management a fini di incentivo a perseguire i più opportuni obiettivi aziendali invece del proprio “tornaconto”. Si veda in proposito quanto riportato in nota 35.

²¹² Si ricorda in proposito la volontà del legislatore italiano di ridurre il “gap” normativo fra società quotate e non quotate introducendo nella Riforma del diritto societario (d.lgs 6/2003) la nuova categoria di società “aperte” in cui rientrano oltre alle società con azioni quotate anche quelle con azioni “diffuse” (così come definite nel TUF e nei Regolamenti Consob).

Fra i costi ricorrenti è opportuno segnalare anche quelli legati all'impegno, in termini di tempo, profuso da parte del management aziendale in quanto, non solo in occasione della quotazione, ma anche periodicamente, sarà necessario incontrare investitori istituzionali, analisti finanziari, giornalisti economici per illustrare i risultati raggiunti nel semestre o nell'esercizio precedente, per presentare il piano industriale e così via; inoltre, in occasione di eventi particolari - ad esempio, per la realizzazione di operazioni straordinarie quali fusioni, acquisizioni, scorpori, oppure per la conclusione di accordi di *partnership* rilevanti - il management dovrà dedicare una parte significativa del proprio tempo ad illustrare e commentare tali scelte.

Tabella 6 – Classificazione dei costi in base alla ricorrenza dell'evento

Costi <i>una tantum</i>	Costi ricorrenti
Consulenza	<i>Funzionamento</i> della mutata struttura
Collocamento	organizzativa e del sistema di controllo
<i>Adeguamento</i> della struttura organizzativa e del sistema di controllo	Revisione
Pubblicità dell'operazione	Comunicazione
Tempo del management per presentare l'evento alla comunità finanziaria	Pubblicazione report
Commissioni di quotazione a Borsa Italiana, Consob, Monte Titoli	Commissioni periodiche a Consob, BorsaItalia, ...
Underpricing	Tenuta ed aggiornamento dei registri delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate
...	Specialist
	Tempo del management per incontri periodici con la comunità finanziaria
	Carico fiscale per politiche di <i>window dressing</i>
	...

Una particolare tipologia di costo, che è possibile far rientrare nella categoria dei costi ricorrenti, può scaturire dall'esigenza, avvertita talvolta dai *manager* di aziende quotande o quotate, di evidenziare, anche mediante politiche di *window dressing*²¹³, un più elevato livello degli utili al fine di risultare maggiormente attrattivi ed ottenere e mantenere il consenso degli *stakeholder*²¹⁴. Da tale maggior

²¹³ Sul tema delle politiche di bilancio si veda VERONA ROBERTO (2006), *Le politiche di bilancio*, op.cit.

²¹⁴ Cfr. DECHOW PATRICIA M., SLOAN RICHARD G., SWEENEY AMY P. (1996), "Causes and Consequences of Earning Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC", op.cit.; TISCINI RICCARDO (2004), "Le frodi contabili e la loro genesi nella realtà d'impresa", in SALVIONI DANIELA (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, Milano, Franco Angeli, pag.

livello del risultato conseguito indicato in bilancio deriva però un maggior carico fiscale, proporzionale all'entità degli utili esibiti, nonché maggiori “costi politici”²¹⁵, che costituiscono dunque un maggior onere per l'azienda.

Una seconda classificazione possibile dei costi di quotazione è fra costi diretti ed indiretti (*sub 2*).

La dottrina suddivide i costi in diretti e indiretti facendo prevalentemente riferimento «al rapporto che lega la causa ... all' “evento oneroso”»²¹⁶, per cui sono “diretti” quei costi che rappresentano una conseguenza immediata dell'evento (ad esempio quindi la quotazione), mentre sono “indiretti” i costi che si manifestano «come un effetto indotto e mediato»²¹⁷ dell'evento stesso.

Tuttavia, nella letteratura internazionale relativa alla quotazione in borsa, gli studi condotti con riferimento a questa classificazione fanno riferimento ad una accezione differente e prendono in considerazione esclusivamente i costi *una tantum*, quelli cioè sostenuti dall'azienda in occasione dell'evento quotazione²¹⁸.

I costi indiretti sono stati identificati dalla dottrina internazionale nel costo-opportunità sopportato dall'azienda emittente e dai soci nel caso in cui il prezzo di collocamento venga fissato a livelli inferiori rispetto a quelli che si negozieranno sul mercato dopo la quotazione (il cosiddetto *money left on the table*)²¹⁹.

²¹⁵ Cfr. DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pag. 111 e ss.

²¹⁶ DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pag. 105.

²¹⁷ DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pag. 105.

²¹⁸ Si rimanda in particolare a RITTER JAY (1987), “The Costs of Going Public”, op.cit.; LEE INMOO, LOCKHEAD SCOTT, RITTER JAY, ZHAO QUANSHUI (1996), “The cost of raising capital”, op.cit.; CORVIN SHANE A., HARRIS JEFFREY H. (2001), “The Initial Listing Decision of Firms that Go Public”, op.cit.

²¹⁹ Sul tema si veda RITTER JAY (1987), “The Costs of Going public”, op.cit.; IBBOTSON ROGER G., SINDELAR JODY L., RITTER JAY R. (1988), “Initial Public Offerings”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 1, Summer. A tale aspetto si riconnette frequentemente l'esistenza della clausola di *greenshoe*, in quanto se il prezzo di mercato sale al di sopra del prezzo di offerta nell'arco temporale previsto dalla clausola, i membri del consorzio di collocamento possono comprare nuove azioni al prezzo di offerta e rivenderle al prezzo più alto di mercato agli investitori. Ulteriore conseguenza è rappresentata inoltre dalla possibilità che venga definito *pre-IPO* un prezzo più basso proprio al fine di ottenere un completo collocamento e non dover prestare la garanzia altrimenti richiesta (si tratta in questo caso di costi di agenzia che sostiene la società quotanda nei confronti degli *advisor*). Ross, Westerfield e Jaffe affermano infatti «L'underpricing permette ai nuovi azionisti un

I costi diretti²²⁰ invece derivano dalla somma di una serie di componenti e sono il corrispettivo dei servizi prestati da:

- *global coordinator* e *sponsor*, per le loro attività di *due diligence*, organizzazione e direzione del consorzio di collocamento, garanzia eventuale del collocamento ecc.;
- advisor finanziario, per la sua attività di assistenza e coordinamento;
- consulenti legali;
- società di revisione;
- società di pubbliche relazioni;
- società di pubblicità;
- imposte e commissioni per la società di gestione del mercato e l'autorità di vigilanza.

Con riferimento agli Stati Uniti, una ricerca ha rilevato nel periodo 1977-1982 un costo totale della quotazione (con riferimento ai costi *una tantum*) pari in media ad un valore variabile fra il 21% ed il 31% del valore di mercato realizzato (provento lordo della vendita o *gross proceed*). L'analisi ha anche rilevato l'esistenza di economie di scala per cui le offerte tendono ad essere tanto più onerose quanto più risultano di dimensioni ridotte²²¹.

rendimento particolarmente elevato sulle azioni che acquistano. Tuttavia gli azionisti preesistenti dell'impresa emittente non traggono da questo fenomeno alcun beneficio; per loro esso rappresenta piuttosto un costo indiretto dell'emissione di nuovi titoli». ROSS STEPHEN A., WESTERFIELD RANDOLPH W., JAFFE JEFFREY F. (1997), *Finanza aziendale*, op.cit., pag. 712. Cfr. RITTER JAY (1987), "The Costs of Going public", op.cit.

²²⁰ Ritter in proposito parla di costi "quantificabili diretti". Cfr. RITTER JAY (1987), "The Costs of Going public", op.cit.

²²¹ Cfr. RITTER JAY (1987), "The Costs of Going Public", op.cit. Lo studio di Ritter nello specifico ha rilevato per gli Stati Uniti, nel periodo 1977-1982, un costo totale della quotazione (con riferimento ai costi *una tantum*) pari in media ad un valore di circa il 21% del valore di mercato realizzato (provento lordo della vendita o *gross proceed*) per le offerte con assunzione a fermo, in cui l'intermediario si assume in proprio i rischi della mancata sottoscrizione (*firm commitment offer*), e di circa 31% per le offerte con impegno "al meglio", in cui l'intermediario si impegna a realizzare tutte le iniziative utili al collocamento dell'intera offerta ma senza impegnarsi in proprio assumendosi i rischi di un mancato collocamento di tutto o parte dei titoli (*best effort offer*). L'autore ha rilevato l'esistenza di economie di scala per cui le *best effort offer* tendono ad essere più onerose anche in quanto mediamente sono di dimensioni più ridotte rispetto alle altre. I costi diretti di quotazione, intesi come la somma delle spese di garanzia e collocamento, delle spese legali, di stampa e di revisione e delle altre spese vive, variano da un minimo del 9,34% del valore di mercato realizzato per le più grandi *firm commitment offer* ad un massimo del 20,15% per le più piccole *best effort offer*. Tuttavia i costi

In Italia uno studio²²² ha rilevato, con riferimento alle piccole e medie aziende quotate nel periodo 1999-2001, una incidenza dei costi diretti mediamente oscillante fra il 3,5% ed il 7% del controvalore complessivo dell'offerta globale per le commissioni da riconoscere al *global coordinator* e all'*advisor finanziario*, oltre ad una cifra fissa, variabile fra i 500 mila e i 2,6 milioni di euro (Tabella 7), per tutti gli altri servizi ottenuti e soggetti coinvolti nell'attività di quotazione (società di revisione, consulenza legale ecc.).

Tabella 7 – Intervalli di variabilità per i costi di quotazione delle *mid & small caps* italiane (1999-2001)

Principali soggetti/attività	Costi di quotazione			
	Nuovo Mercato		Borsa	
	Min	Max	Min	Max
Global coordinator + advisor finanziario	4,0%	7,0%	3,5%	5,4%
	rispetto al controvalore complessivo dell'offerta			
Legali + società di revisione	350	900	400	900
Società di pubbliche relazioni + pubblicità	150	900	300	1.200
Imposte + commissioni per Borsa e Consob	33	160	13	560

Fonte: Berretti et al., 2001 – Dati in migliaia di euro

Gli Autori hanno tuttavia evidenziato che i valori medi emersi dallo studio sono soggetti a variabilità a causa di molti fattori: in primo luogo le caratteristiche peculiari dell'azienda quotanda, con riferimento alla dimensione e rischiosità dell'attività, alle esigenze di riorganizzazione, alle competenze interne all'azienda ecc., alle condizioni contingenti del mercato, alla durata del processo di quotazione nonché allo standing dei diversi soggetti coinvolti²²³ (capacità di valutazione, relazionale e così via).

diretti sono sostanzialmente simili per le diverse categorie dimensionali delle offerte. I costi indiretti invece sono calcolati in una percentuale media del 14,80% per le *firm commitment offer* e del 47,78% per le *best effort offer*. Conseguentemente il costo totale, dato dalla somma dei costi diretti e indiretti, è risultato nello studio di Ritter in media superiore per quest'ultima tipologia di offerte.

²²² Cfr. BERRETTI CLAUDIO, DI MASSA FERNANDA, FARINA ANNA, ORSINI EMILIA, PELLIZZONI ENRICO (2002), "Attività, tempi e costi del processo di quotazione: un'analisi empirica per il periodo 1999-2001", op.cit. Si veda anche il già citato LAZZARI VALTER, GERANIO MANUELA (2003), "Il Mercato delle Initial public offering nell'Europa continentale", op.cit., pagg. 113 e ss.

²²³ Con riferimento a tale aspetto si veda per il caso americano BEATTY RANDOLPH P., WELCH IVO (1996), "Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings", op.cit.

Un altro studio americano²²⁴ ha individuato il costo medio (diretto ed indiretto) della raccolta di capitale tramite ingresso in borsa per le *corporation* americane nel periodo 1990-1994. I costi diretti (intesi come la somma di «*management fee, underwriting fee, selling concession, registration fee, printing, legal and audit costs*») rappresentano mediamente l'11% del capitale raccolto, mentre i costi indiretti, dovuti all'*underpricing*²²⁵, sono in media circa il 12%²²⁶. Gli Autori dello studio citato hanno confermato l'esistenza di sostanziali economie di scala, per cui al crescere del controvalore complessivo dell'operazione di quotazione, diminuiscono i costi relativi (in particolare quelli diretti).

Il quadro dei costi connessi alla quotazione in borsa è osservabile anche sulla base della suddivisione dei costi in costi-uscita o spese e costi opportunità (*sub 3*); i primi sono misurati da un'uscita numeraria²²⁷ ed è quindi possibile quantificarne, guardando ai flussi finanziari, in modo “relativamente certo” l'ammontare²²⁸. I costi

²²⁴ Cfr. LEE INMOO, LOCKHEAD SCOTT, RITTER JAY, ZHAO QUANSHUI (1996), “The cost of raising capital”, op.cit.

²²⁵ In merito all'*underpricing* si vedano fra gli altri IBBOTSON ROGER G. (1975), “Price performance of Common Stock New Issue”, *Journal of Financial Economics*, n. 2, September; RITTER JAY (1987), “The Costs of Going Public”, op.cit.; IBBOTSON ROGER G., SINDELAR JODY L., RITTER JAY R. (1988), “Initial Public Offerings”, op.cit.; TINIC SEHA M. (1988), “Anatomy of initial Public Offerings of Common Stock”, *The Journal of Finance*, Vol. 43, n. 4, September; CHERUBINI UMBERTO, RATTI MARCO (1991), *Quanto valgono le matricole? L'underpricing nelle prime quotazioni: teorie economiche e analisi empirica*, in PENATI ALESSANDRO (a cura di), *Il rischio azionario e la borsa. Un'analisi del funzionamento del mercato italiano*, EGEA, Milano; ROSS STEPHEN A., WESTERFIELD RANDOLPH W., JAFFE JEFFREY F. (1997), *Finanza aziendale*, op.cit., pag. 713 e ss; FABRIZIO STEFANO, SAMÀ MARIANNA (2001), “Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'*underpricing* e della *long-run underperformance*”, op.cit.

²²⁶ Nel lavoro si cita questo esempio: se il prezzo di offerta di un'azione in sede di IPO è pari a 10 dollari, l'azienda in media riceve 8.90 dollari, mentre sul mercato l'azione è scambiata a 11.20 dollari.

²²⁷ Scrive Amodeo: «Il concetto monetario del costo, invece, che lo assume come somma di spese, appare di particolare utilità [...] perché si richiama direttamente ad una misurazione valutativa. Ben è vero che, in concreto, la «diretta» misurazione monetaria sovente manca, e quando si scende alla pratica individuazione dei costi quella misurazione è conseguenza di stime che, per lo meno, mirano ad apprezzare quote di spese numerarie. In tal caso la derivazione è mediata». AMODEO DOMENICO (1976), *Le gestioni industriali produttrici di beni*, op.cit., pagg. 461-462. Cfr. anche CINQUINI LINO (1997), *Strumenti per l'analisi dei costi Vol. I*, op.cit., pag. 7 e ss.

²²⁸ Amodeo sottolinea infatti che «E' certo ancora che non potrà mai, per la natura dei problemi in considerazione, essere dato di ritrovare procedure tanto perfette ed illuminate da eliminare arbitri e incertezze e da consentire la conoscenza di costi «veri» ed esatti. [...] Tutta la metodologia del calcolo dei costi [...] è un complesso di procedure isolatrici e semplificatrici, di approssimazioni e di frammentazioni, di ignoranza di vincoli o di voluto percepimento di relazioni, che al fenomeno complesso e in conoscibile della realtà sostituiscono «modelli» ideali che consentano l'esercizio delle

opportunità sono invece gli oneri non sostenuti finanziariamente dall'azienda, che non determinano uscite numerarie, ma che rappresentano comunque un "sacrificio", una "rinuncia" che l'azienda deve sopportare²²⁹.

I primi si riferiscono, come già ricordato, alla quasi totalità dei costi sinora citati: i costi di consulenza, di collocamento, di adeguamento e funzionamento della struttura organizzativa e del sistema di controllo, di pubblicità dell'operazione, di revisione, di pubblicazione dei report, per lo specialist e così via.

I costi opportunità rappresentano, a nostro parere, un aspetto di assoluta rilevanza da esaminare nelle analisi relative ai costi della quotazione; ciò in quanto, a parere di chi scrive, tali tipologie di costi possono concorrere a spiegare la renitenza degli imprenditori ad intraprendere la strada della quotazione a prescindere dalle più evidenti implicazioni economico-finanziarie²³⁰.

rilevazioni». AMODEO DOMENICO (1976), *Le gestioni industriali produttrici di beni*, op.cit., pagg. 468-469.

Scrivono Giannessi «Il fenomeno del costo, dal quale dipendono le congetture relative alle formazioni reddituali di periodo e le congetture proprie dei giudizi di convenienza, è quello che soffre maggiormente della indeterminatezza dei risultati e della necessità di riferirsi continuamente alle condizioni probabilistiche della vita dell'azienda. [...] Le teorie sui costi, i prezzi e i ricavi soffrono tutte della relatività dei dati sui quali si fondano e devono essere accolte con molte riserve. Le formule e i prospetti che dominano molti trattati della materia sono profonde astrazioni dalla realtà che devono essere giustificate e riferite, ogni volta che se ne voglia intendere l'effettivo significato, alle ipotesi poste a base della ricerca». GIANNESI EGIDIO (1958), *Il «Kreislauf» fra costi e prezzi come elemento determinante delle condizioni di equilibrio del sistema d'azienda*, op.cit., pagg. 2-3. Giannessi afferma ancora che «i dati di cui l'uomo si serve sono inquinati da una serie di incertezze la cui gravità dipende dalla natura dei dati e dalla cura con cui la rilevazione è stata effettuata. [...] Le incertezze insite nella Colonna dei costi sono di tre specie: 1) incertezze di «entità», che rendono problematica la determinazione della misura dei componenti di costo; 2) incertezze di «distribuzione», che impediscono un'assegnazione consapevole dei componenti di costo ai «gruppi» con essi costituiti; incertezze di «imputazione», che non permettono l'applicazione di criteri uniformi nel riferimento dei gruppi ai costi unitari e di classe di produzione». Lo Studioso definisce come costi che rientrano nella "zona di relativa certezza" i componenti di imputazione diretta ricordando però che essi non hanno comunque un carattere di assoluta certezza in quanto possono avere «di fatto, carattere di grossolana approssimazione della realtà». GIANNESI EGIDIO (1958), *Il «Kreislauf» tra costi e prezzi come elemento determinante di equilibrio del sistema d'azienda*, op.cit., pagg. 24 e ss.

²²⁹ In questo senso si fa riferimento in parte al concetto di *costo psicologico* (o *fisio-psicologico*) elaborato dalla dottrina economico-aziendale italiana. Cfr. AMODEO DOMENICO (1976), *Le gestioni industriali produttrici di beni*, V Edizione, op.cit., pag. 460 e CINQUINI LINO (1997), *Strumenti per l'analisi dei costi Vol. 1*, op.cit., pagg. 7 e ss. e pagg. 42 e ss. Nel presente lavoro si escludono però da tale categoria i costi che sono misurati da un'uscita numeraria.

²³⁰ Come ha affermato il Coda, «non tutto ciò che è rilevante per valutare le strategie può esprimersi compiutamente e può tradursi efficacemente in variazioni dei flussi di cassa o del costo del capitale». CODA VITTORIO (1991), «Il problema della valutazione della strategia», op.cit., pag. 96.

Il più tipico costo opportunità analizzato in dottrina consiste, come già argomentato in precedenza, nel cosiddetto *money left on the table*, cioè nell'onere, sopportato dall'azienda emittente e dai soci, nel caso in cui il prezzo di collocamento venga fissato a livelli inferiori rispetto a quelli che si negozieranno sul mercato dopo la quotazione e che si manifesta come un "mancato introito potenziale" dalla emissione di nuovi titoli o dalla vendita di quelli già esistenti. Tale fenomeno, noto anche come *underpricing*, ha, come ricordato precedentemente, un ruolo significativo nella determinazione della convenienza della quotazione, raggiungendo livelli talvolta molto elevati rispetto al capitale raccolto con l'offerta pubblica. Gli intermediari ed i consulenti hanno, come noto, un ruolo fondamentale nella definizione del *pricing* e, soprattutto, hanno un evidente "conflitto di interessi" derivante dalla volontà di contenere, al contrario degli azionisti, i prezzi delle azioni in vendita, al fine di renderle maggiormente appetibili per gli investitori e ridurre, conseguentemente, il rischio²³¹ di insuccesso dell'operazione.

Fra i costi opportunità derivanti dalla quotazione un ruolo di primo piano è ricoperto anche dai costi - diversi da quelli monetari prima citati quali stampa, personale dedicato alle *investor relation* e funzionamento di tale struttura e così via - connessi all'informazione che l'azienda è tenuta a fornire in base a disposizioni imperative (*mandatory disclosure*) di tipo "periodico" (relazione trimestrale, semestrale, bilancio ecc.), "eccezionale" (in occasione di operazioni straordinarie quali fusioni, acquisizioni ecc.) e "continuo".

Infatti, sebbene una parte dei costi "di comunicazione" rientri nella prima categoria (costi-uscita), un'altra parte, estremamente significativa, ne è esclusa. Si fa in questo caso riferimento ad esempio ai costi opportunità conseguenti alla perdita di riservatezza, all'aumento della "litigiosità" degli *stakeholder*, all'incremento di "attenzione critica" che alcuni interlocutori (fisco, istituzioni politiche locali, stampa ecc.) rivolgeranno all'impresa ed al suo management, al rischio di assumere strategie

²³¹ Con riferimento alla problematica dei rischi d'azienda si veda BERTINI UMBERTO (1969), *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Colombo Corsi, Pisa.

“miopi” per corrispondere alle attese a “breve termine” che analisti finanziari ed investitori ripongono sull’azienda e così via.

Si parla quindi di costi “politici” e di *litigation cost*²³², dovuti al fatto che una maggior trasparenza può aumentare la pressione politica sull’azienda ed indurre ad incrementare le richieste provenienti da diversi stakeholder, nonché di costi “operativi indiretti”, per l’adozione da parte del management dell’azienda di comportamenti sub ottimali a seguito degli obblighi informativi a suo carico, quali ad esempio l’obbligo di presentare i risultati ogni trimestre alla comunità finanziaria (enfasi sulle performance a breve²³³, politiche di *window dressing* ecc.)²³⁴.

Con riferimento a quest’ultimo aspetto è necessario anche citare, a nostro parere, il costo non monetario derivante dalla pressione “psicologica” esercitata sul management dai giudizi rilasciati dagli analisti finanziari e dagli altri *opinion leader* in merito alla gestione aziendale ed alle prospettive del business, nonché sull’imprenditore nel caso in cui parte delle azioni oggetto di offerta siano state vendute a dipendenti e collaboratori²³⁵ ed il prezzo delle azioni non si mantenga su livelli adeguati²³⁶.

²³² Cfr. SALOMON RICHARD (1977), “Second thoughts on going public”, op.cit.; DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pagg. 111 e ss.

²³³ Scrive Salomon con riferimento al periodo successivo alla quotazione della sua azienda: «Now, however, the price of the stock became a chief management concern and almost the sole topic of discussion. All of us, myself included, underwent a change in the way we looked at our business. Where we had pursued single-mindedly whatever looked best for our long-range future, we began to be very conscious of the effect on short-term results. ... In sum, we began to run scared with one eye on short-term results». SALOMON RICHARD (1977), “Second thoughts on going public”, op.cit.

²³⁴ Cfr. DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pagg. 133 e ss. La Bonaccorsi Di Patti in proposito ha affermato: “La maggior visibilità della società quotata e la possibile amplificazione degli effetti di segnali che riguardano la società stessa, dovuta alla maggiore liquidità delle azioni, può anche determinare distorsioni negli incentivi dei dirigenti. In particolare, la letteratura nota che i dirigenti delle società quotate potrebbero essere vincolati da una prospettiva di breve periodo poiché gli investitori possono facilmente spostare il loro portafoglio da un titolo all’altro alla ricerca del miglior rendimento atteso. Essi potrebbero essere spinti dal perseguimento di utili a breve termine e ad una politica di distribuzione dei dividendi a scapito della crescita e degli investimenti di lungo periodo”. BONACCORSI DI PATTI EMILIA (1999), “Fa bene quotarsi? Un confronto tra società quotate e non”, op.cit., pagg. 318-319. Si veda in merito anche PORTER MICHAEL E. (1992), “Capital Disadvantage: America’s Failing Capital Investment System”, in *Harvard Business Review*, September-October, 65-82.

²³⁵ Tiscini con riferimento alle frodi contabili parla di “frodi che traggono la loro origine dalla pressione che, a diversi livelli, viene esercitata sulle imprese circa il raggiungimento di determinati

Tuttavia è opportuno evidenziare che alcuni Autori hanno sottolineato come una maggiore trasparenza aziendale sia in grado di ridurre i costi della quotazione (*underpricing*, commissioni di *underwriting* e spese legali e di revisione contabile ecc.), in quanto contribuisce a ridurre l'incertezza e dunque il rischio percepito dagli investitori²³⁷.

In particolare, l'obbligo di fornire un'informativa continua impone di riferire sugli eventi *price sensitive*, fornendo cioè tutta l'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento. Si tratta dunque di tutte le notizie che, se rese pubbliche, potrebbero influire in modo sensibile sui prezzi delle azioni quotate.

È evidente dunque la "ampiezza" e la "profondità" delle comunicazioni imposte dal legislatore ed all'interno delle quali può farsi rientrare l'obbligo di divulgare numerose informazioni, anche particolarmente "sensibili" dal punto di vista competitivo²³⁸ e sociale.

Tale evidenza dovrebbe a nostro parere indurre le competenti autorità, dotate di poteri legislativi e regolamentari, a porre particolare attenzione ogni qual volta intendano effettuare un nuovo intervento regolatorio, introducendo nuovi o più incisivi oneri informativi per le aziende quotate²³⁹. È necessaria, a nostro parere, una

risultati". L'Autore afferma che tali frodi sono «generalmente realizzate tramite graduali e crescenti, ma inizialmente ridotti interventi sui risultati (anticipazione dei ricavi, sottostima degli accantonamenti, sovrastima delle capitalizzazioni di costi), mirati essenzialmente a soddisfare le attese dei mercati. ... nel caso della pressione sui risultati ... è soprattutto uno stimolo esterno, ambientale, dovuto al mercato di riferimento e alle esigenze degli stakeholder a premere sul management e ad indurlo alla frode contabile». TISCINI RICCARDO (2004), "Le frodi contabili e la loro genesi nella realtà d'impresa", op.cit., pag. 43.

²³⁶ Cfr. SALOMON RICHARD (1977), "Second thoughts on going public", op.cit. È questo il caso, ad esempio, stante alle notizie apparse sulla stampa, di Saras, le cui azioni, dopo circa 8 mesi dalla quotazione, hanno perso circa il 35% del valore.

²³⁷ Cfr. ANG JAMES, BRAU JAMES C. (2002), "Firm transparency and the costs of going public", *The Journal of Financial Research*, Vol. XXV, n. 1, Spring. Con riferimento al ruolo dei venture capitalists nel ridurre le asimmetrie informative associate alle aziende quotande e, conseguentemente, anche i costi legati all'ingresso in borsa si veda MEGGINSON WILLIAM L., WEISS KATHLEEN (1991), "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, n. 3, July.

²³⁸ Cfr. JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pag. 315; RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, op.cit., pag. 25.

²³⁹ Cfr. QUAGLI ALBERTO (2005), *Comunicare il futuro*, op.cit., pag. 52. A tal proposito invece Zingales propone di istituire una "agenzia governativa" per valutare costi e benefici dell'introduzione

valutazione estremamente accurata dei costi e benefici connessi a tale decisione²⁴⁰, ricordando che l'introduzione di nuovi obblighi, aumentando anche solo i costi opportunità, può, di fatto, scoraggiare l'ingresso o la successiva permanenza in borsa delle aziende.

All'informativa obbligatoria occorre poi aggiungere l'informazione che volontariamente, nell'ottica della ricerca di "elementi distintivi", l'azienda decide di divulgare (informativa "voluta"²⁴¹).

I costi opportunità sostenuti per migliorare la *disclosure* aziendale sono dovuti quindi, in primo luogo, ai cosiddetti "costi di posizione competitiva"²⁴², nel caso in cui per adempiere agli obblighi di legge o per soddisfare le esigenze conoscitive del "mercato" sia necessaria la divulgazione di informazioni "riservate"²⁴³ e con una valenza competitiva che possono andare a vantaggio dei concorrenti²⁴⁴. Ad esempio,

di ogni nuovo obbligo informativo, segnalando però nello stesso contesto l'esigenza di indipendenza e autonomia della stessa e dell'esistenza di "rischi di lobbying". ZINGALES LUIGI (2004), "The costs and benefits of financial market regulation", op.cit. Con riferimento ai costi diretti ed indiretti della regolamentazione per le aziende operanti nel settore dei servizi finanziari nel Regno Unito si veda FRANKS JULIAN R., SCHAFFER STEPHEN M., STAUNTON MICHAEL D. (1998), "The direct and compliance costs of financial regulation", *Journal of banking & Finance*, 21.

²⁴⁰ Nella recente audizione al Senato della Repubblica, il Presidente della Consob Lamberto Cardia ha evidenziato, ad esempio, come con l'approvazione della L. 262 del 2005 (Legge sul Risparmio) «nel comprensibile intento di rispondere il più puntualmente possibile alle carenze emerse con le crisi societarie, è prevalso, soprattutto in alcune aree, un approccio eccessivamente "sintomatico", volto cioè a intervenire direttamente e con norme di dettaglio sui sintomi più evidenti delle patologie manifestatesi, non sempre assicurando un'adeguata valutazione della coerenza complessiva del quadro normativo e del necessario equilibrio tra costi e benefici delle regole». Il Presidente ha poi segnalato la costituzione in seno alla Consob, sulla base delle richieste della legge 29 luglio 2003 n. 203, di una nuova unità organizzativa per l'analisi dell'impatto economico della normativa. Cfr. CARDIA LAMBERTO (2006), *Audizione del Presidente della Consob. Indagine conoscitiva sulle questioni attinenti all'attuazione della Legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, Senato della Repubblica, 6^a Commissione permanente (Finanze e Tesoro), Roma, 27 settembre.

²⁴¹ Cfr. DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pagg. 149 e ss.

²⁴² Cfr. DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pagg. 123 e ss.; YOSHA OVED (1995), "Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source", op.cit.; DRAHO JASON (2004), *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, op.cit., pagg. 66 e ss.

²⁴³ Ad esempio il TUF, all'articolo 120, richiede specifici obblighi informativi da parte di chi detenga partecipazioni rilevanti, ossia superiori alla soglia del 2% del capitale con diritto di voto e, all'articolo 122, per i patti parasociali aventi ad oggetto le società quotate o le sue controllanti.

²⁴⁴ Con riferimento ai costi di «posizione competitiva» si veda DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pagg. 123 e ss. Si veda anche JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pagg. 315 e ss.

alcuni Autori hanno rilevato come la competizione all'interno del settore possa aumentare nel caso in cui i prezzi delle azioni della società quotata si assestino su livelli elevati²⁴⁵.

La quotazione sottintende, come detto, una modifica nella struttura proprietaria aziendale, con l'ingresso di nuovi soci che possono aggiungersi a quelli esistenti o sostituirsi ad alcuni di essi. Oltre, come già affermato, ad aumentare la complessità nella gestione delle assemblee sociali (cui potrebbero voler partecipare anche i cosiddetti "professionisti delle assemblee"²⁴⁶), uno dei principali costi opportunità associati alla quotazione è ricollegabile proprio al mutamento di assetto proprietario²⁴⁷. La quotazione impone infatti indubbiamente anche la modifica delle modalità di funzionamento degli organi sociali e la distribuzione dei poteri decisionali (sistema di *corporate governance*)²⁴⁸: più l'imprenditore si rivela riluttante a condividere con altri soggetti le decisioni e la creazione di valore che riguardano l'azienda, tanto più egli riterrà "onerosa" l'ipotesi di quotazione e si opporrà all'apertura della compagine societaria²⁴⁹.

Nel caso in cui, come spesso avviene²⁵⁰, il fondatore dell'azienda decida di mantenere il controllo aziendale, egli andrà incontro a costi opportunità relativi alla mancata o carente diversificazione del proprio portafoglio ed alla ridotta liquidità del titolo in borsa²⁵¹.

²⁴⁵ Cfr. MAKSIMOVIC VOJISLAV, PICHLER PEGARET (2001), "Technological innovation and initial public offerings", op.cit.

²⁴⁶ Si tratta di soggetti che sistematicamente acquistano azioni (solitamente poche) di aziende quotate, al solo fine di poter partecipare alle assemblee sociali e "disturbarne" il regolare svolgimento con interrogazioni al management, obiezioni ecc. quando l'azienda non accetti di interloquire direttamente con tali soggetti (ad esempio acquistando spazi pubblicitari, riviste ecc.).

²⁴⁷ Cfr. PAGANO MARCO, RÖELL AILSA (1998), "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public", op.cit., pag. 201.

²⁴⁸ Antonelli parla in proposito di "innovazione nei sistemi manageriali". ANTONELLI VALERIO (1997), *Il costo delle strategie. Aspetti evolutivi della gestione e determinazioni quantitative*, op.cit., pagg. 81 e ss.

²⁴⁹ Cfr. ONADO MARCO (2004), *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, op. cit., pag. 183; PERRINI FRANCESCO (1998), *Capitale di rischio*, op cit., pag. 138.

²⁵⁰ Con riferimento all'Italia si veda la ricerca empirica descritta in RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, op.cit., pagg. 94 e ss.

²⁵¹ Cfr. RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, op.cit., pag. 36 e pagg. 98-99.

In molti Paesi, fra cui anche l'Italia, l'adesione a regole pubbliche o di autodisciplina in tema di *corporate governance* costituisce un elemento quasi sempre indispensabile e "costoso" per accedere alla quotazione in Borsa²⁵²; ad esempio avere amministratori indipendenti può contribuire a ridurre la riservatezza aziendale, soprattutto sulle scelte più determinanti²⁵³.

Fra i costi opportunità possiamo anche far rientrare quelli connessi al rischio che subisce in genere qualunque azienda quotata di subire, indipendentemente dalle performance gestionali, l'andamento negativo del mercato (rischio sistematico)²⁵⁴ o eventuali pressioni speculative che generano forti oscillazioni di prezzo²⁵⁵, nonché il rischio di subire scalate ostili (*take-over*) che mirano all'acquisizione del controllo dell'azienda a danno degli azionisti esistenti. Ovviamente quest'ultimo rischio esiste solo nel caso in cui sul mercato resti disponibile la maggioranza delle azioni - quindi se l'azienda non è controllata "di diritto" - e cresce all'aumentare della percentuale di capitale quotata; tale rischio può essere dunque eliminato, conferendo ad esempio almeno il 51% delle azioni ad una holding non quotata²⁵⁶.

²⁵² Ai sensi delle Istruzioni emanate dalla Borsa Italiana, le società emittenti azioni quotate devono redigere, con cadenza annuale, una relazione sul proprio sistema di *corporate governance* e sull'adesione al Codice di autodisciplina. Tale nuovo requisito di quotazione è stato introdotto nel corpo regolamentare del mercato italiano nel marzo 2000, costituendo il secondo esempio in Europa dopo la Gran Bretagna, che ha introdotto l'obbligo nel 1995. A livello normativo, in Italia, Il Testo Unico della Finanza (TUF - d.lgs 58/1998) ed i successivi regolamenti emanati dalla Consob hanno introdotto per le società quotate rilevanti novità in tema di *governance* delle società quotate con riferimento ad esempio alla protezione legale degli azionisti di minoranza, al ruolo degli organi di controllo endosocietari, alla trasparenza ed all'informativa obbligatoria e non.

²⁵³ Cfr. DOIDGE CRAIG, KAROLYI G. ANDREW, STULZ RENÉ M. (2004), "Why do countries matter so much for corporate governance?", *ECGI Finance working paper* n. 50, September.

²⁵⁴ «Il rischio sistematico esprime ... la dipendenza che il rendimento di un investimento presenta rispetto alle condizioni comuni dell'ambiente economico, come tali non influenzabili dalle scelte aziendali (il tasso di inflazione, i prezzi internazionali delle risorse naturali, il regime fiscale)». REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, EGEA, Milano, pag. 199.

²⁵⁵ Si tratta di quello che Jovenitti definisce «la vulnerabilità all'andamento congiunturale ed emotivo del mercato mobiliare». Cfr. JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pag. 280.

²⁵⁶ Cfr. GUELFIL SILVANO (2001), *La quotazione in Borsa*, op.cit., pagg. 335 e ss. Come sostenuto da alcuni Autori, in pratica la quotazione non rappresenta il canale ottimale per la cessione del controllo ed infatti quasi sempre anche dopo l'ingresso in borsa gli azionisti preesistenti mantengono la proprietà di una quota superiore al 50%. Cfr. MELLO ANTONIO S., PARSONS JOHN E. (1998), "Going public and the ownership structure of the firm", op.cit.

Un ulteriore aspetto rilevante si lega all'esigenza di garantire una remunerazione adeguata agli investitori e soprattutto in linea con gli standard di mercato; ciò implica per l'azienda il dover valutare il costo opportunità di distribuire tutti o parte degli utili agli azionisti piuttosto che impiegare tale liquidità per progetti di investimento stimati come capaci di creare valore (le cosiddette politiche dei dividendi)²⁵⁷.

A prescindere dalle diverse modalità di classificazione dei costi della quotazione è evidente la rilevanza del tema del *costing* per il soggetto economico al momento di assumere la decisione di ingresso in borsa. Gli elementi da valutare sono molteplici, in quanto si legano non solo alla fase precedente o concomitante la quotazione (costi di ingresso), ma anche alla successiva permanenza sul listino dell'azienda.

La valutazione *ex ante* risulta complessa anche in quanto si tratta, come detto, di costi solo raramente fissi, ma quasi sempre variabili sulla base di diversi parametri, quali la dimensione dell'offerta, la "complessità" della struttura aziendale, il settore di appartenenza, la necessità di riorganizzazioni interne preliminari al processo di quotazione e così via.

Infine, l'estrema complessità nella valutazione dei costi di quotazione deriva anche dalla natura non sempre "monetaria" di tali costi: come è emerso nel corso dell'analisi, infatti, talvolta alcuni costi, anche estremamente rilevanti per fini decisionali, pur non essendo sostenuti finanziariamente rappresentano un "sacrificio" che l'azienda deve sopportare.

Il tema dei costi della quotazione è estremamente significativo anche da un punto di vista "macroeconomico": infatti, l'esistenza di oneri eccessivi rischia di scoraggiare l'accesso di aziende "sane" e con prospettive future apprezzabili a vantaggio, invece, di realtà imprenditoriali meno appetibili per investitori accorti ed esperti ma che, in virtù della necessità impellente di fare cassa o risolvere altre problematiche significative, non rinunciano comunque ad accedere alla borsa,

²⁵⁷ Per una disamina della rilevanza delle decisioni riguardanti la politica dei dividendi nelle società quotate e delle teorie connesse si veda ROSS STEPHEN A., WESTERFIELD RANDOLPH W., JAFFE JEFFREY F. (1997), *Finanza aziendale*, op.cit., pagg. 645 e ss.

nonostante i maggiori oneri e la maggiore complessità. Per il noto meccanismo della “selezione avversa”²⁵⁸, quindi, una eccessiva onerosità del percorso di accesso alla borsa per le aziende, può arrecare pregiudizio alla “qualità” dell’intero mercato finanziario.

²⁵⁸ Il meccanismo della selezione avversa (*adverse selection*) rientra nell’ambito delle problematiche relative alle asimmetrie informative. L’asimmetria informativa, come noto, è una condizione in cui una informazione rilevante non è condivisa integralmente fra gli individui interessati, per cui una parte ha maggiori informazioni rispetto al resto dei partecipanti e può trarre un vantaggio da questa situazione. Cfr. AKERLOF GEORGE A. (1970), “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, August.

CAPITOLO 2.

L'INGRESSO IN BORSA NELLA PROSPETTIVA DELL'ANALISI STRATEGICA

2.1. La quotazione come “catalizzatore” del cambiamento aziendale

L'azienda è un fenomeno dinamico¹, una realtà in continuo cambiamento in cui gli avvicendamenti di idee, persone, interlocutori, beni, attività costituiscono eventi abituali e ricorrenti². Nel caso della quotazione, i cambiamenti aziendali³ derivano da un atteggiamento “deliberato” del soggetto economico⁴, che si orienta a

¹ Sul concetto di azienda come fenomeno dinamico si vedano fra gli altri ZAPPA GINO (1937), *Il reddito d'impresa*, op.cit., pag. 14 e ss.; CECCHERELLI ALBERTO (1955), *Istituzioni di ragioneria*, Le Monnier, Firenze, pagg. 6 e ss.; AMADUZZI ALDO (1963), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, op.cit., pag. 19; MASINI CARLO (1970), *Lavoro e Risparmio*, op.cit., pagg. 18 e ss.; BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d'azienda*, op.cit., pagg. 16 e ss.; GIANNESI EGIDIO (1979), *Appunti di economia aziendale*, op.cit., pagg. 9 e ss.; FERRERO GIOVANNI (1987), *Impresa e management*, op.cit., pag. 10.

² Scrive Bertini: «I sistemi sociali, e quindi le aziende che ne costituiscono una delle espressioni più vive e vitali, presentano le stesse caratteristiche dei sistemi organici: sono infatti costituiti da strutture e processi. La configurazione statica tuttavia in pratica non esiste, in quanto non è concepibile la stasi per i fenomeni sociali. ... Non ha senso dunque, in questo campo, parlare di sistemi statici e sistemi dinamici. Il sistema sociale è sempre dinamico, anche se lo svolgimento dei diversi processi richiede la predisposizione di strutture; queste, peraltro, sono così sensibili alla dinamica sociale da subire in momenti successivi alterazioni radicali nei rapporti tra le diverse parti o elementi componenti, al punto da richiedere una sorveglianza continua ed un procedimento costante di adeguamento alle mutate condizioni dell'ambiente nel quale esso opera». BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d'azienda*, op.cit., pag. 17. L'azienda è dunque intesa come «unità economica del sistema sociale. ... Tale struttura è dinamica, nel senso cioè che si rinnova continuamente per effetto del mutare dei vincoli interni e delle condizioni ambientali». BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d'azienda*, op.cit., pag. 29.

³ Con riferimento in generale ai processi di cambiamento in azienda si veda KOTTER JOHN P. (1995), “Leading Change: Why Transformation Efforts Fail”, *Harvard Business Review*, March-April.

⁴ Il Bianchi Martini in proposito afferma: «Si può dire ... che la politica aziendale, come prodotto dell'attività di governo, esprime e si estrinseca in un insieme di idee, decisioni ed azioni volte all'efficace ed efficiente attuazione della formula imprenditoriale. La politica aziendale si muove pertanto all'interno della formula imprenditoriale operante e si orienta ad attuare la stessa con efficacia ed efficienza intervenendo, se del caso, con operazioni di “manutenzione” o “riorientamento”. Quando la politica aziendale è consapevolmente volta al cambiamento del modello gestionale, è orientata cioè a perseguire un disegno imprenditoriale “del domani” che tende a rompere gli equilibri nella formula in atto, essa assume i caratteri della strategia. L'azienda deve essere guidata verso l'esaltazione del proprio fine istituzionale (creazione di valore secondo una prospettiva “a valere nel tempo” e ciò può

mettere consapevolmente in discussione la formula imprenditoriale ed i modelli gestionali esistenti, le idee e le decisioni precedentemente assunte⁵, al di là dunque della fisiologica tensione verso adattamenti progressivi⁶, volti al raggiungimento di condizioni operative ottimali⁷. Si tratta quindi di una decisione che concerne

avvenire solo se, oltre a perseguire l'efficacia e l'efficienza della formula imprenditoriale operante, essa riesce ad intraprendere consapevoli cammini innovativi». BIANCHI MARTINI SILVIO (2005), *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, Il Borghetto, Pisa, pag. 16.

⁵ «La gestione strategica, qualunque sia il tipo di strategia adottata – espansione, penetrazione, integrazione, diversificazione, estensione, selezione, cessione – nonché la filosofia seguita – impostazione strategica fondata sul vantaggio competitivo: Porter, Ohmae; ovvero sulla turbolenza dell'ambiente: Drucker, Normann, Ansoff, Peters & Waterman – si fonda su un processo di cambiamento che coinvolge non soltanto la posizione dell'azienda sul mercato, ma anche la struttura organizzativa interna. È implicito dunque, nella gestione strategica ... il riferimento ad una “nuova missione” dell'azienda, ad un diverso equilibrio funzionale del sistema produttivo, ad una prospettiva migliore di economicità». BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pag. 86. «L'attitudine a perseguire un orientamento consapevole al cambiamento imprenditoriale, volto a mantenere l'azienda durevolmente sul sentiero dello sviluppo in un contesto ambientale mutevole, si esprime, in termini di professionalità manageriale, nella capacità di gestione strategica». BIANCHI MARTINI SILVIO (2005), *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, op.cit., pag. 38. Donna afferma che le decisioni aziendali assumono «natura di decisioni strategiche laddove ad esse si associassero rilevanti conseguenze in termini di posizione competitiva: se la sostituzione di una linea di produzione è determinante per modificare la posizione competitiva dell'impresa rispetto ai suoi concorrenti; se l'ottemperamento a norme di carattere ambientale è ritenuto cruciale per migliorare l'immagine pubblica dell'impresa; se l'acquisizione della commessa di cui occorre proporre un prezzo è determinante per arginare l'invasione di un concorrente; se l'informatizzazione del lavoro d'ufficio è finalizzata a migliorare strutturalmente la posizione di costo o la capacità di servizio, ecco che tutte quelle decisioni vengono ad assumere vera e propria natura strategica». DONNA GIORGIO (1992), *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, op.cit., pag. 7. L'Autore chiarisce inoltre che «se strategia significa ricerca di formule imprenditoriali consonanti con le forze ambientali, ne consegue che quanto più tali forze si presentano statiche o in lenta evoluzione, tanto meno si manifesta la necessità/opportunità di cambiamenti di rotta; viceversa, quanto più quelle forze sono dinamiche e si muovono all'insegna della discontinuità, tanto più si generano minacce ed opportunità che spingeranno l'impresa a cambiare qualche ingrediente nella propria formula, pena il trovarsi assorbita da una spirale involutiva che giungerà in tempi più o meno lunghi ad espellerla dal sistema economico o il perdere occasioni forse irripetibili per assicurarsi un futuro vitale». DONNA GIORGIO (1992), *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, op.cit., pag. 14.

⁶ Il Bertini ricorda che «l'azienda tende a riprodursi e rigenerarsi secondo un processo continuo che ammette non soltanto mutamenti strutturali interni, con possibile sostituzione di elementi, ma risulta altresì perennemente influenzata dalle condizioni ambientali. Si determina, in altre parole, un interscambio continuo tra l'azienda e il proprio ambiente senza che sia perciò possibile distinguere i mutamenti propri dei processi originari da quelli indotti». BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d'azienda*, op.cit., pag. 33.

⁷ Scrive Donna: «Fino alla fine degli anni '70, cambiamenti della formula imprenditoriale erano la rara eccezione ad una regola che vedeva le imprese impegnate a gestire e riprodurre (auspicabilmente su dimensioni via via crescenti) una formula sostanzialmente stabile. Il cambiamento di formula si presentava come fatto episodico e straordinario, come un fenomeno *una tantum* legato a circostanze assolutamente eccezionali ... A partire dagli anni '80, le imprese che hanno potuto permettersi di non prendere almeno in considerazione un cambiamento nella propria formula divengono l'assoluta minoranza rispetto a quelle che hanno realizzato cambiamenti anche profondi o stanno meditando di

questioni che interessano l'azienda nella sua globalità a partire dalle finalità che ne guidano l'operato⁸.

Una volta deciso l'ingresso in borsa, infatti, il sistema aziendale deve prepararsi a tale evento, attuando numerosi - e talvolta estremamente significativi - cambiamenti di tipo organizzativo, per adeguarsi alle mutate esigenze interne e per rispondere alle richieste normative e regolamentari, nonché alle prassi del mercato.

In aggiunta, come già ricordato, l'azienda si trova di fronte nuovi interlocutori, quali l'autorità di vigilanza, la società di gestione del mercato e gli analisti finanziari, soggetti esigenti e competenti, dei quali è necessario individuare e soddisfare le aspettative.

I cambiamenti indotti dalla quotazione riguardano, come più volte ricordato, anche la sfera finanziaria, con l'apertura di un nuovo canale di finanziamento⁹, l'esigenza di rinegoziare i rapporti preesistenti e la possibilità di finanziare percorsi di crescita interna ed esterna¹⁰ all'azienda.

farli ... Ogni impresa deve oggi prestare continua attenzione non solo alla *qualità della gestione*, cioè all'efficacia ed efficienza nell'impiego delle risorse, ma altresì alla *qualità della formula*, cioè alla coerenza della sua strategia con le condizioni evolutive del sistema competitivo». DONNA GIORGIO (1992), *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, op.cit., pagg. 13-14. Porter sostiene infatti che l'efficacia operativa non è da intendersi come una strategia in quanto, benché entrambe risultino essenziali per conseguire performance superiori, si basano su concetti differenti: l'efficacia operativa consente infatti di eseguire attività similari in modo migliore rispetto ai concorrenti; la strategia mira invece a realizzare attività diverse rispetto ai concorrenti oppure attività simili ma in modo differente. L'Autore afferma in proposito «A company can outperform rivals only if it can establish a difference it can preserve. It must deliver greater value to customers or create comparable value at a lower cost, or do both ... The essence of strategy is choosing to perform activities differently than rivals do». Per approfondimenti si rimanda a PORTER MICHAEL (1996), "What is strategy?", *Harvard Business Review*, Novembre-December.

⁸ Coda parla di decisioni *esistenziali o finalistiche*, affermando che le decisioni esistenziali sono quelle in cui «si tratta di decidere se l'impresa ha ragione di sussistere in relazione a certi scopi». L'azienda deve quindi essere pensata come uno «strumento che serve a determinate persone costituenti il suo soggetto economico». CODA VITTORIO (1968), "Sull'attività di direzione dell'impresa", *Rivista internazionale di scienze economiche e commerciali*, n. 1. Si veda anche BRUNETTI GIORGIO (1974), *Le decisioni finanziarie nell'economia d'impresa*, op.cit., pagg. 21 e ss.

⁹ Scrive Antonelli: «Nell'azienda contemporanea il processo di cambiamento, investendo l'intero sistema, non può essere circoscritto ad un aspetto o problema senza coinvolgere, più o meno direttamente, le diverse dimensioni della formula imprenditoriale. Più propriamente potremo parlare di innovazione aziendale che si manifesta ed esprime in forme diverse». ANTONELLI VALERIO (1997), *Il costo delle strategie. Aspetti evolutivi della gestione e determinazioni quantitative*, op.cit., pag. 49.

¹⁰ Bertini afferma che il fenomeno dello sviluppo deve essere interpretato come «un percorso di crescita dell'azienda realizzabile mediante la valorizzazione delle potenzialità insite nel sistema

Sembra quindi ormai condiviso che la quotazione in borsa possa, se adeguatamente preparata e gestita, rappresentare un incentivo per adottare strutture produttive e modalità organizzative più efficienti, uno stimolo alla trasparenza e all'*accountability*, uno strumento di riequilibrio e rafforzamento dell'assetto finanziario ed un propulsore per i progetti di sviluppo aziendali¹¹.

Negli ultimi tempi si è assistito ad un progressivo avvicinamento non solo delle grandi, ma anche delle piccole e medie imprese, al mercato finanziario.

Tuttavia, non sempre le aziende che si sono quotate hanno dimostrato di averne avuto la necessaria preparazione ed una adeguata predisposizione¹², facendo dubitare che la possibilità di quotazione in borsa sia stata valutata, *ex-ante*, in modo adeguato e completo¹³.

Nella storia della borsa sono rilevabili, ad esempio, casi in cui un'azienda, dopo un periodo più o meno lungo di permanenza sul listino, ha proceduto al

produttivo, ovvero mediante la ricerca di nuove potenzialità esterne». L'Autore aggiunge inoltre che «sia lo sviluppo interno che quello esterno hanno ... "percorsi" abbastanza simili; percorsi che, in determinati casi, possono addirittura coincidere. Il centro motore dello sviluppo aziendale, comunque, va ricercato nella "condizione operativa interna", che, con i suoi punti di forza e di debolezza, fornisce quasi sempre gli spunti più significativi per i diversi tipi di crescita». BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pag. 60 e pag. 63.

¹¹ Ponendosi in un'ottica di lungo periodo, Bertini sostiene che «è difficile dissociare l'idea dello sviluppo da una politica di miglioramento e potenziamento della struttura produttiva: in quest'ottica, infatti, qualsiasi processo di sviluppo comporta il ricorso a nuovi investimenti per garantire l'adeguamento del sistema operativo ai nuovi livelli di economicità». BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pag. 48. Galeotti ricorda che «l'esistenza di un diverso ventaglio di opportunità di sviluppo costituisce obiettivamente un importante elemento di distinzione fra aziende. Le occasioni di sviluppo, infatti, non si offrono in via generalizzata ed in modo omogeneo a tutte le imprese. Per coglierle è necessario disporre di particolari competenze, di risorse specifiche, di conoscenze specialistiche, di informazioni riservate. Inoltre, tali opportunità sono sfruttate con differente grado di economicità dalle diverse imprese, in funzione delle loro specifiche condizioni operative». GALEOTTI MICHELE (2000), "Gli aspetti dinamici della gestione prospettica: la "razionalità" delle stime reddituali e finanziarie", op.cit., pagg. 101-102.

¹² Welch e Ritter ad esempio affermano: "It is a conventional wisdom among both academics and practitioners that the quality of firms going public deteriorates as a period of high issuing volume progresses". WELCH IVO, RITTER JAY (2002), "A review of IPO activity, pricing and allocations", op.cit., pag. 8. Cfr. FAMA EUGENE F., FRENCH KENNETH R. (2004), "New lists: Fundamentals and survival rates", op.cit.

¹³ Si veda ad esempio l'articolo del quotidiano *Il Sole 24 ore*, in cui si commentano le esperienze di tre aziende quotate: la Eurofly, la Cell Therapeutics ed Eutelìa. Cfr. LOPS VITO (2006), "Tre crolli dal conto salato", *Il Sole 24 Ore* del 19 agosto, pag. 6.

delisting volontario¹⁴; tale decisione viene spesso adottata dal soggetto economico nella convinzione che la società abbia un “valore” superiore a quello espresso al momento dalla borsa¹⁵ e, dunque, che sia opportuna, nonostante i costi già sostenuti, una operazione di riacquisto del flottante¹⁶.

Taluni imprenditori e manager, inoltre, motivano il *delisting* lamentando l'eccessiva onerosità dello *status* di azienda quotata, constatando che le piccole e medie imprese spesso non riescono a compensare adeguatamente gli oneri derivanti dalla regolamentazione e dalle richieste del mercato, con i benefici della quotazione, anche a causa dello scarso interesse mostrato dagli investitori, soprattutto quelli istituzionali, nei confronti dei titoli delle aziende a minore capitalizzazione (le cosiddette *small cap*)¹⁷.

Nel mercato italiano infatti tradizionalmente gli investitori istituzionali sono stati piuttosto refrattari ad impiegare i fondi nelle piccole e medie aziende quotate. Ciò principalmente a causa della minore liquidità dei titoli delle *small cap* che, in caso di decisione di disinvestimento presa contemporaneamente da parte di più fondi,

¹⁴ In merito si veda GERANIO MANUELA (2004), “I *delisting* dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze”, op.cit.

¹⁵ Scrive in proposito Donna: «Su un piano più pratico, trova conferma la non opportunità di far ricorso a valori di mercato, e di Borsa in particolare, come elementi di riscontro utili ad acquisire punti di riferimento quantitativi più ricchi ed articolati al fine del calcolo del capitale economico. E questo anche se è pur vero che i processi evolutivi in atto nei mercati finanziari vanno nella direzione della maggior efficienza, e che quindi i valori formantisi nei mercati di Borsa acquisiranno sempre più “sostanza economica”, cioè coerenza con il valore economico delle attività sottostanti i titoli. ... Tuttavia, il valore di mercato del capitale economico trova ancora troppe ottime ragioni per posizionarsi su livelli anche significativamente diversi dal valore del capitale economico, per cui a questo e non a quello occorre riferirsi come criterio-guida per orientare le proprie scelte». DONNA GIORGIO (1992), *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, Giuffrè, Milano, pag. 67. In merito si veda anche FERRERO GIOVANNI (1966), *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, pagg. 199-200.

¹⁶ È questo il caso del recente *delisting* di De Rigo, uno dei principali produttori e distributori al mondo di occhiali di alta qualità, dal NYSE negli Stati Uniti; il *delisting* è avvenuto nel corso del 2005 a seguito di un'OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) sul flottante della società (pari al 20% circa) lanciata al prezzo di 8,75 euro per azione (contro i 16 dollari del collocamento che era avvenuto del 1996). In Italia una decisione analoga è stata presa ad esempio nel 2003 da Savino del Bene, un gruppo internazionale che opera nel campo dei trasporti. I soci ritennero che l'operazione di *delisting* fosse una grande opportunità a causa del basso valore raggiunto dai titoli, giudicato non coerente con la realtà aziendale.

¹⁷ Ravasi ad esempio ha affermato: “È ancora vero, comunque, per le imprese a minore capitalizzazione, che l'andamento del titolo spesso non riflette per niente la capacità dell'impresa di creare valore”. RAVASI DAVIDE (2002), *La quotazione in borsa delle imprese familiari*, op.cit.

non assicurerebbe una pronta liquidabilità dei titoli e potrebbe comportare, conseguentemente, la conclusione delle vendite a prezzi ridotti.

Di contro occorre però evidenziare che i titoli delle piccole e medie imprese quotate, proprio in virtù della loro minore liquidità, non si prestano tendenzialmente a manovre speculative e pertanto potrebbero risultare adatti, quindi, come investimento per fondi comuni o fondi pensione che profili di investimento a medio lungo termine.

In molti casi, quindi, sembra emergere con chiarezza l'ammissione, anche se implicita, di non aver valutato con la dovuta attenzione tutte le implicazioni della quotazione, trovandosi impreparati di fronte ad alcune conseguenze almeno in parte prevedibili¹⁸.

Uno studio di Jain e Kini ha cercato di identificare alcune delle "determinanti" dello *status* che le aziende possono assumere dopo la quotazione: l'indipendenza (*survivors*), l'acquisizione da parte di altre aziende ed il conseguente *delisting* (*acquired*) oppure il fallimento o comunque il *delisting* a causa di performance negative (*non-survivors*)¹⁹. Lo studio ha interessato un campione di 877 aziende che hanno realizzato una IPO nel periodo 1977-1990, delle quali è stato osservato lo *status* raggiunto nei cinque anni successivi all'evento della quotazione in borsa. Il

¹⁸ Ad esempio l'azionista di riferimento e fondatore di Procomac, azienda attiva nella produzione di impianti per l'imbottigliamento, dopo aver deciso la quotazione in borsa dell'azienda nel luglio 2004, dopo pochi mesi ha lanciato una offerta di acquisto, «principalmente motivata dall'opportunità, alla luce della situazione economico-finanziaria e dei risultati di periodo dell'emittente non conformi alle prospettive illustrate in sede di quotazione, di offrire agli azionisti di minoranza la possibilità di disinvestire le azioni detenute allo stesso prezzo determinato in occasione della quotazione. Inoltre, la realizzazione della presente offerta, finalizzata al *delisting* della società, è ritenuta dall'offerente funzionale all'attuazione del piano di risanamento della società stessa e del relativo gruppo». Cfr. CONSOB (2005), Notiziario settimanale - anno XI - N° 7, 14 febbraio.

Una situazione simile ha interessato la Calp, azienda di produzione di cristalli, che accanto ad una motivazione "industriale" - il bisogno di finanziare l'acquisto di un forno per avviare una nuova produzione a margini più elevati - si è delistata in vista dell'ingresso di fondi di investimento che entreranno nel capitale. In questo caso si legge in un articolo della stampa «l'alternativa di un aumento di capitale non è stata presa in considerazione, da un lato per le condizioni proibitive di Borsa, dall'altro perché i soci erano intenzionati a realizzare un parte dell'investimento. Sullo sfondo ci sono le considerazioni delle pmi che, spesso trascurate dal mercato, trovano oneroso rispettare gli obblighi derivanti dalla quotazione per concludere, qualche volta, che il gioco non vale la candela. Come aveva fatto alla fine dello scorso anno Idra Presse, che precorrendo i tempi, aveva avviato la procedura di *delisting*». OLIVIERI ANTONELLA (2002), "Bassa pressione in Borsa, piovono Opa", *Il Sole 24 Ore, Finanza e Mercati* del 19 luglio, pag. 1.

¹⁹ Cfr. JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1999), "The Life Cycle of Initial Public Offering Firms", op.cit.

69% del campione è risultato composto da *survivor firms*, il 17% da *acquired firms* e il restante 14% da *non-survivors firms*. I “fallimenti” sono relativamente più frequenti per le aziende che operano in settori in cui le aziende decidono di quotarsi più di rado e che sono dunque meno rappresentati sui listini; le condizioni favorevoli di alcuni settori, quindi, non solo sembrano in grado di condizionare l’ingresso delle aziende in borsa, ma sembrano capaci di influenzarne anche la permanenza²⁰.

Lo studio ha evidenziato, inoltre, che le dimensioni dell’azienda al momento dell’IPO riducono la probabilità di non mantenere l’indipendenza: tale osservazione suggerisce quindi agli imprenditori di sostenere la crescita e lo sviluppo aziendale prima della quotazione, sino a consentire all’azienda di raggiungere una dimensione adeguata prima di entrare in borsa²¹. Allo stesso tempo al crescere della dimensione diminuisce la possibilità per l’azienda di essere acquisita così come l’esistenza di barriere all’entrata (ad esempio la necessità di forti investimenti in ricerca e sviluppo) e l’operare in settori “concentrati” diminuisce la probabilità di acquisizioni (anche a causa della normativa antitrust) o fallimenti (ad esempio per la maggior possibilità di identificare delle nicchie).

Infine altri due fattori sono stati identificati come elementi in grado di aumentare la probabilità per un’azienda neo-quotata di sopravvivere e mantenere la propria indipendenza: avere positivi risultati operativi prima della quotazione e beneficiare dell’assistenza di prestigiose *investment bank*²². Entrambi gli elementi sembrano condizionare l’apprezzamento di investitori ed *opinion leader* sulla bontà della gestione dell’azienda, sulle sue prospettive future e sulla qualità dei controlli

²⁰ Gli Autori hanno infatti affermato che «certain industries produce conditions conducive to public offerings and entrepreneurs respond by issuing IPOs. The attractive industry conditions improve the likelihood of survival». JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1999), “The Life Cycle of Initial Public Offering Firms”, op.cit.

²¹ Nello studio si legge infatti che «Firms that go public too early in their growth cycle are more likely to risk failures». JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1999), “The Life Cycle of Initial Public Offering Firms”, op.cit.

²² «These results are consistent with more prestigious investment bankers self-selecting better firms to take public. They are also consistent with valuable post-issue monitoring by more prestigious investment bankers that has the effect of increasing the probability of survival». JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1999), “The Life Cycle of Initial Public Offering Firms”, op.cit.

esterni eseguiti e, conseguentemente, influiscono sul rischio percepito dagli investitori.

Tuttavia, a prescindere dai risultati di studi empirici, è opportuno interpretare la quotazione come una scelta strategica di fondamentale rilevanza per il futuro assetto dell'azienda, e non come un "passaggio naturale"²³ nel processo di crescita aziendale²⁴, scelta della quale è importante individuare e conoscere le determinanti²⁵ nonché valutare attentamente e gestire in modo efficace gli inevitabili cambiamenti che ne conseguono²⁶.

2.2. Il sistema delle strategie a livello aziendale e l'accesso ai mercati finanziari organizzati

Si è affermato che la quotazione rappresenta per l'azienda una decisione di fondamentale rilevanza, capace di incidere significativamente sul suo assetto strategico. Si tratta infatti di una decisione che riguarda l'azienda nella sua interezza - la sua formula imprenditoriale - a partire dal sistema ideologico-valoriale.

Pare dunque evidente l'inadeguatezza del percorso valutativo che pone l'aspetto economico-finanziario, ed in particolare le problematiche emerse nel

²³ Pagano, Panetta e Zingales affermano infatti che «Going public is not a stage that all companies eventually reach, but is a choice». PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", op.cit., pag. 28. In merito si veda anche PAGANO MARCO, RÖELL AILSA (a cura di) (1996), *The decision to go public and the stock market as a source of capital*, Bancaria Editrice, Milano, pag. 7.

²⁴ Per approfondimenti sul tema della crescita dell'azienda si veda CORTICELLI RENZO (1979), *La crescita dell'azienda*, op.cit.; PERRINI FRANCESCO (1998), *Capitale di rischio e mercati per PMI. Metodologie e canali di accesso al capitale per lo sviluppo*, Milano, EGEA, pagg. 23 e ss.

²⁵ Con riferimento alle problematiche decisionali in azienda si veda MIOLO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, op.cit. A tal proposito occorre sottolineare come recentemente autorevoli Studiosi hanno ricordato che «*The decision to go public is one of the most important and least studied questions in corporate finance*» ad indicare che molte questioni sul tema risultano ancora non del tutto chiarite. PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", op.cit., pag. 27.

²⁶ Come ha affermato Kotter con riferimento ai processi di cambiamento che interessano l'azienda «the change process goes through a series of phases that, in total, usually require a considerable length of time. Skipping steps creates only the illusion of speed and never produces a satisfying results». KOTTER JOHN P. (1995), "Leading Change: Why Transformation Efforts Fail", op.cit.

processo di reperimento di nuove fonti, al centro del processo decisionale, quale unico elemento in grado di condizionare l'opinione del decisore.

La quotazione influenza, con i cambiamenti che induce, l'intero sistema aziendale e può portare rilevanti conseguenze di tipo finanziario ma, come è emerso dall'analisi, non solo²⁷.

Nel caso dell'ingresso in borsa, dunque, la prospettiva da assumere dovrebbe avere una valenza d'insieme, guardando a tutti quegli aspetti che, essendo coinvolti nel processo di cambiamento indotto dalla decisione di quotare la società, richiedono una valutazione accurata.

Il modello da utilizzare per analizzare la quotazione in borsa potrebbe essere, a nostro parere, almeno in parte mutuato dallo schema, ormai consolidato in dottrina, che rappresenta il sistema delle strategie a livello aziendale²⁸ e che si articola in

²⁷ Come ha messo in evidenza Guelfi «Decidere di quotarsi in Borsa è sicuramente un processo di natura finanziaria, ma è prima di tutto una scelta strategica, una volontà che incide profondamente sul chi è competitivo prossimo venturo dell'impresa. Tutti gli stakeholders dell'impresa quotanda sono coinvolti: dagli azionisti, di maggioranza e di minoranza, al management, dai clienti ai fornitori, dalle risorse umane agli attori dell'ambiente finanziario in genere. Quotarsi in Borsa significa fare della trasparenza e del rispetto delle regole coordinate guida del comportamento societario: coordinate che richiedono innanzi tutto risorse umane all'altezza del percorso intrapreso, senz'altro sotto il profilo delle competenze professionali, ma soprattutto in termini di deontologia manageriale ed elasticità culturale... Inoltre, accedere e permanere sul mercato borsistico, è anche un problema organizzativo, in termini di processi e di meccanismi operativi interni all'impresa, di sistemi di pianificazione strategica e di programmazione e controllo, che non possono più permettersi di non essere integrati e coerenti tra loro, di rispetto continuo dei requisiti formali e sostanziali». GUELFY SILVANO (2001), *La quotazione in Borsa*, op.cit., pag. 329.

²⁸ «Storicamente, per cercare di semplificare la complessità della problematica strategica, si è suddiviso il campo di studio e di ricerca in due ambiti di analisi: la strategia competitiva (*business strategy*), che si occupa del vantaggio competitivo in un'arena concorrenziale, e la strategia a livello aziendale (*corporate-level strategy*), che, invece, prende in considerazione l'ottica generale necessaria per il governo dell'azienda nel suo complesso». INVERNIZZI GIORGIO (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, op.cit., pag. IX. «*Corporate* significa impresa e la *corporate strategy* è quella che il management formula per l'intera organizzazione. ... Ruolo del corporate è fissare le basi per le scelte strategiche anche per il livello business e per il livello funzionale». PELLICELLI GIORGIO (2005), *Strategia*, op.cit., pag. 289.

Invernizzi in proposito ha affermato: «Una prima definizione di strategia a livello aziendale potrebbe essere così formulata: *la strategia a livello aziendale è il modello di interazione fra l'impresa e l'ambiente economico-sociale che considera in termini sintetici le problematiche emergenti dalla strategia (o dalle strategie) a livello di ASA. Tale modello, frutto di scelte e azioni, determina il simultaneo posizionamento dell'impresa rispetto a tutti gli interlocutori e a tutti i mercati. ... Una seconda definizione di strategia a livello aziendale potrebbe essere formulata come segue: la strategia a livello aziendale è il sistema di decisioni assunte dal nucleo dei responsabili che formano l'alta direzione. Trattasi di tematiche che, per loro stessa natura, interessano l'impresa nella sua interezza*». INVERNIZZI GIORGIO (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, op.cit., pag. 3. Tuttavia

quattro sottosistemi, fra loro coordinati ed interrelati: strategia organizzativa, strategia economico finanziaria, strategia sociale, strategia di portafoglio (e competitiva)²⁹.

I sottosistemi prima richiamati sono infatti tutti inevitabilmente coinvolti nel processo di cambiamento indotto dalla quotazione, facendo sorgere l'esigenza di esprimere una valutazione di una pluralità di elementi ma anche congiunta, in virtù dell'esigenza di ricondurre ad unità le considerazioni espresse.

La quotazione, in tale modello di analisi, può essere prospettata anche quando l'azienda goda di una posizione finanziaria equilibrata e di sufficiente liquidità per finanziare, in modo autonomo, le iniziative di sviluppo del business, quando il canale bancario manifesti ancora la disponibilità a sostenere la crescita o le necessarie riorganizzazioni, e, più in generale, quando si riscontri l'assenza di problematiche rilevanti dal punto di vista finanziario.

Appare evidente, infatti, che l'azienda non dovrebbe rinunciare a considerare opzioni come la quotazione, in grado in astratto di contribuire al virtuoso sviluppo durevole, solo perché, al momento, non si incontrano impellenti necessità finanziarie o, in generale, altre situazione di "difficoltà".

La possibilità di accedere alla borsa può scaturire, quindi, alternativamente o parallelamente, dall'attività di diagnosi strategica³⁰ o dalla rilevazione dell'esistenza

lo stesso Autore ha ricordato a pag. 29 che «il modo migliore per analizzare la strategia a livello aziendale è di osservarla come espressione di un medesimo sistema, a cui partecipa anche la strategia competitiva. In altri termini, le differenze fra strategia a livello aziendale e strategia competitiva vanno colte senza dimenticare l'unità sistemica e dinamica di tutte le attività di gestione, strategica e operativa, a livello complessivo a livello business».

Per un'analisi dell'evoluzione degli studi sul tema della strategia a livello aziendale si rimanda a CODA VITTORIO (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, op.cit., pag. 21 e ss.; DONNA GIORGIO (1992), *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, op.cit., pagg. 8 e ss; INVERNIZZI GIORGIO (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, op.cit.; COLLIS DAVID J., MONTGOMERY CYNTHIA A. (1999), *Corporate strategy*, op.cit. ed all'ampia bibliografia sul tema citata in tali lavori.

²⁹ In merito si vedano CODA VITTORIO (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, op.cit., pag. 50 e ss; INVERNIZZI GIORGIO (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, op.cit.

³⁰ Mutuando il pensiero di Mazzola, «per diagnosi strategica si intende quell'insieme di attività che portano ad una circostanziata misurazione dello stato di salute dell'impresa e alla eventuale identificazione dei problemi che, nell'immediato o in un arco temporale più esteso, possono minare la validità della impostazione strategica adottata e che, di conseguenza, richiedono di procedere ad un mutamento o ad un rafforzamento della strategia medesima». MAZZOLA PIETRO (1996), *La diagnosi strategica nella gestione dell'impresa. Metodologie e strumenti per la diagnosi competitiva*, EGEA, Milano, pagg. 3-4.

di opportunità³¹ per conseguire o mantenere il vantaggio competitivo³², secondo un processo di “apprendimento per anticipazione”³³ tipico delle imprese *esplorativo-creative*³⁴.

È evidente che l'ingresso in borsa, in quanto significativo momento di discontinuità istituzionale, richiama spesso di mettere in discussione i modelli mentali³⁵ del soggetto economico ed il sistema ideologico-valoriale dell'azienda. Quest'ultimo riguarda i convincimenti di fondo ed i valori del soggetto economico, gli schemi che si è costruito e che ne pervadono l'operato i quali, talvolta, possono limitare sul nascere alcune iniziative strategiche.

Nel caso della quotazione in borsa infatti il timore di perdere il controllo dell'azienda, la ritrosia a dover condividere il momento decisionale con altri soggetti estranei al nucleo imprenditoriale, la volontà di mantenere il riserbo su dati ed informazioni considerate determinanti per mantenere il vantaggio competitivo ed altro ancora, possono indurre il soggetto economico ad escludere tale opzione, senza valutare compiutamente l'opportunità di accedere al mercato di Borsa.

³¹ Cfr. INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO (1990), *Analisi di bilancio e diagnosi strategica. Strumenti per valutare posizione competitiva, vulnerabilità, patrimonio intangibile*, Etaslibri, Milano, pagg. 27 e ss. e pagg.55 e ss.

³² «L'origine di qualsiasi processo decisionale deve essere ricercata nell'esistenza di un *problema*. Questo termine può essere inteso come: “effetto indesiderato” che il soggetto decisore deve eliminare o correggere in un contesto chiuso perché riferito al passato; oppure come “situazione indeterminata”, riguardante il futuro e quindi aperta, priva cioè di soluzioni “ottime” ma piuttosto con molti esiti possibili caratterizzati da un diverso livello di gradimento per il soggetto decisore. Quando si parla di situazioni problematiche di solito si fa riferimento al secondo concetto, cioè a potenziali situazioni da affrontare oppure potenziali opportunità da utilizzare». MIOLO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, op.cit., pag. 26.

³³ Cfr. INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO (1990), *Analisi di bilancio e diagnosi strategica. Strumenti per valutare posizione competitiva, vulnerabilità, patrimonio intangibile*, op.cit., pagg. 27 e ss.

³⁴ Cfr. ANSOFF H. IGOR (1980), *Management strategico*, Etaslibri, Milano, pagg. 83 e ss.; GIORGIO, MOLTENI MARIO (1990), *Analisi di bilancio e diagnosi strategica. Strumenti per valutare posizione competitiva, vulnerabilità, patrimonio intangibile*, op.cit.

³⁵ Scrive Markides: «A prerequisite to strategic innovation is an honest, fundamental questioning of the mental models or industry recipes that seem to govern the behaviour of any individual or organization. A mental model is nothing more than our beliefs about an issue. ... Very strong mental model can hinder active thinking and the adoption of new ideas because they act as filters that screen incoming information. As a result, if we have very strong mental models, we tend to hear what already supports our existing beliefs and ways of operating, while any new information that does not support what we believe we discard as wrong or not applicable». MARKIDES CONSTANTINOS (1997), “Strategic Innovation”, *Sloan Management Review*, Spring, Vol. 38 Issue 3, pag. 317.

Il superamento di eventuali “blocchi” psicologici del soggetto economico è dunque una fase necessaria. Una decisione rilevante come quella che concerne l’ingresso o meno dell’azienda in borsa non dovrebbe, infatti, dipendere in modo aprioristico dalla individualità di alcune componenti del soggetto economico³⁶, precludendo all’azienda percorsi di crescita e di sviluppo solo per preservare la propria posizione e, in generale, le proprie prerogative.

Per quanto sin qui affermato è evidente la necessità di adottare modelli di analisi dell’opportunità di quotarsi complessi, in grado di corrispondere alla effettiva portata innovativa di tale scelta.

2.3. La valutazione strategica nel processo di quotazione in borsa

La valutazione delle strategie aziendali è, come ha affermato Coda, un «momento altamente significativo nell’attività degli operatori economici, perché è il momento in cui essi sono chiamati a discernere tra ciò che è giusto e ciò che è sbagliato, ciò che è bene e ciò che è male, ciò che giova e ciò che non giova nella conduzione strategica di un’azienda e a regolarsi di conseguenza nell’utilizzo dei loro margini di discrezionalità»³⁷.

³⁶ Il Bertini ha affermato che «le nuove “fonti del potere aziendale” vanno, infatti, ricercate in un complesso di fattori socio-economico-politici variamente combinati ed integrati tra loro. Tali fattori sono, nella loro essenza, riconducibili al “capitale di rischio”, alla “tecnostuttura” e alle “forze esterne”, di natura politica e sociale, che riescono in qualche modo a condizionare la gestione dell’azienda ... Insieme al capitale di rischio, nell’area del soggetto economico della moderna impresa c’è pure la “tecnostuttura”. E come il capitale di rischio si esprime mediante la “forza imprenditoriale” che promana dal capitale di comando, così la tecnostuttura si esprime mediante la “forza manageriale” che promana dalla direzione. ... Imprenditorialità e managerialità esprimono, dunque, due distinti e imprescindibili aspetti della moderna realtà soggettiva dell’azienda; anime diverse, in costante rapporto dialettico e in continua evoluzione tra loro, espressioni distinte di un unico e indissolubile modo di essere. ... Nell’impossibilità di definire in modo netto la linea di demarcazione tra queste due aree del potere aziendale, pur riconoscendosi che, in linea teorica, gli “imprenditori” dovrebbero occupare il momento politico e i “managers” quello tecnico della gestione, abbiamo ritenuto opportuno ricorrere all’astratta figura del Soggetto economico come espressione unitaria della gestione soggettiva dell’impresa, così come unitaria è la gestione oggettiva». BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pag. 27 e ss.

³⁷ CODA VITTORIO (1991), “Il problema della valutazione della strategia”, op.cit., pag. 91.

Valutare una strategia implica pertanto l'esprimere un giudizio complesso sul contributo che ha dato, sta dando o potrebbe dare al conseguimento della prosperità, della vitalità e dello sviluppo duraturo dell'azienda.

La valutazione può interessare quindi sia strategie già realizzate, sia strategie che potrebbero essere adottate in futuro. Nel primo caso si tratta di valutare scelte operanti al momento dell'analisi oppure perseguite in passato, con una prospettiva *ex-post*, finalizzata a definirne il contributo dato allo sviluppo durevole dell'azienda ed a comprendere se la formula imprenditoriale operante sia ancora valida e sostenibile nel futuro³⁸; nel secondo caso, invece, si tratta di esprimersi su "strategie intenzionali", nella prospettiva *ex-ante*, con l'obiettivo di comprenderne l'opportunità in termini di fattibilità, economicità³⁹ e capacità di contribuire alla continuità ed allo sviluppo dell'azienda⁴⁰.

Concentrandosi sul caso di valutazione *ex-ante* di una strategia "intenzionale" - come avviene per la quotazione - il percorso valutativo può essere inteso come una

³⁸ Si parla in proposito di "controllo strategico" che, come osserva il Garzoni, ha come duplice obiettivo "valutare se la strategia si sta svolgendo lungo gli obiettivi prestabiliti e verificare se gli obiettivi e gli indirizzi strategici siano ancora validi", offrendo eventualmente supporto per l'individuazione di alternative strategiche da perseguire. GARZONI ANTONELLO (2003), *Il controllo strategico*, EGEA, Milano, pag. 83.

³⁹ Sul concetto di economicità come base delle decisioni aziendali si vedano, fra gli altri, ONIDA PIETRO (1968), *Economia d'azienda*, op.cit., pagg. 55 e ss; CORTICELLI RENZO (1973), *I giudizi di convenienza in economia aziendale*, Colombo Cursi, Pisa, pagg. 16 e ss; FERRERO GIOVANNI (1987), *Impresa e management*, op.cit., pagg. 108 e ss; CODA VITTORIO (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, op.cit., pagg. 260 e ss; DONNA GIORGIO (1992), *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, op.cit.

⁴⁰ Cfr. CODA VITTORIO (1991), "Il problema della valutazione della strategia", op.cit., pag. 91. «Valutare una strategia, in ottica economica, significa comprendere le modificazioni che essa determina sul valore dell'azienda; cosicché le modalità di valutazione delle strategie, pur con le specifiche peculiarità, s'intrecciano in modo più o meno diretto agli approcci ed ai metodi tipici della valutazione aziendale e della stima del capitale economico. La dottrina economico aziendale e la pratica operativa, infatti, sembrano ormai convergere sulla constatazione che il valore di una strategia, in termini rigorosi, può essere misurato unicamente dalla differenza tra il valore dell'azienda dopo la strategia ed il valore dell'azienda prima dell'attuazione della stessa. In altri termini per valutare correttamente una strategia occorre valutare "due volte" l'azienda, una volta nell'ipotesi che la strategia in esame non venga attuata ed una in seguito all'attuazione della strategia, e stimare poi il valore differenziale. Il valore della strategia, quindi, è rappresentato dal differenziale che distingue il valore dell'azienda senza la strategia dal valore dell'azienda in seguito alla strategia. Nello stesso modo, per valutare più alternative strategiche occorre definire i differenziali che le stesse sono in grado di generare nel valore dell'azienda e sulla base di questi ordinare una graduatoria delle diverse alternative strategiche». GARZELLA STEFANO (2000), *I confini dell'azienda. Un approccio strategico*, Giuffrè, Milano, pagg. 177-179.

sequenza lineare, logica, che parte dalla rilevazione della necessità o dell'opportunità di assumere una certa decisione⁴¹, prosegue con la formulazione della strategia e, eventualmente, di una serie di alternative e si conclude con il processo valutativo stesso, a cui, infine, segue la scelta e la successiva attuazione⁴².

Talvolta lo stimolo a valutare la possibilità di ingresso in borsa può derivare dall'esterno, da consulenti e finanziatori che, guidati anche da propri interessi quali aumentare la visibilità sul mercato o disinvestire i capitali precedentemente impiegati, inducono il soggetto economico a riflettere su tale opzione⁴³.

La dottrina economico-aziendale ha fornito una serie di modelli di analisi e di valutazione economica delle decisioni strategiche che, ciò nonostante, non hanno risolto tutte le problematiche emergenti in un campo di indagine così complesso, e si sono esposti a varie critiche⁴⁴.

Nel caso di strategie intenzionali, la valutazione deve consentire una stima preventiva delle conseguenze che una decisione può avere sull'azienda, conseguenze che, tuttavia, non sempre si possono esprimere in termini oggettivi e con determinazioni quantitative.

⁴¹ Scrive Coda: «Vi sono problemi che giungono al tavolo di lavoro dei capi per così dire spontaneamente, essendo direttamente suscitati dallo svolgersi dei rapporti col personale, con i soci, con altre aziende (finanziatrici, clienti, fornitrici, concorrenti) o, comunque, dall'esecuzione di un programma. E vi sono problemi di cui i capi divengono consapevoli attraverso una meditata riflessione sui dati espressivi dell'andamento economico dell'azienda. ... I termini del problema si precisano col prendere atto delle condizioni, modificabili o meno, che ne vincolano la soluzione e con l'individuazione delle soluzioni alternative, che, ad un primo sommario esame, sembrano meritevoli di approfondimento». CODA VITTORIO (1968), "Sull'attività di direzione dell'impresa", op.cit., pag. 62.

⁴² È tuttavia evidente l'ipotesi semplificativa che sta alla base del percorso in parola. Invernizzi in proposito ha affermato: «Il processo di formazione della strategia non può esaurientemente intendersi secondo una sequenza lineare di attività formulative e realizzative. La strategia di un'impresa, infatti, è il risultato di un processo di apprendimento di tipo continuativo che trae alimento dal funzionamento dell'impresa e dal costante monitoraggio dell'ambiente .. e dei risultati aziendali. Tale osservazione, tuttavia, non porta ad escludere l'utilità del far riferimento ad un processo di formazione della strategia che si snodi secondo le tappe tipiche di una sequenza di *problem-solving*». INVERNIZZI GIORGIO (1990), *Evoluzione dell'assetto economico e governo dell'impresa*, in INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica. Strumenti per valutare posizione competitiva, vulnerabilità, patrimonio intangibile*, op.cit., pagg. 33 e 34.

In merito alle decisioni «preordinate» si veda CODA VITTORIO (1968), "Sull'attività di direzione dell'impresa", op.cit., pagg. 58 e ss.

⁴³ Cfr. JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pag. 277.

⁴⁴ Per un excursus sui modelli tradizionali di valutazione economica delle decisioni strategiche (capital budgeting, pianificazione a lungo termine e matrici strategiche) e dei rispettivi limiti si veda DONNA GIORGIO (1992), *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, op.cit., pagg. 26 e ss.

Con l'ingresso in borsa dell'azienda, lo ricordiamo, gli effetti attesi non riguardano solo i risultati contabili e la struttura finanziaria, ma anche interventi sulla struttura organizzativa, modifiche nei rapporti con gli *stakeholder*, possibilità di cogliere eventuali opportunità sul piano competitivo nonché, spesso, mutamenti del sistema ideologico-valoriale⁴⁵.

Ricerca una sintesi quantitativa nelle valutazioni delle strategie può contribuire ad aumentare la consapevolezza decisionale ed aiutare nelle comparazioni spaziali e temporali⁴⁶; inoltre, nel caso della quotazione in borsa di un'azienda sono il sistema normativo vigente e le prassi di mercato a richiedere la definizione di parametri valutativi il più possibile oggettivi da comunicare al pubblico. Le società di consulenza specializzate, nonché la società di gestione del mercato supportano infatti le aziende quotande nell'utilizzo di metodologie di valutazione consolidate⁴⁷, al fine

⁴⁵ «La valutazione della strategia consiste, in estrema sintesi, nell'analisi e nella comprensione preventiva delle conseguenze della sua attuazione, conseguenze che si articolano nei vari sub-sistemi aziendali che hanno culture e linguaggi propri. Trattare di strategia significa infatti misurarsi essenzialmente con tre distinti ma inscindibilmente interconnessi sottosistemi aziendali:

a. il sottosistema dei fini di impresa al cui conseguimento la strategia è volta;
b. il sottosistema dei contesti ambientali e competitivi in cui l'impresa si trova ad operare; quindi fattori esterni ad essa che costituiscono al contempo fonte di opportunità e di minacce rispetto allo svolgersi della strategia e quindi al conseguimento dei fini;
c. il sottosistema delle risorse di cui l'impresa è dotata; variabile che rappresenta il patrimonio interno utilizzando il quale si cerca di realizzare il miglior rapporto con l'ambiente esterno, ma che contemporaneamente, non essendo illimitato, circoscrive e definisce gli ambiti possibili di azione strategica. Valutare la strategia comporta non tanto la messa a fuoco e l'analisi dei tre distinti sottosistemi (attività che costituisce l'impegno delle fasi preliminari del processo di formulazione strategica) quanto piuttosto la verifica dell'efficacia rispetto all'interconnessione degli stessi di specifiche azioni che si sono progettate. Per questo la valutazione della strategia è una valutazione di sintesi». FAVOTTO FRANCESCO, GOZZI ANTONIO (1991), *Introduzione*, in GOZZI ANTONIO (a cura di), *La definizione e la valutazione delle strategie aziendali. Criteri, metodi, esperienze*, op.cit., pag. XIII.

⁴⁶ «Se le decisioni strategiche non possono essere affidate interamente ai numeri, non si può neanche sottovalutare l'importanza che i numeri possono avere nel contribuire a dare a tali decisioni maggiore consapevolezza ... Il valore di una misura, dal punto di vista manageriale, non va giudicato in termini scientifici, ma in termini "pragmatici", cioè in base alla sua capacità di fornire all'utilizzatore un'informazione che lo metta in grado di meglio conseguire gli scopi del sistema che tale utilizzatore governa ... Semmai, occorre evitare l'errore di dare ad una misura valore assoluto, facendola perno esclusivo o dominante di una scelta». DONNA GIORGIO (1992), *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, op.cit., pagg. 18-19.

⁴⁷ Si fa riferimento ad esempio a metodologie quali l'*Economic Value Added*, il *Discounted Cash Flow*, il metodo multipli. Per approfondimenti si rimanda alle molte pubblicazioni disponibili sul tema quali MASSARI MARIO (1984), *Il valore «di mercato» delle aziende*, op.cit., pagg. 155 e ss.; ROSS STEPHEN A., WESTERFIELD RANDOLPH W., JAFFE JEFFREY F. (1997), *Finanza aziendale*, Edizione italiana a cura di CAPRIO LORENZO, Il Mulino, Bologna; BREALEY RICHARD A.,

di proporre informazioni di sintesi sul valore dell'azienda e della creazione di valore conseguente all'ingresso in borsa.

Tuttavia, la complessità delle problematiche, l'incertezza degli effetti attesi, la numerosità delle variabili che possono influenzare direttamente ed indirettamente la decisione finale⁴⁸ sono tali da richiedere di esprimere anche considerazioni qualitative, supportate per quanto possibile da metodi quantitativi e dal costante riferimento al mercato, valutando, tra gli altri, anche l'influenza della congiuntura, dell'andamento di altre emissioni, della situazione politica ed economica generale ecc⁴⁹.

Le linee guida seguite in proposito da Borsa Italiana evidenziano che, nel caso delle nuove quotazioni, «la valutazione è sempre riferita ad un contesto e cambia in funzione di obiettivi, specificità e ambiente ovvero non è mai una meccanica applicazione di criteri e formule»⁵⁰. Si tratta pertanto di un giudizio⁵¹ da esprimere

MYERS STEWARD C., SANDRI SANDRO (1999), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano; DALLOCCHIO MAURIZIO, SALVI ANTONIO (2005), *Finanza d'Azienda*, 2^a edizione, EGEA, Milano.

⁴⁸ Sugli aspetti in grado di condizionare l'opinione degli investitori per accogliere l'ipo: BRAU JAMES C., FAWCETT STANLEY E. (2006), "Initial Public Offering: An Analysis of Theory and Practice", op.cit.

⁴⁹ Coda in proposito ha affermato: «Non tutto ciò che è rilevante per valutare le strategie può esprimersi compiutamente e può tradursi efficacemente in variazioni dei flussi di cassa o del costo del capitale». CODA VITTORIO (1991), "Il problema della valutazione della strategia", op.cit., pag. 96. Anche Gozzi, nello stesso senso, ha ricordato: «L'importante è essere consapevoli che la valutazione della strategia deve misurarsi con la complessità e la multiformità delle questioni dell'impresa che, certo, alla fine si sostanziano in risultati economicamente e finanziariamente misurabili, ma non tutte di per sé, singolarmente considerate, risultano traducibili e misurabili con parametri e linguaggi quantitativi ... Si vuole affermare, in sostanza, che la valutazione della strategia, effettuata con modelli e parametri economico-finanziari anche se aggiornati e assai sofisticati, non può e non deve trasformarsi in una sorta di "buco nero" nel quale la materia strategico-aziendale con la sua complessità ed importanza viene compressa ai minimi termini o addirittura scompare». GOZZI ANTONIO (1990), "Uno schema aggiornato per la valutazione strategica", in *Finanza, Marketing, Produzione*, n. 4, pag. 90.

⁵⁰ Borsa Italiana, presentazione all'Università di Pisa del 31 maggio 2005. Si veda inoltre BORSA ITALIANA (2004), *Guida alla valutazione*, Listing Guides, aprile, pagg. 49 e ss.

⁵¹ Scrive Corticelli: «La formulazione di un giudizio di convenienza è ... l'individuazione, tra i comportamenti e le relative modalità di attuazione che si presentano possibili nei diversi momenti e nelle varie situazioni aziendali, del comportamento e delle modalità più convenienti. ... Per comportamento intendiamo l'azione svolta in date circostanze o la non azione decisa in altre». CORTICELLI RENZO (1973), *I giudizi di convenienza in economia aziendale*, op.cit., pag. 13.

assumendo una prospettiva multidisciplinare, in grado di adattarsi ai diversi contesti in cui di volta in volta si inserisce⁵².

Nel processo valutativo forniranno il proprio contributo non solo le capacità predittive e la lungimiranza del soggetto economico aziendale, ma anche il *background* di esperienze e conoscenze accumulate dall'azienda nel corso della propria storia⁵³. Ciò implica che dalla valutazione scaturirà un giudizio la cui attendibilità è spesso, anche se non necessariamente, correlato in modo diretto a queste due componenti.

Come ha ricordato Coda, il giudizio su una strategia interessa tre diversi profili, tra loro collegati sulla base di un ordine sequenziale: la fattibilità, l'economicità⁵⁴ e la rispondenza alle esigenze di sviluppo durevole dell'azienda⁵⁵.

⁵² Scrive Gozzi: «La valutazione strategica quale tema assai complesso e articolato, nel quale questioni connesse allo stesso significato di “valutazione”, al suo oggetto, agli scopi che si prefigge, ai criteri utilizzati per raggiungerli, ai linguaggi attraverso i quali essa si esprime, vengono combinandosi in un’ottica spiccatamente multidisciplinare, flessibile, non deterministica e la cui pratica applicazione non può che essere di volta in volta adattata alla multiformità e peculiarità degli specifici contesti ambientali, competitivi e di risorse con cui l’impresa ha a che fare». GOZZI ANTONIO (1990), “Uno schema aggiornato per la valutazione strategica”, op.cit., pag. 64.

⁵³ Gozzi in proposito parla di “livello di conoscenza previsiva” con riferimento al primo aspetto e di “livello di conoscenza euristica” con riferimento al secondo. Cfr. GOZZI ANTONIO (1990), “Uno schema aggiornato per la valutazione strategica”, op.cit.

⁵⁴ Sul concetto di economicità come base delle decisioni aziendali si vedano, fra gli altri, ONIDA PIETRO (1968), *Economia d’azienda*, op.cit., pagg. 55 e ss; CORTICELLI RENZO (1973), *I giudizi di convenienza in economia aziendale*, op.cit., pagg. 16 e ss; FERRERO GIOVANNI (1987), *Impresa e management*, op.cit., pagg. 108 e ss; CODA VITTORIO (1988), *L’orientamento strategico dell’impresa*, op.cit., pagg. 260 e ss; DONNA GIORGIO (1992), *La valutazione economica delle strategie d’impresa*, op.cit.; CAVALIERI ENRICO, FERRARIS FRANCESCHI ROSELLA (2005), *Economia Aziendale vol. I II edizione*, Giappichelli, Torino, pagg. 62 e ss e 113 e ss.

⁵⁵ Cfr. CODA VITTORIO (1991), “Il problema della valutazione della strategia”, op.cit., pag. 91. Molteni definisce invece il processo di valutazione delle strategie in due distinti profili: il profilo di fattibilità della strategia e il profilo di desiderabilità della strategia. Entrambi i profili hanno una duplice dimensione: qualitativa e economica. Anche in questo modello, che si riporta sotto, la verifica di fattibilità costituisce il presupposto della valutazione della fase successiva.

	DIMENSIONE QUALITATIVA	DIMENSIONE ECONOMICA
FATTIBILITÀ	Fattibilità tecnico-industriale Fattibilità culturale-organizzativa Fattibilità commerciale Fattibilità sociale	Fattibilità finanziaria



La strategia deve dunque innanzitutto essere “fattibile”, cioè realizzabile almeno potenzialmente, con riferimento alle risorse disponibili, all’intervallo di tempo a disposizione per attuare i cambiamenti necessari nonché alla complessità delle circostanze da affrontare, talvolta in modo simultaneo⁵⁶.

Prima di passare all’implementazione di una nuova strategia si tratta dunque di verificare la «sua compatibilità presente e prospettica con il contesto ambientale, con le risorse aziendali esistenti o aggregabili e – in particolare – con le condizioni e gli obiettivi di equilibrio finanziario dell’impresa»⁵⁷. Tale aspetto è preordinato rispetto agli altri profili, in quanto una strategia che venga riconosciuta come non attuabile dovrebbe essere evidentemente scartata senza il bisogno di procedere con i successivi passaggi⁵⁸.

La fattibilità della strategia deve essere valutata con riferimento a molteplici direttrici di analisi, riferibili alle diverse problematiche che la realizzazione di una

DESIDERABILITÀ	entro l’orizzonte di piano	Variazione dei risultati competitivi Variazione dei risultati sociali	Ritorno economico rapportato al grado di rischio	CONVENIENZA ECONOMICA
	oltre l’orizzonte di piano	Potenziale strategico connesso alle variazioni avutesi nel patrimonio di risorse tangibili e intangibili	Ipotesi circa il ritorno economico	

Cfr. MOLTENI MARIO (1991), “La valutazione delle strategie: la fattibilità finanziaria” in INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO, *I bilanci preventivi nella formazione delle strategie d’impresa*, op.cit., pagg. 208 e ss.

La Miolo Vitali, con riferimento più ampio alle decisioni aziendali, descrive invece un modello in cui ogni decisione è collocata in un campo di valutazione a tre dimensioni che stimano il grado di validità economico-finanziaria, competitiva e etico sociale. Per approfondimenti si veda MIOLO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, op.cit., pagg. 20 e ss.

⁵⁶ Le domande a cui è opportuno rispondere sono «innanzitutto se l’azienda sarà in grado di avere le risorse indispensabili per l’implementazione; in secondo luogo se l’intervallo di tempo stabilito per realizzare il cambiamento è realistico; infine, se l’azienda è veramente in grado di implementare contemporaneamente su diversi fronti tutte le modifiche necessarie». COLLIS DAVID J., MONTGOMERY CYNTHIA A. (1999), *Corporate strategy*, op.cit., pag. 232.

⁵⁷ MOLTENI MARIO (1991), “La valutazione delle strategie: la fattibilità finanziaria”, op.cit., pag. 208.

⁵⁸ «In generale si potrà sostenere ... che a causa dei gradi molteplici e progressivi di vincolo, prendono corpo nelle aziende non tanto strategie in assoluto massimizzanti (o ottimizzanti), quanto piuttosto le strategie effettivamente possibili, appunto con riferimento alla capacità produttiva lato sensu esistente ed ai contesti strategico-organizzativi operanti». CANZIANI ARNALDO (1984), *La strategia aziendale*, op.cit., pag. 115.

strategia può incontrare, ed in particolare, come precisa Molteni, rispetto alla fattibilità⁵⁹:

- tecnico-industriale: con riferimento agli elementi tangibili ed intangibili che caratterizzano la struttura tecnico-produttiva aziendale;
- commerciale: con riferimento ai fattori critici di successo del sistema competitivo e al patrimonio commerciale tangibile e intangibile;
- culturale/organizzativa: con riferimento alla struttura ed al sistema organizzativo interno ed alla cultura aziendale;
- sociale: con riferimento alle caratteristiche ed alle esigenze degli interlocutori aziendali;
- finanziaria: con riferimento all'assetto patrimoniale e finanziario dell'azienda.

La valutazione di fattibilità della quotazione in borsa deve necessariamente confrontarsi con il rispetto dei parametri "formali" e "sostanziali" imposti dalla regolamentazione e valutati dalle competenti autorità prima di accettare la richiesta e consentire l'ingresso sul listino⁶⁰.

L'azienda, dunque, con l'ausilio di consulenti e partner (in particolare lo Sponsor), dovrà identificare i requisiti richiesti e verificarne, in via prioritaria il possesso (*due diligence*).

⁵⁹ Cfr. MOLTENI MARIO (1991), "La valutazione delle strategie: la fattibilità finanziaria", op.cit., pagg. 214 e ss.

⁶⁰ Jovenitti, con riferimento allo "studio di fattibilità" del progetto di entrare in borsa delinea le seguenti fasi:

«- esame della posizione della società interessata di fronte al progetto "quotazione" per verificare la sua idoneità (anche per confronto con altre soluzioni alternative) a risolvere problemi finanziari attuali e prospettici e a fornire uno strumento che faciliti e renda più efficaci le operazioni di finanza mobiliare;

- esame della posizione del gruppo di controllo della società interessata di fronte al medesimo progetto "quotazione" dei suoi titoli per verificarne il "ritorno" attuale e prospettico e superare le posizioni antitetiche nei confronti della società;

- scelta del mercato in cui richiedere la ammissione dei titoli sociali;

- scelta del titolo di cui richiedere la ammissione ...;

- verifica della presenza dei "requisiti formali" della "quotazione";

- verifica della presenza dei "requisiti sostanziali" della "quotazione";

- adozione di opportune soluzioni modificative o organizzative della società della società i cui titoli sono destinati alla quotazione o alla negoziazione;

- sviluppo dell'iter procedurale». JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pag. 276.

Si tratta di una fase delicata che può spingere il management ad utilizzare strumenti di analisi strategica ormai consolidati, ma non sempre adottati nella gestione ordinaria dalle aziende.

In particolare, la valutazione del possesso dei requisiti “sostanziali” richiede al management aziendale di esprimersi in modo obiettivo su alcuni aspetti quali:

- la capacità di generare un ritorno sul capitale adeguato;
- la posizione competitiva;
- l’esistenza di un team dirigenziale capace e motivato;
- la presenza di reali prospettive di crescita;
- l’utilizzo di sistemi manageriali efficienti ed efficaci (in particolare il sistema di controllo di gestione);
- la qualità del sistema di comunicazione verso l’esterno e la trasparenza;
- il sistema di governo societario e l’allineamento alle *best practice* internazionali.

Presumibilmente una prima valutazione di tali aspetti segnalerà la necessità di intervenire su alcuni di essi, al fine di adeguarli alle richieste della regolamentazione ed alle mutate esigenze che l’eventuale quotazione imporrà. Si tratta comunque di interventi che, anche se non si perverrà all’effettiva quotazione, risulteranno di ausilio per migliorare la consapevolezza gestionale e la qualità del controllo strategico e manageriale.

In Italia, per l’ammissione a quotazione è necessaria, da parte dell’azienda e dei consulenti che la assistono, la predisposizione di alcuni documenti che agevolano il processo di *due diligence*:

- il Business Plan o piano industriale a tre anni dell’azienda, indispensabile per valutare l’effettiva capacità di creazione di valore e l’eventuale presenza di “importanti fattori di incoerenza nei piani previsionali”⁶¹;
- il Memorandum sul Management Information System (MIS), un documento di sintesi finalizzato a descrivere il sistema di controllo di gestione della società;

⁶¹ Cfr. MAZZOLA PIETRO (2003), *Il piano industriale: progettare e comunicare le strategie d’impresa*, EGEA, Milano; BORSA ITALIANA (2003), *Guida al piano industriale*, Listing Guides, luglio.

- il documento di valutazione, in cui illustrare un *range* indicativo di valore che si tradurrà poi, dopo l'attività di confronto (premarketing) con gli investitori, in un *range* definitivo nel prospetto informativo⁶²;
- il QMAT - *Quotation Management Admission Test* – che ha lo scopo di migliorare la comunicazione tra Borsa Italiana, Sponsor e azienda quotanda al fine di agevolare la pianificazione del processo di quotazione; tale strumento si occupa di descrivere il settore, le strategie aziendali, l'organizzazione societaria e i KSF (fattori critici di successo)⁶³. Le informazioni richieste anticipano sostanzialmente le domande che Borsa Italiana rivolge all'azienda durante il percorso di valutazione dell'ammissione in borsa.

Gli elementi che possono portare ad un giudizio negativo sul possesso dei requisiti “sostanziali” di quotabilità sono dunque la rilevazione di un posizionamento competitivo critico nel o nei settori in cui l'azienda opera, l'esistenza di squilibri gravi nella situazione finanziaria e l'incoerenza dei dati e degli elementi riportati nei piani previsionali.

Nel caso di un giudizio positivo di fattibilità “formale” e “sostanziale”, occorrerà valutare la capacità della quotazione di contribuire al raggiungimento ed al mantenimento dell'economicità, appurando quindi se, con l'ingresso in borsa, l'attività aziendale continui ad essere ispirata a parametri di efficacia ed efficienza⁶⁴.

In aggiunta, come è ovvio, nell'analisi del valore di una strategia è essenziale assumere una prospettiva che vada ben oltre il breve termine⁶⁵. Pertanto, occorrerà valutare se la strategia ipotizzata, giudicata preventivamente come fattibile ed economicamente valida, risponda anche alle esigenze di sviluppo a valere nel tempo

⁶² Cfr. BORSA ITALIANA (2004), *Guida alla valutazione*, Listing Guides, aprile.

⁶³ Si veda BORSA ITALIANA (2005), *QMAT – Quotation Management Admission Test*, Versione Italiana.

⁶⁴ Cfr. CAVALIERI ENRICO, FERRARIS FRANCESCHI ROSELLA (2005), *Economia Aziendale vol. I II edizione*, Giappichelli, Torino, pagg. 113 e ss.

⁶⁵ «Il confronto fra la redditività e la crescita deve in concreto sfociare in un bilanciamento fra le due variabili. Infatti le preoccupazioni per la continuità e l'autonomia dell'impresa, in condizioni di concorrenza intensa, richiedono una equilibrata attenzione per entrambe le dimensioni. La compatibilità fra gli interessi aziendali di breve e quelli di medio lungo periodo è garantita solo da una corretta integrazione fra le strategie competitive e quelle economico-finanziarie». REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pag. 51.

dell'azienda⁶⁶. Ciò in quanto il cambiamento della formula indotto dalla strategia deve avvenire nella direzione di un sostegno tangibile allo sviluppo aziendale, alla crescita lungo il sentiero di creazione di valore⁶⁷ e dell'equilibrio economico durevole ed evolutivo⁶⁸. Infatti, per dirla con le parole del Coda «il valore di una strategia dipende dal contributo che essa dà alla funzionalità e prosperità duratura dell'azienda»⁶⁹.

Una strategia che concorra a generare maggiore redditività ma non sviluppo in termini prospettici e, dunque, un contributo fattivo alla prosperità dell'azienda nel lungo periodo, non dovrebbe superare l'ultima "barriera" valutativa⁷⁰.

2.4. La valutazione dell'ingresso in borsa: il modello di analisi

Il processo valutativo della quotazione in borsa deve coinvolgere direttamente il soggetto economico⁷¹, in quanto si tratta di scegliere un nuovo indirizzo strategico a

⁶⁶ La Miolo Vitali afferma «l'espressione "sviluppo" non si riferisce al semplice aumento dimensionale, ma ad un reale potenziamento del processo di produzione della ricchezza. Questa precisazione è di particolare importanza per evitare che in questo gruppo siano compresi obiettivi i quali, pur conducendo ad una dilatazione delle dimensioni, innescano un processo che, non essendo giustificato in termini di convenienza aziendale, si risolva nell'indebolimento delle condizioni di vita dell'azienda». MIOLO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, op.cit., pag. 35.

⁶⁷ «È evidente, infine, che l'analisi strategica non può limitarsi alla osservazione dei risultati economici – ancorché analizzati anche in prospettiva dinamica -. Essa deve interpretare i nessi causali e le determinanti della dinamica economica e, ancor più, deve saper valutare la qualità della formula imprenditoriale secondo una prospettiva di lungo termine, andando al di là dei risultati storici conseguiti, e deve saper cogliere le potenzialità aziendali inesprese e le opportunità ambientali – oltretutto i fattori di rigidità e le minacce – al fine di mantenere, condurre o riportare l'azienda sul sentiero della durevole creazione di valore. Possiamo dire che l'analisi economica è solo una fase – peraltro certamente sempre necessaria – dell'analisi strategica». BIANCHI MARTINI SILVIO (2005), *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, op.cit., pagg. 14 e 15.

⁶⁸ Cfr. MONTEMERLO DANIELA, PRETI PAOLO (2005), *Piccole e medie Imprese familiari*, Collana di Management, Volume 17, Università Bocconi Editore, Milano, pag. 543.

⁶⁹ Cfr. CODA VITTORIO (1991), "Il problema della valutazione della strategia", op.cit.

⁷⁰ Cfr. INVERNIZZI GIORGIO (1990), "La valutazione delle strategie: la convenienza economica", op.cit., pagg. 263 e ss. Come ha affermato Garzella infatti «il valore di una strategia ... è direttamente collegato al valore che è in grado di generare, espresso dai flussi reddituali/monetari che è in grado di creare, dagli effetti sinergici che sprigiona e dalle opzioni che riesce a sviluppare ... La bontà delle azioni e delle strategie aziendali può essere valutata apprezzandone il contributo al processo di produzione di ricchezza che rappresenta, in ultima analisi, l'obiettivo del sistema aziendale». GARZELLA STEFANO (2000), *I confini dell'azienda. Un approccio strategico*, op.cit., pagg. 177-179.

livello aziendale, definendo la “rottura” del sistema di strategie operante a tale livello⁷².

Il soggetto economico, come più volte ricordato, tende anche in tale decisione ad essere condizionato dal suo sistema ideologico-valoriale, dai suoi obiettivi anche di tipo utilitaristico, dalle sue esperienze pregresse, dalle sue “paure”, dalla sua predisposizione al rischio e così via.

Il percorso di valutazione della quotazione dovrebbe, a nostro parere, svilupparsi facendo perno su cinque “elementi di osservazione”⁷³ tutti di rilevante importanza (Figura 4):

- il sistema ideologico-valoriale;
- la strategia economico-finanziaria;
- la strategia organizzativa;
- la strategia sociale;
- la strategia competitiva.

L’ingresso in borsa comporta infatti l’esigenza di formulare nuove strategie economico-finanziarie, sociali, organizzative, competitive nonché, spesso, di rivedere il sistema ideologico-valoriale del soggetto economico.

I cinque gli elementi devono essere analizzati con il medesimo grado di attenzione, in quanto su tutti l’ingresso in borsa potrebbe avere impatti significativi e richiedere cambiamenti, anche rilevanti, dei quali è necessario analizzare la fattibilità, l’economicità nonché il contributo alla continuità ed allo sviluppo aziendale⁷⁴ (Figura 4).

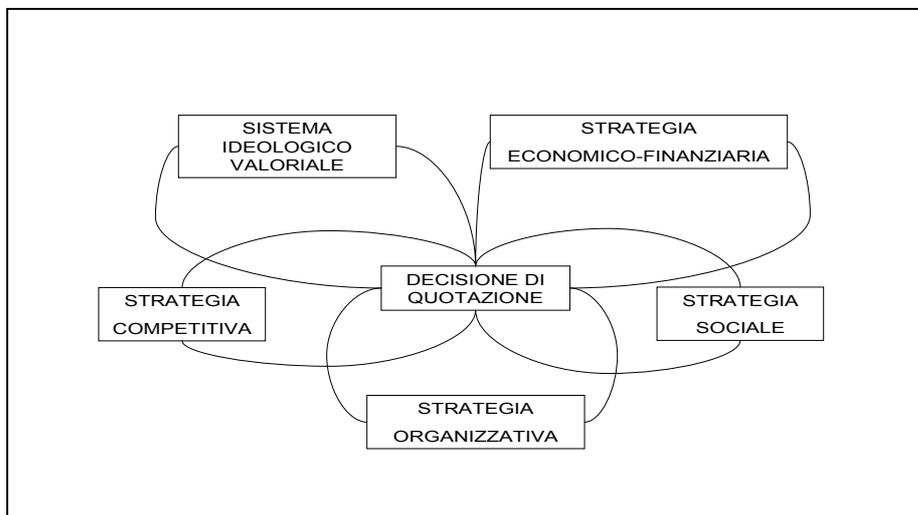
⁷¹ Cfr. MOLTENI MARIO (1991), “La valutazione delle strategie: la fattibilità finanziaria”, op.cit., pagg. 209 e ss.

⁷² Si tratta dunque di un “rinnovamento radicale”. Cfr. INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO (1990), *Analisi di bilancio e diagnosi strategica. Strumenti per valutare posizione competitiva, vulnerabilità, patrimonio intangibile*, op.cit., pag. 26.

⁷³ Come ricordato da Piantoni tuttavia «se da un punto di vista cognitivo e didattico è utile analizzare, una dopo l’altra, le diverse tipologie della strategia aziendale, quasi fossero entità distinte, dal lato gestionale occorre sapere sempre rileggere il tutto in modo unitario». PIANTONI GIANFRANCO (1984), “La gestione degli interlocutori aziendali: linee-guida alla scelta di un approccio ottimale alla strategia societale”, op.cit., pag.119.

⁷⁴ Cfr. CODA VITTORIO (1991), “Il problema della valutazione della strategia”, op.cit., pag. 91; MOLTENI MARIO (1991), “La valutazione delle strategie: la fattibilità finanziaria”, op.cit., pagg. 208

Figura 4 – Gli “elementi di osservazione” del modello di analisi



Tuttavia, mentre alcuni elementi, oltre ad essere influenzati dalla decisione di entrare in borsa, con vari e talvolta rilevanti effetti, sono anche in grado, a loro volta, di condizionare in modo determinante tale scelta, altri non hanno la medesima forza “condizionatrice”.

Come già evidenziato precedentemente parlando delle “determinanti” endogene della decisione di quotare l’azienda, il sistema ideologico-valoriale, la strategia economico-finanziaria e quella competitiva costituiscono elementi che, in via diretta, possono influenzare la decisione di entrare in borsa, fornendo motivazioni decisive per favorire l’apertura del capitale al pubblico.

La volontà di rendere l’azienda “aperta” e “trasparente”, di gestire efficacemente il passaggio generazionale, di renderla maggiormente competitiva sui mercati internazionali e di dotarla di risorse finanziarie adeguate a sostenere percorsi di crescita interna ed esterna sono tutti esempi di argomentazioni capaci di dare

e ss.; MIOLO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, op.cit., pagg. 20 e ss.

“origine” all’idea di entrare in borsa e di condizionarne la successiva trasformazione in decisione prima ed in operatività poi⁷⁵.

A loro volta tali elementi, anche nei casi in cui non costituiscano le determinanti della decisione di entrare in borsa, ne sono comunque influenzati e frequentemente sono soggetti ad un processo di revisione e di cambiamento, talvolta radicale, in virtù delle implicazioni che direttamente o indirettamente ne conseguono.

Ad esempio, anche quando le motivazioni di tipo finanziario non rappresentino gli elementi decisivi della quotazione dell’azienda, la disponibilità di un nuovo canale di finanziamento, nonché l’esigenza di considerare al momento della destinazione dell’utile le richieste di “categorie” di soci ulteriori rispetto a quelle normalmente presenti nelle aziende “private” (piccoli risparmiatori, speculatori, ecc.), richiedono un’accurata modifica delle strategie economico-finanziarie operanti, al fine di adeguarle al mutato contesto.

Viceversa, la strategia organizzativa e quella sociale tendenzialmente costituiscono elementi che non sono in grado di condizionare in via diretta la decisione di quotare l’azienda anche se, evidentemente, ne sono condizionate in modo profondo.

L’esigenza di realizzare modifiche a strutture e processi aziendali nonché alla gestione dei rapporti con gli *stakeholder* (salvo alcune eccezioni) sono infatti, a nostro parere, elementi che difficilmente rappresentano delle “determinanti” dell’ingresso in borsa dell’impresa. Più frequentemente esse rappresentano una conseguenza di tale decisione ed aspetti che necessariamente devono essere analizzati e valutati, al fine di pervenire ad un giudizio sulla fattibilità e sulla convenienza di tali cambiamenti.

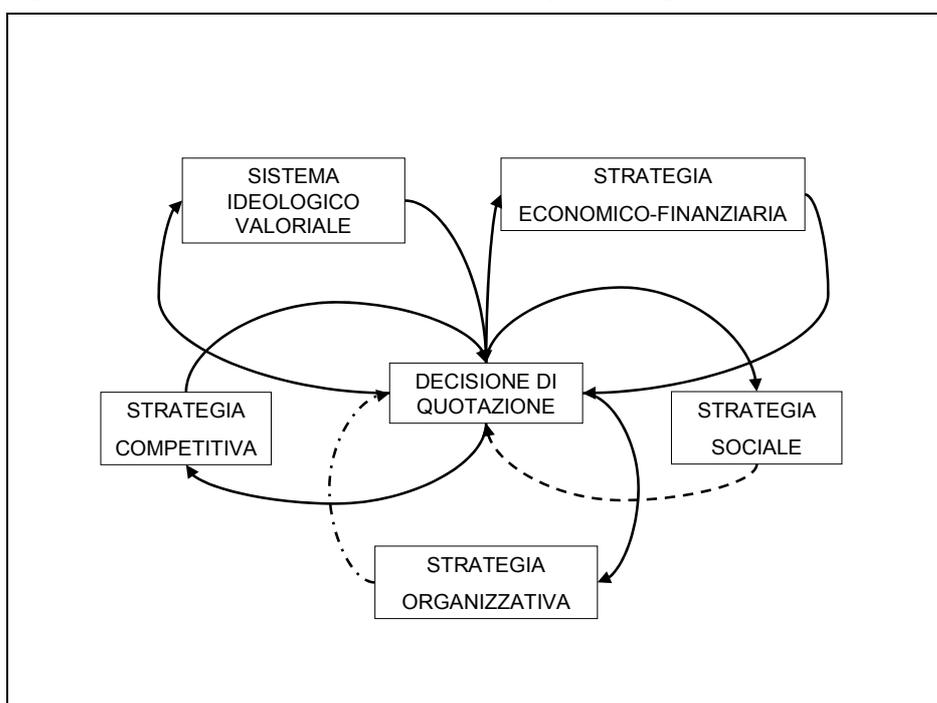
L’eccezione per quanto concerne la strategia sociale è rappresentata talvolta dai rapporti con gli intermediari finanziari (banche, *private equity*, *venture capital* ecc.), i quali, per esigenze di riduzione dell’esposizione debitoria o di disinvestimento delle risorse precedentemente investite possono indurre il soggetto economico a

⁷⁵ Cfr. BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pagg. 19 e ss; MIOLO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, op.cit.

valutare la possibilità di quotare l'azienda. Tale aspetto, come è evidente, è direttamente connesso alla strategia economico-finanziaria che, di fatto, ne costituisce la principale determinante.

Lo schema di analisi pone dunque al centro la decisione di quotare l'azienda; tale decisione può essere prevalentemente condizionata in via diretta dal sistema ideologico-valoriale, dalla strategia economico-finanziaria o dalla strategia competitiva dell'azienda. Tuttavia, tutti e cinque gli elementi individuati sono condizionati dalla decisione di entrare in borsa e devono pertanto essere sottoposti ad un giudizio (Figura 5).

Figura 5 – Schema di analisi e valutazione strategica della quotazione in borsa



Per ciascuno di tali elementi sarà necessario valutare preventivamente la fattibilità dei cambiamenti che si renderanno necessari in conseguenza del nuovo

status di azienda quotata, nonché la capacità di tali modifiche di contribuire all'economicità ed allo sviluppo duraturo dell'azienda⁷⁶.

Con riferimento a ciascuno dei cinque “elementi di osservazione” si tratterà quindi innanzitutto di individuare i requisiti “formali” e “sostanziali” che la quotazione richiede di rispettare, nonché gli obiettivi che l'azienda vorrebbe raggiungere con l'ingresso in borsa (ad esempio ridurre il *leverage*, migliorare la propria immagine, fidelizzare i dipendenti e così via); successivamente sarà necessario interrogarsi sui cambiamenti da attuare per colmare il *gap* fra situazione attuale e situazione “desiderata” (cioè la situazione in cui l'azienda risulta allineata alle richieste della normativa ed agli obiettivi del management); poi occorrerà decidere se tali cambiamenti risultino potenzialmente fattibili e, quindi, se l'azienda ha o comunque sarà in grado di acquisire le risorse e le competenze necessarie per attuare efficacemente il cambiamento richiesto.

In seguito occorrerà definire la “onerosità” degli interventi da realizzare nonché il contributo eventuale dei benefici che deriveranno dalla nuova strategia nel breve, medio e lungo termine⁷⁷.

Con riferimento al singolo “elemento di osservazione”, il *trade-off* fra onerosità stimata (in termini di spese e di oneri figurativi, di costi *una tantum* e ricorrenti, diretti ed indiretti) e benefici attesi dovrebbe guidare verso un primo giudizio sull'opportunità della quotazione⁷⁸.

⁷⁶ In merito alle problematiche derivanti dalle analisi preventive e probabilistiche si vedano, fra gli altri, CORTICELLI RENZO (1973), *I giudizi di convenienza in economia aziendale*, op.cit.; MILO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, op.cit., pagg. 23 e ss.

⁷⁷ Cattani ha affermato: «La capacità dell'azienda di gestire il cambiamento in modo efficace ed efficiente ... dovrebbe contribuire a determinare un VE (valore economico ndr) del capitale maggiore di quello antecedente (o in assenza di) tali iniziative in quanto è presumibile che il valore del ROE atteso sia superiore a quello corrente. Da sottolineare sono pure i possibili vantaggi riconducibili al minore costo del capitale (di rischio e di terzi) qualora i risultati delle iniziative intraprese siano percepibili anche all'esterno. L'afflusso di risorse finanziarie a vario titolo in tempi rapidi e a costi favorevoli è sintomatico del grado di credibilità che il percorso di sviluppo seguito dall'azienda trova presso alcuni *stakeholders*». CATTANI GINO (1998), “Il controllo strategico come strumento per il rinnovamento della formula imprenditoriale”, *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, Settembre-Ottobre, pag. 437.

⁷⁸ Scrive in proposito Pivato: «Adire o meno la quotazione in borsa è un problema di convenienza comparata. Come tutti i giudizi di convenienza, anche questo esige che vengano considerati non solo i vantaggi derivanti da una data soluzione, ma altresì i fattori negativi ad essa correlati. Occorre, quindi,

Al momento della decisione finale, tuttavia, tutte le eventuali questioni - economico-finanziarie, sociali, organizzative, competitive, ideologico-valoriali - emerse durante l'analisi dovrebbero avere lo stesso rilievo ed essere adeguatamente apprezzate. A seguito del processo di formulazione e valutazione dei cinque "elementi di osservazione" è necessario quindi ricondurre ad una sintesi le considerazioni sviluppate, assumendo una prospettiva sistemica in cui la riflessione tende a concentrarsi sul tutto e non sulle singole parti⁷⁹. Ne scaturirà una attenta riflessione che si basa su una visione a tutto campo della complessità della problematica e che spinge, anche in virtù dell'esplosione delle direttrici di analisi, a considerare anche aspetti che, ad un primo esame, possono sfuggire al decisore.

L'ottenimento di nuove risorse finanziarie dalla quotazione può servire infatti per riequilibrare la struttura finanziaria ma anche, ad esempio, per finanziare nuovi business o per l'internazionalizzazione; in questi ultimi casi gli aspetti finanziari si collegano con quelli competitivi (coordinare i business, destinare le risorse ecc.), con quelli organizzativi (definire la struttura organizzativa, creare nuove strutture ecc.) e con quelli sociali (individuare nuovi interlocutori e gestire i rapporti ecc.).

Il soggetto economico quindi, alla fine del percorso di valutazione, avrà a sua disposizione le informazioni necessarie per formarsi un'idea ed assumere una decisione "consapevole"⁸⁰, che si basa sulla rilevazione e sull'analisi di diversi

impostare anche una ricerca sia sugli oneri e rischi del passaggio da società non quotata allo status di società quotata, sia sull'attenuazione (e talora addirittura scomparsa) dei vantaggi sopra ricordati quando si producano sfavorevoli situazioni economico-patrimoniali delle aziende emittenti o cattive congiunture del mercato mobiliare e dell'economia del Paese in generale». PIVATO GIORGIO (1976), "La quotazione di borsa di aziende societarie", op.cit., pag. 532.

⁷⁹ «Quando un soggetto aziendale conduce un processo decisionale considera un problema complesso e per poterlo affrontare deve scinderlo, secondo convenienza, in problemi più semplici. Nel fare ciò egli compie senza dubbio un'analisi, una raffigurazione simbolica della situazione: tutto questo ha un senso solo se approda ad una sintesi, rappresentata dalla decisione operativa o non operativa, assumendosi di volta in volta i rischi e i vantaggi derivanti dal fatto che, giunti all'ultimo stadio dell'analisi, non si passa automaticamente alla sintesi, ma che questa è anche "il frutto dei misteri dell'intuizione"». MIOLO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, op.cit., pagg. 19 e 20.

⁸⁰ Scrive la Miolo Vitali: «Il complesso processo di conversione, come tradizionalmente inteso dalla dottrina economico aziendale italiana, presenta due momenti caratteristici: la formazione del giudizio e la presa della decisione. Entrambi i momenti costituiscono quella specifica attività del sistema umano aziendale nota come *processo decisionale* ... anche se è bene precisare che il punto cruciale sta nella capacità dei soggetti decisori di formulare il giudizio di convenienza o, in altre parole, quel processo di

elementi, secondo un percorso strutturato che cerca di prevedere gli effetti futuri con una prospettiva di breve ma anche e soprattutto di medio-lungo periodo.

Non si può tuttavia non segnalare come la logica sottesa nel giudizio di convenienza possa infine apparire indeterminata e basata esclusivamente su considerazioni attinenti prettamente alla sfera soggettiva; ad esempio, un significativo ostacolo alla decisione di procedere con la quotazione in borsa è spesso rappresentato dalla difficoltà nel conciliare la valutazione che il soggetto economico attribuisce all'azienda, espressiva delle potenzialità che "soggettivamente le vengono riconosciute, e la valutazione determinata invece dai consulenti e dagli intermediari che concorrono alla definizione del *pricing*, basata invece su elementi maggiormente oggettivi e percepibili dal mercato⁸¹. La decisione finale tuttavia potrà anche discostarsi da quelle che sono le risultanze della valutazione di sintesi⁸², senza comunque togliere valore all'analisi svolta ed alla metodologia seguita.

ricerca e di apprendimento che deve permettere di osservare, analizzare e valutare le informazioni e le conoscenze necessarie per la realizzazione degli obiettivi prescelti». MIOLO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, op.cit., pag. 15.

⁸¹ Come ricorda Massari infatti «chi abbia vissuto l'esperienza di "accompagnare in borsa" una società può rendersi conto che il maggior incaglio nel maturarsi della decisione di richiedere l'ammissione alla quotazione, soprattutto quando il controllo è detenuto da un gruppo familiare, è rappresentato dall'esigenza di conciliare la valutazione che l'imprenditore fa della propria azienda con la valutazione dell'intermediario che cura l'operazione. Si hanno infatti molti esempi di aziende che prendono in considerazione l'eventualità della quotazione e finiscono poi per rinunciarvi a causa del disaccordo sul valore da attribuire alle azioni. Ciò non deve sorprendere, se si pensa che l'imprenditore è portato ad esprimere la propria valutazione in rapporto alle potenzialità che egli riconosce nell'azienda, mentre l'intermediario, che formula il proprio giudizio ponendosi nell'angolo visuale del mercato, attribuisce maggior peso ai fattori più facilmente percepibili da un investitore esterno. Possono così manifestarsi vistose discrepanze tra la valutazione dell'imprenditore e la valutazione dell'intermediario che cura il collocamento». MASSARI MARIO (1984), *Il valore «di mercato» delle aziende*, op.cit., pag. 157.

⁸² «La letteratura aziendalistica, in base ai numerosi casi osservati, ha sottolineato quanto sia frequente che strategie pianificate attraverso approfondite analisi e articolati processi di generazione/formulazione/valutazione e scelta delle alternative si arenino poi sulle scelte della fase attuativa». INVERNIZZI GIORGIO (1990), *Evoluzione dell'assetto economico e governo dell'impresa*, in INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica. Strumenti per valutare posizione competitiva, vulnerabilità, patrimonio intangibile*, Etaslibri, Milano, pag. 41. La Miolo Vitali inoltre aggiunge: «La reale conoscenza della logica sottesa nel giudizio risulta indeterminata ed esclude la possibilità di individuare nel concreto operare soluzioni univoche e di validità generale. A ben vedere, queste ci appaiono nebulose e diverse da un'azienda all'altra e, per la stessa azienda, nel tempo, in quanto si collocano in gran parte nella sfera soggettiva e richiedono di essere analizzate anche da prospettive disciplinari differenti da quella economico aziendale (economico-politica, psicologica, sociologica e così via)». MIOLO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, op.cit., pag. 50. Si veda in merito anche CORTICELLI RENZO (1979), *La crescita dell'azienda*, op.cit., pagg. 202 e ss.

CAPITOLO 3.

L'IMPATTO DELLA QUOTAZIONE SUL SISTEMA DELLE STRATEGIE DELL'AZIENDA

3.1. Il rinnovamento del sistema ideologico-valoriale e la discontinuità istituzionale dell'azienda

Dopo aver delineato alla fine del capitolo precedente uno schema interpretativo per la valutazione strategica dell'ingresso in borsa di un'azienda, è nostra intenzione approfondire, nelle pagine che seguono, l'analisi di ciascuno dei cinque "elementi di osservazione", partendo dal sistema ideologico-valoriale dell'azienda.

All'analisi dei cambiamenti che la quotazione in prospettiva potrebbe avere sulle idee e valori guida¹ insiti nel modo di essere dell'azienda, sulla vocazione profonda, sulla filosofia organizzativa e gestionale, sulla ragione d'essere dell'impresa², è infatti attribuito, all'interno dello schema proposto, un ruolo di primo piano.

¹ Con riferimento alle idee guida Bertini parla di idee che «interpretano in modo inequivocabile la missione che l'azienda è chiamata a svolgere nei diversi momenti della sua vita e gli orientamenti conseguenti all'interno delle diverse aree di affari e funzionali». BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pagg. 18-19.

Riguardo ai valori Coda scrive: «I valori, in genere, sono idee (o convinzioni, orientamenti, norme, modelli di comportamento) che determinati individui o gruppi privilegiano come le più idonee ad orientare i comportamenti verso il soddisfacimento dei bisogni fondamentali dell'uomo. ... Per "valori imprenditoriali" intendiamo i valori che orientano atteggiamenti e comportamenti di dati soggetti – operanti all'interno o all'esterno di un'impresa – nei riguardi della stessa, in relazione al ruolo loro proprio». CODA VITTORIO (1984), "Valori imprenditoriali e successo dell'impresa", in AA. VV., *Valori imprenditoriali e successo aziendale*, Giuffrè, Milano.

² I modelli cui il sistema ideologico-valoriale si ispira sono quelli consolidati in dottrina del sistema delle idee, dell' "orientamento strategico di fondo" e della "base ideologico valoriale". Per approfondimenti si rimanda a BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pagg. 13 e ss; CODA VITTORIO (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, op.cit.; BIANCHI MARTINI SILVIO (2005), *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, op.cit., pagg. 117 e ss.

Il sistema ideologico-valoriale dell'azienda è, com'è ovvio, permeato delle caratteristiche del soggetto economico, con riferimento sia alle sue componenti "individuali" sia alla sua accezione sistemica³. L'analisi di tale "elemento" risulta condizionata pertanto, come già ricordato, direttamente dalla "soggettività" del vertice aziendale⁴, dai suoi obiettivi (di visibilità, di benessere ecc.)⁵, dalle sue esperienze pregresse (ad esempio un gruppo dirigente che già in passato abbia affrontato con successo l'ingresso in borsa di un'azienda sarà relativamente meglio disposto nei confronti di tale opzione)⁶, dalle sue "paure" (ad esempio, di perdita di autonomia e discrezionalità), dalla sua predisposizione ad accettare il rischio e così via⁷.

³ Scrive Canziani: «Il 'gruppo centrale' *imprime* pertanto *di sé*, delle proprie caratteristiche, obiettivi, propensioni al rischio, idealità e valori, l'agire concreto e diuturno dell'impresa, definendone in via diretta e indiretta i finalismi economici da attingere, il contributo da portarsi al benessere sociale, gli obiettivi strumentali (anche parziali e intermedi), ed infine gli stili di comportamento esterni ed interni, fra loro coerenti, e funzionali alle realizzazioni predette». CANZIANI ARNALDO (1984), *La strategia aziendale*, op.cit., pag. 71. Tuttavia, come affermato da Bianchi Martini: «se è vero ... che l'analisi dell'azienda nella *prospettiva soggettiva* non può prescindere da una interpretazione dei processi cognitivi individuali – con particolare riferimento a quelli che caratterizzano la logica di pensiero dei vertici – è anche vero che l'azienda – in quanto gruppo organizzato di individui – finisce per essere guidata da alcuni valori ed idee che sono qualcosa di diverso dalla somma o dalla intersezione delle idee dei singoli uomini d'azienda che vi fanno parte. Ogni collettività organizzata e connotata da un proprio forte finalismo – come l'azienda – è infatti dotata di un *set* di credenze, più o meno ampio, che non necessariamente si sovrappongono appieno alle credenze dei singoli individui sia perché le relazioni tra gli individui appartenenti al gruppo organizzato producono concetti e significati nuovi sia perché il peso delle idee di alcuni individui è maggiore di quello di altri (si pensi al potere ed alla capacità di *leadership* del *top management*) e pertanto si attivano processi dialettici inter-soggettivi non paritetici.» BIANCHI MARTINI SILVIO (2005), *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, op.cit., pag. 126.

⁴ Cfr. BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pagg. 13 e ss.

⁵ Ad esempio, la Krips Newman ha affermato che «"Going public" create an aura of success for the men and women who are instrumental in bringing a company to such milestone». KRIPS NEWMAN PAULINE (1985), "The Pros and Cons of Going Public", op.cit.

⁶ Cfr. GARZONI ANTONELLO (2003), *Il controllo strategico*, op.cit., pagg. 36-38.

⁷ «La componente *soggettiva*, il fatto cioè che le imprese siano composte e guidate da persone, induce peraltro, a fianco della funzione-obiettivo sostanzialmente economica imposta dalla continua attività creatrice delle imprese rivali, anche l'esistenza di *obbiettivi personali* e per così dire *soggettivi*. Non si tratta soltanto di interpretare soggettivamente la funzione-obiettivo aziendale, ma anche di svolgerla nel complesso della propria cultura e della propria personalità, aggiungendo o intersecando a quella un insieme di altre *variabili autorealizzative*». CANZIANI ARNALDO (1984), *La strategia aziendale*, op.cit., pag. 53. Anche Coda ha ricordato che «i valori vissuti dagli attori-chiave via via succedutisi alla guida dell'impresa, sono sempre in misura relevantissima costitutivi di ciò che l'impresa di fatto è e dei suoi problemi di fondo. E lo sono sia quando si tratta di attori costruttivi e illuminati, dalla forte personalità, che lasciano un'impronta difficilmente cancellabile nella cultura e nei caratteri distintivi dell'impresa, sia quando la leadership è impersonata da uomini dalla personalità debole e non troppo

Si tratta, dunque, dell'aspetto maggiormente delicato dell'analisi in ottica strategica che precede la decisione di quotare l'azienda e che può assumere carattere preclusivo per le successive considerazioni⁸, in particolare quando il vertice aziendale, a priori, pone un veto all'apertura del capitale a terzi⁹, innalzando in tal modo una "barriera difensiva" all'impostazione aziendale consolidata¹⁰.

Perché il processo valutativo - ed eventualmente anche la successiva realizzazione della decisione di entrare in borsa - possa compiersi in modo adeguato è necessario, tuttavia, che tutte le "componenti" del soggetto economico si manifestino disponibili a mettere in discussione la "non modificabilità" del sistema ideologico-valoriale¹¹; occorre infatti trovare una posizione condivisa¹², in modo da riuscire a far

solleciti della prosperità duratura dell'impresa, che viene così a rispecchiarne le carenze nella povertà e nelle incoerenze della sua impostazione imprenditoriale». CODA VITTORIO (1984), "Valori imprenditoriali e successo dell'impresa", op.cit., pag. 6. In merito si veda anche CODA VITTORIO (1968), "Sull'attività di direzione dell'impresa", op.cit., pagg. 63 e ss. In particolare, nel 1974 Brunetti affermava: «Il ricorso al finanziamento mediante emissioni azionarie costituisce per la maggior parte delle imprese del nostro sistema economico un'alternativa più teorica che pratica, determinando così, nei casi in cui la corrente di autofinanziamento non risulti congrua, una pressante richiesta per altre fonti di finanziamento» BRUNETTI GIORGIO (1974), *Le decisioni finanziarie nell'economia d'impresa*, op.cit., pagg. 117 e ss.

⁸ Cfr. JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pag. 281.

⁹ Scrive Tiscini: «Finché l'imprenditore considererà l'impresa come un'emanazione di sé, da gestire in maniera padronale secondo logiche familiari o peggio personali, la quotazione sarà uno scenario assolutamente impraticabile, oltre che costellato di difficoltà, limitazioni e svantaggi. Se, tuttavia, la compagine imprenditoriale vede l'azienda come entità autonoma, di cui è necessario ricercare le condizioni di equilibrio ottimali, gli aspetti negativi della quotazione appariranno di ben poco peso e si trasformeranno in occasioni di miglioramento». TISCINI RICCARDO (2001), *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., pag. 485.

¹⁰ Si tratta dunque di attivare, seguendo Argyris, un percorso di *double loop learning*, «which means that underlying assumptions, norms, and objectives would be open to confrontation. Also any incongruities between what an organization openly espouses as its objectives and policies and what its policies and practices actually were could also be challenged». ARGYRIS CHRIS (1977), "Double loop learning in organizations", *Harvard Business Review*, September-October, pag. 123.

¹¹ Cfr. KOTTER JOHN P. (1995), "Leading Change: Why Transformation Efforts Fail", op.cit., pagg. 62 e ss.

¹² Come ha scritto Jovenitti «è infatti una delle più importanti prerogative del gruppo di controllo, detentore del potere di gestione aziendale, lo stabilire se, quando, in quale misura e mediante quale soluzione tecnica ricorrere al mercato mobiliare, in quanto tale ricorso è strettamente e direttamente correlato al controllo della società. In altre parole, una operazione di finanza mobiliare che consente la raccolta di nuove risorse finanziarie, utili per realizzare un programma di investimenti, o per accelerare la crescita, interna o esterna, o per riequilibrare la struttura finanziaria preesistente, ecc., può non essere decisa, né effettuata, se può derivarne la perdita o una situazione di vulnerabilità del controllo in capo al gruppo che lo detiene». JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pag. 36.

convergere in un'unica direzione gli sforzi necessari, in prospettiva, per sostenere un progetto ambizioso come la quotazione¹³.

La “discontinuità istituzionale” determinata dall'ingresso nel capitale di nuovi soci è infatti un momento altamente significativo per la vita dell'azienda che, evidentemente, tende ad esporre il nucleo imprenditoriale a profondi timori e perplessità.

Al soggetto economico, «espressione più elevata ed autorevole della soggettività aziendale»¹⁴, è demandato infatti il ruolo fondamentale non solo di decidere, in ultima istanza, se entrare in borsa, ma anche di avviare, per iniziativa autonoma o in seguito all'esortazione di consulenti esterni¹⁵, il percorso valutativo¹⁶.

Si potrebbe dire che prerequisito per la valutazione dell'opzione della quotazione è l'esistenza di attitudini del vertice aziendale a mettere in discussione le “*routine*” consolidate¹⁷ (più in generale si può parlare di mappe cognitive e schemi

¹³ Ad esempio, la valutazione dell'opportunità di quotare “Il Sole 24 Ore” è stata affidata, dalla giunta di Confindustria, ad una commissione, presieduta da Giancarlo Cerutti e composta anche da Miro Radici e Paolo Targetti. Tale commissione nominata a luglio 2006 dovrà esporre le proprie valutazioni a dicembre dello stesso anno. In un articolo del quotidiano si legge che «Il presidente della commissione che dovrà valutare l'opportunità della quotazione in Borsa del Sole 24 Ore, Giancarlo Cerutti, ha detto di “aver accettato la proposta del presidente ... perché sul Sole 24 Ore dobbiamo avere un pensiero condiviso” e questo significa “verificare assieme quali siano le scelte migliori per il futuro del Sole 24 Ore, che rappresenta asset centrale di Confindustria. Sono certo, ha concluso Cerutti, che lavorando con i colleghi Radici e Targetti, troveremo la soluzione migliore per il futuro del Sole 24 Ore”. La quotazione del gruppo editoriale non trova consenso unanime: il presidente di Federchimica, Giorgio Squinzi, uscendo dalla riunione di giunta, ha detto che “personalmente” preferirebbe “che non ci fosse”». Il Sole 24 ore, “Tre saggi per l'Ipo del Sole 24 Ore”, 20 luglio 2006.

¹⁴ BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pag. 18.

¹⁵ Cfr. JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pag. 277.

¹⁶ Come affermato da Invernizzi, «non è sufficiente che il problema o l'opportunità sia colta da collaboratori di secondo o terzo livello – più a diretto contatto con l'evoluzione ambientale e meno emotivamente coinvolti con l'indirizzo strategico esistente – perché si possa parlare di effettivo compimento della fase di diagnosi: la volontà di cambiamento deve caratterizzare gli attori-chiave dell'impresa. L'ampia casistica aziendale disponibile in tema di processi di rinnovamento suggerisce che, senza un diretto coinvolgimento dell'alta direzione, non è possibile che il profilo imprenditoriale sia rinnovato in profondità e con successo». INVERNIZZI GIORGIO (1990), *Evoluzione dell'assetto economico e governo dell'impresa*, op.cit., pag. 38.

¹⁷ Cattani parla di «*routines* difensive» che, dice l'Autore «talvolta impediscono al management di pensare in modo strategico, cioè sottoporre ad un esame critico l'attuale strategia o l'efficacia con cui è stata realizzata. In ultima analisi ciò si ripercuote anche sulle modalità secondo cui si svolge il processo di apprendimento. In simili circostanze, infatti, il management talvolta non affronta con la dovuta attenzione problemi nuovi oppure ne ignora deliberatamente l'esistenza (per paura, ad esempio, di vedere incrinata la sua autorità), con l'effetto, da un lato, di lasciare inalterata la situazione, dall'altro di contrastare o boicottare iniziative dirette a risolvere tale situazione (impedendo così il

mentali¹⁸) ed a riconoscere le potenzialità, in termini di nuove opportunità, che l'ingresso in borsa può offrire, a prescindere da impellenti criticità finanziarie o di business da risolvere¹⁹.

Tali attitudini si pongono, dunque, come discriminanti per la valutazione strategica dell'opportunità di quotarsi, impedendo, in caso di loro assenza, di portare avanti il percorso logico da noi delineato²⁰. Non è raro infatti incontrare imprenditori di aziende di successo, dotate dei requisiti formali e sostanziali per quotarsi e gestite con spirito innovativo e con grande apertura culturale, che mostrano però una evidente chiusura nei confronti dell'ingresso in borsa²¹; il soggetto economico, in tali realtà, spesso paventa primariamente il rischio di perdere la propria autonomia gestionale o di vedere precluso il pieno dispiegarsi della "creatività"²², descrivendo la quotazione come una scelta capace di "inaridire" la funzione imprenditoriale.

L'ingresso in borsa, nelle aziende in cui l'azionariato è sufficientemente diffuso, può costituire un forte incentivo per il management ad ottenere sempre

processo di apprendimento). È necessario, pertanto, procedere ad un cambiamento nella cultura e nei valori condivisi all'interno dell'azienda, affinché eventuali scostamenti tra intenzioni iniziali e risultati realmente conseguiti siano prima individuati e successivamente corretti, anche se ciò comporta situazioni di imbarazzo o di minaccia». CATTANI GINO (1998), "Il controllo strategico come strumento per il rinnovamento della formula imprenditoriale", op.cit., pag. 433.

¹⁸ Cfr. MARKIDES CONSTANTINOS (1997), "Strategic Innovation", op.cit., pag. 317.

¹⁹ Cfr. FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2003), "La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane", op.cit., pag. 4.

²⁰ «Nel corso di una fase di riorientamento – soprattutto se di tipo radicale – la cultura aziendale può rivelarsi un fattore di rigidità o di flessibilità. Nel caso in cui la cultura sia sufficientemente flessibile, cioè tra i fattori ed i principi di fondo si riscontri la capacità di mettere in discussione lo *status quo*, la prima potrà addirittura fungere da stimolo al rinnovamento della formula imprenditoriale. Ci sembra che ciò raffiguri una preconditione senza la quale l'impiego di un qualsiasi strumento di diagnosi strategica, così come l'elaborazione ed interpretazione di indicatori segnaletici degli andamenti aziendali (contabili e non) risulterebbe pregiudicata». CATTANI GINO (1998), "Il controllo strategico come strumento per il rinnovamento della formula imprenditoriale", op.cit., pag. 435.

²¹ «Quale che sia la composizione ed il grado di cultura economica e di imprenditorialità del gruppo di comando, esso è per definizione sensibile (e vulnerabile) sotto il profilo del controllo societario, conservato gelosamente prima dell'avvio del progetto "quotazione" ed ora messo in posizione di rischio nel mercato. Tale rischio si manifesta nella possibilità di subire OPA ostili ...; nella possibilità di assistere alla formazione di gruppi contrapposti nel medesimo azionariato...; nella più difficile gestione dei lavori assembleari ...; nella necessità di tenere in debito conto le minoranze». JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pag. 283.

²² Cfr. BERTINI UMBERTO (1991), "Creatività e gestione strategica delle imprese", *Creatività e sviluppo delle imprese*, Giuffrè, Milano, pagg. 17 e ss.

migliori performance aziendali²³ e, di conseguenza, quotazioni più elevate dei titoli in borsa, al fine di attenuare la minaccia di possibili *take-over*²⁴. I benefici derivanti da tali stimoli sono però spesso controbilanciati, nei giudizi di convenienza del soggetto economico, dal rischio di dover sottostare continuamente alle opinioni esterne, espresse da analisti finanziari, agenzie di rating e giornalisti economici²⁵, che spesso pronunciano critiche senza però “sporcarsi le mani” nell’arena competitiva; per l’imprenditore, inoltre, la quotazione si configura frequentemente anche come una scelta che prelude, almeno in parte, alla rinuncia del possesso saldo ed esclusivo delle leve decisionali. Tali circostanze sono talvolta condizioni inaccettabili anche per imprenditori lungimiranti ed evoluti²⁶.

Il percorso di valutazione dei necessari cambiamenti al sistema ideologico-valoriale segue le “linee guida” precedentemente tracciate: innanzitutto è opportuno definire i requisiti formali e sostanziali il cui rispetto è richiesto dalle competenti autorità e, in generale, dal mercato per poter quotare con successo l’azienda in borsa. Accanto a tali aspetti, l’azienda dovrà porre anche i propri obiettivi, che possono andare ben oltre il rispetto dei requisiti generici validi per tutte le imprese. Sarà

²³ Cfr. HOLMSTRÖM BENGT, TIROLE JEAN (1993), “Market Liquidity and Performance Monitoring”, *Journal of Political Economy*, vol. 101.

²⁴ Forestieri e Mottura affermano «Potenziali acquirenti sono cioè incentivati a «scalare» la società proprio in funzione della sua sottovalutazione e quindi dei profitti realizzabili una volta riportata a una situazione normale. Questo gioco di interessi contrastanti rappresenta – in un sistema di public companies – uno dei meccanismi attraverso cui il mercato azionario trasmette i suoi stimoli verso il miglioramento delle performance aziendali (quindi dell’economia)». FORESTIERI GIANCARLO, MOTTURA PAOLO (2002), *Il sistema finanziario*, op.cit., pag. 137.

²⁵ Scrive Coda: «ove il management rinunci ad una comunicazione economica chiara ed incisiva, rinuncia pure ad avere un progetto pienamente valido e condivisibile. Quest’ultimo, infatti, non è solo il presupposto fondamentale di una comunicazione economica chiara ed incisiva. A sua volta ha bisogno di essere comunicato con chiarezza e incisività per ottimizzarne l’efficacia realizzativa, quale può ottenersi solo con una adesione convinta e matura. ... non va sottaciuto lo stretto legame che intercorre tra pensiero e comunicazione; le idee si affinano e si chiariscono progressivamente nel mentre ci si sforza di esprimerle e comunicarle agli altri». CODA VITTORIO (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell’impresa*, op.cit., pagg. 49-50.

²⁶ Ad esempio scrive Salomon: «Analysts, investors, and competitors can gain entrance to your house. Much of what goes on in the bedroom is visible to those who sit in the parlour – and one must remember that. ... one feels one’s reputation is on the line, one’s business acumen is being publicly tested. Whereas in a private company one can make one’s quota of mistakes without embarrassment, one does not have that luxury – or feels one doesn’t! The whole realm of stockholder relations is a new land through which one must feel his way». SALOMON RICHARD (1977), “Second thoughts on going public”, op.cit.

indispensabile, quindi, meditare sulla concezione che il soggetto economico ha del “fare azienda” e sulle idee e sui valori che guidano attualmente il modo di essere dell’impresa, per segnalare le modifiche indispensabili per colmare l’eventuale *gap* tra “situazione presente” e “situazione desiderata”.

È evidente che molti degli interventi necessari, che emergeranno dall’analisi, risulterebbero auspicabili anche a prescindere dall’ingresso in borsa dell’azienda; tuttavia essi risulteranno imprescindibili nel caso in cui la quotazione diventi un obiettivo strategico.

I cambiamenti del sistema ideologico-valoriale eventualmente richiesti per accedere alla borsa devono, come è ovvio, assumere un carattere non transeunte. Si tratta quindi di interventi che andranno ad intaccare una “base solida” di idee e valori preesistenti²⁷, ma che, tuttavia, dovranno contribuire a definirne una nuova, altrettanto stabile e duratura, che rappresenti per il futuro «il fondamento su cui il sistema aziendale delle idee poggia nel tempo»²⁸.

Tra gli elementi oggetto di valutazione riteniamo particolarmente importanti:

1. l’autonomia dell’azienda dalle questioni personali e familiari del soggetto economico;
2. l’attenzione verso i risultati a medio-lungo termine, ma anche a breve e brevissimo termine;
3. la filosofia organizzativa;
4. la vocazione del business;
5. l’*accountability*;
6. la trasparenza.

Si tratta evidentemente di tematiche estremamente rilevanti, trattate diffusamente in dottrina; il taglio di analisi assunto nella presente trattazione fa

²⁷ «Al riguardo, a nostro parere, i contenuti della base ideologico-valoriale dovrebbero normalmente limitarsi a pochi essenziali valori di fondo destinati a “superare la prova del tempo”, non arrivando a definire con precisione i dettagli del disegno imprenditoriale attuato o che si desidera attuare in futuro». BIANCHI MARTINI SILVIO (2005), *Introduzione all’analisi strategica dell’azienda*, op.cit., pag. 150.

²⁸ BIANCHI MARTINI SILVIO (2005), *Introduzione all’analisi strategica dell’azienda*, op.cit., pag. 135.

tuttavia riferimento esclusivamente alla specifica tematica oggetto di analisi del presente lavoro. Tali aspetti sono dunque approfonditi facendo precipuo richiamo alla quotazione in borsa dell'azienda.

Recenti studi²⁹ sembrano evidenziare come le aziende a controllo familiare quotate in borsa riescano ad ottenere migliori performance rispetto alle altre; i maggiori rendimenti sembrano dipendere principalmente dalla loro capacità di concentrarsi maggiormente sugli obiettivi di lungo termine piuttosto che guardare agli andamenti trimestrali, di allineare gli interessi degli azionisti e quelli del management e di dedicarsi al core business. Il controllo familiare dunque di per se non costituisce un elemento mal giudicato dal mercato finanziario; tuttavia nelle imprese a controllo familiare³⁰ l'ingresso in borsa si pone, dal punto di vista ideologico-valoriale, spesso come un momento "traumatico", in cui i cambiamenti necessari sono molteplici e talvolta radicali³¹.

²⁹ Si veda in particolare una recente ricerca condotta nel gennaio 2007 da Credit Swiss che ha portato alla definizione di un Family Index. Sul sito www.credit-suisse.com si legge «Research conducted by Credit Suisse revealed that family owned companies demonstrate superior performance characteristics. In the long term, they tend to achieve superior returns and higher profitability than companies with a fragmented shareholder structure. Credit Suisse analysts compared the performance of stocks with a significant family influence to those of corporations with a broad shareholder base, revealing that ownership structure impacts both company and stock performance». Con riferimento all'Italia, si vedano i risultati di una ricerca empirica contenuti in MAZZOLA PIETRO, MARCHISIO GAIA (2002), "Finanza innovativa e imprese familiari: la quotazione in borsa", *Impresa & Stato*, n. 59, Aprile-Giugno.

³⁰ I dati emersi da una recente ricerca empirica mostrano come oltre il 70% delle società che si sono quotate in Italia nel periodo 1985-2001 hanno come *ultimate shareholder* (soggetto a cui fa capo la maggioranza dei diritti di voto) una famiglia, mentre rispettivamente circa il 15% e circa il 7% hanno lo Stato o un intermediario che svolge una funzione di partecipazione al capitale di rischio (*venture capital, merchant bank* ecc.). Cfr. RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, op.cit., pagg. 81 e ss.

³¹ Brunetti in proposito ha affermato: «Nelle imprese a totale controllo familiare la quotazione in borsa è un'operazione che implica un radicale cambiamento di obiettivi e di politiche da parte della coalizione di comando che è costretta ad attribuire la priorità alla massimizzazione del valore per gli azionisti rispetto all'appropriazione di benefici strettamente personali. Inoltre, con tale cambiamento si introducono valori aziendali nuovi come la trasparenza, la ricerca di opportunità di crescita e si aprono nuove opportunità di remunerazione del management (*stock option*). Anche verso l'ambiente esterno l'azienda acquista, oltre ad una maggior visibilità anche una sua legittimazione nella comunità economica, con l'effetto di rendere l'azienda familiare quotata più meritevole di fiducia, riducendo quindi il costo delle fonti di finanziamento». BRUNETTI GIORGIO (2002), "Prefazione", in RAVASI DAVIDE, ZATTONI ALESSANDRO, BRUNI MASSIMILIANO, *Gruppi di imprese, quotazioni e privatizzazioni. La discontinuità negli assetti istituzionali*, op.cit.

In particolare l'autonomia dell'azienda dalle questioni "personali" e "familiari" del soggetto economico³² (*sub 1*) è una condizione di base per l'ingresso di terzi nel capitale, perché cioè investitori esterni al nucleo imprenditoriale attuale decidano di conferire le proprie risorse per finanziare l'azienda con capitale di rischio³³. Tale aspetto richiede notevoli variazioni soprattutto nelle realtà imprenditoriali in cui sia riscontrabile una stretta "interconnessione" tra impresa e famiglia³⁴.

In prospettiva dell'ingresso in borsa, innanzitutto, è necessario perdere l'immagine di azienda "di famiglia"³⁵ e, pertanto, eliminare, qualora esistano, tutte le

³² La Ferraris Franceschi afferma: «Azienda può diventare qualsiasi unità economica facente capo ad un gruppo di persone, soltanto, però, se in essa vengono seguiti i criteri di gestione e di comportamento adeguati ... In presenza degli elementi indispensabili per poter disporre in una unità economica di una rete strutturale tecnica ed organizzativa, i criteri di scelta e comportamento dei manager che favoriscono l'instaurarsi del complesso di relazioni dinamiche alle quali è legato il raggiungimento della finalità generale di creazione di ricchezza e consentono di tracciare una linea di demarcazione tra aziende e non aziende sono ... *la visione sistemica, l'autonomia, l'economicità*. ... Per l'azienda *l'autonomia* è da vedere come una condizione primitiva in quanto offre la garanzia che le scelte e le operazioni siano tutte collegate tra loro dalle relazioni di funzionalità tipicamente orientate alla finalità aziendale dell'equilibrio. L'intervento o anche il semplice influsso di terzi portatori di interessi estranei a quelli che l'unità riconosce come propri rappresenta per la delicata combinazione aziendale un fattore di disturbo che tende ad allontanarla inevitabilmente dal raggiungimento di risultati che conducono alle posizioni nelle quali in senso oggettivo, si riassume l'equilibrio economico durevole ed evolutivo». Cfr. FERRARIS FRANCESCHI ROSELLA (2005), "L'azienda: caratteri discriminanti, criteri di gestione, strutture e problemi di governo economico", op.cit., pagg. 55 e ss. In merito si veda anche CASSANDRO PAOLO EMILIO (1982), *Trattato di ragioneria*, Cacucci Editore, Bari, pagg. 40-41.

³³ Infatti, come noto, i soggetti che conferiscono finanziamenti con vincolo di capitale si sottopongono a rischi. Il Ferrero distingue tali rischi in "rischi di reddito" e "rischi di capitale". Cfr. FERRERO GIOVANNI (1981), *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, pag. 100.

³⁴ Cfr. MONTEMERLO DANIELA (2000), *Il governo delle imprese familiari*, op.cit., pagg. 21 e ss.; TISCINI RICCARDO (2001), *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., pag. 486; MEZZADRI ANDREA (2005), "Il passaggio del testimone", FrancoAngeli, Milano, pagg. 23 e ss.

³⁵ Scrive la Montemerlo: «È ormai riconosciuto come, indipendentemente dal tipo di imprese, esistano alcuni principi "invarianti", caratteristici di una proprietà responsabile, il rispetto dei quali rappresenta una condizione essenziale di funzionalità duratura delle imprese e, di conseguenza, di benessere delle famiglie proprietarie. Tali principi possono riassumersi come segue:

- la famiglia proprietaria e l'impresa, ancorché interrelati, sono istituti distinti per finalità e logiche di funzionamento. Saper riconoscere questa distinzione è una condizione fondamentale per esercitare responsabilmente il ruolo di proprietari. Alcune logiche di funzionamento tipicamente familiari (per esempio, l'uguaglianza indipendentemente dai "risultati") non sono applicabili in impresa se non mettendo a rischio la sopravvivenza dell'impresa stessa e il benessere della famiglia proprietaria;
- l'unità familiare è un valore da perseguire, ma mai a scapito della funzionalità duratura dell'impresa; ...». MONTEMERLO DANIELA (2000), *Il governo delle imprese familiari*, op.cit., pag. 107.

relazioni “non fisiologiche” fra il nucleo imprenditoriale e l’azienda³⁶: ad esempio sarà opportuno valutare tutti i rapporti in cui la controparte sia il nucleo familiare, intervenendo nei casi in cui essi vengano strumentalizzati o sfruttati per finalità extra-aziendali³⁷.

Nonostante tali considerazioni siano auspicabili per tutte le aziende, in particolare in seguito alla quotazione non sarà più possibile per il soggetto economico ottenere dall’impresa risorse - sottoforma di dividendi o di transazioni con “parti correlate” (le cosiddette *self dealing transactions*)³⁸ - ogni volta in cui si manifestino esigenze personali o familiari e senza aver prima valutato le necessità e gli interessi aziendali³⁹ e le ripercussioni sui rapporti con tutti gli stakeholder.

³⁶ Scrive in proposito Canziani: «Avviene infatti non di rado (e tale frequenza, se poi sovente tende a scomparire come specie, si ripresenta però nell’ambito del genere), che gli attori chiave non tendano a dare una interpretazione pur sempre soggettiva di talune impostazioni *categoriche*, quanto piuttosto a svolgere le *proprie* convenienze, i *propri* obbiettivi nell’ambito di quelli d’impresa, rendendo sovrastanti i primi rispetto ai secondi. Tali linee d’azione, da sempre esistenti, e variamente classificabili nello spazio e nel tempo dal punto di vista quali-quantitativo, possono comunque essere ricondotte al seguente stilema di fondo: “occupazione dell’impresa con sfruttamento di essa a fini particolaristici”». CANZIANI ARNALDO (1984), *La strategia aziendale*, op.cit., pag. 55. Lo stesso Autore elenca poi nelle pagine successive un elenco esemplificativo di situazioni che si possono ricondurre alla strumentalizzazione dell’azienda per fini personali del soggetto economico.

³⁷ Si veda in merito CODA VITTORIO (1967), *Proprietà, lavoro e potere di governo dell’impresa*, Giuffrè, Milano, pag. 13; CODA VITTORIO (1984), “Valori imprenditoriali e successo dell’impresa”, op.cit.; RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, op.cit., pag. 143.

³⁸ La normativa italiana disciplina l’informativa da rendere pubblica relativamente alle transazioni con parti correlate. Si veda in merito l’art. 2391-bis, in vigore dal 14/1/2005 e aggiunto con d. lgs n. 310/2004, “Operazioni con parti correlate” in cui si legge «[1] Gli organi di amministrazione della società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell’operazione. [2] I principi di cui al primo comma si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate e disciplinano le operazioni stesse in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. L’organo di controllo vigila sull’osservanza delle regole adottate ai sensi del primo comma e ne riferisce nella relazione all’assemblea». Si veda inoltre l’articolo 71 bis del Regolamento Emittenti (Delibera n. 11971/1999) emanato dalla Consob.

³⁹ Scrive Reboa: «Situazioni ambigue, in termini di diritti e doveri, sono diffuse soprattutto, ma non esclusivamente, in aziende di modeste dimensioni con capitale concentrato nelle mani di pochi soggetti. Le loro richieste, allora, non sono sempre riconducibili alle note attese di carattere economico, ma possono avere per oggetto, fra l’altro, gli interessi individuali e familiari, anche extraeconomici, che risultano in palese contrasto con le esigenze di autonomia e indipendenza proprie dell’istituto d’impresa. A tale proposito la casistica è ricca: l’azienda è concepita come fonte di occupazione per i membri della famiglia, come strumento di assistenzialismo, come mezzo per dispensare favori clientelari, come veicolo per instaurare rapporti e relazioni a titolo e benefici

Allo stesso modo, soprattutto nelle aziende quotate le qualità e la professionalità del management sono fattori oggetto di attenta analisi degli investitori ed in generale degli stakeholder⁴⁰ e, dunque, i rapporti di parentela dovrebbero soccombere di fronte alle esigenze di managerializzazione che il nuovo contesto, più complesso e maggiormente esposto a giudizi esterni, richiede. Non sarà dunque più ammissibile la presenza in azienda, con ruoli dirigenziali rilevanti, di soggetti che, pur appartenendo alla famiglia imprenditoriale⁴¹, non abbiano le attitudini e le competenze necessarie⁴²: non è raro infatti riscontrare, prima di quotare l'azienda, la decisione da parte del nucleo imprenditoriale di ricercare la collaborazione di validi manager estranei alla famiglia⁴³.

L'autonomia per le aziende deve accompagnarsi alla tensione costante verso il conseguimento dell'economicità attuale e prospettica e dello sviluppo a valere nel tempo⁴⁴, obiettivi il cui raggiungimento, nel caso delle aziende quotate, è fortemente richiesto dal mercato, che dà, come noto, grande attenzione ai piani industriali di medio-lungo periodo, ma che non rinuncia a dare importanza anche ai risultati

personali». Cfr. REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pag. 69.

⁴⁰ Cfr. HIGGINS MONICA C., GULATI RANJAY (2006), "Stacking the deck: the effects of top management background on investor decision", *Strategic management Journal*, n. 27.

⁴¹ La Rigamonti ha evidenziato che il 29% degli amministratori delle società neoquotate in Italia dal 1985 al 2001 sono esponenti della famiglia imprenditoriale e nel 79% delle aziende il Presidente o l'Amministratore delegato sono esponenti della famiglia. Cfr. RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, op.cit., pagg. 150 e ss.

⁴² Scrive Alvino: «L'accesso alla quotazione richiede lo sviluppo di competenze manageriali da parte degli organi direttivi, con la conseguenza di attribuire la gestione dell'impresa solo a persone capaci e meritevoli, che potrebbero non far parte della compagine familiare. Questo processo di managerializzazione e "sfamiliarizzazione" dell'impresa diviene necessario in seguito al processo di quotazione in quanto offre maggiori garanzie sulla possibilità che le attività aziendali vengano svolte senza posporre il bene dell'azienda, e quindi di tutti gli investitori interni ed esterni alla famiglia, agli interessi familiari». ALVINO FEDERICO (2001), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, op.cit., pag. 31. In merito si veda anche MEZZADRI ANDREA (2005), *Il passaggio del testimone*, op.cit., pagg. 23 e ss. Si veda in merito CORBETTA GUIDO (1988), "Caso Costa: la famiglia, l'azienda", Istituto di Economia Aziendale G. Zappa, Università L. Bocconi, Milano.

⁴³ Ad esempio il progetto di quotazione di Ferragamo è stato supportato dalla chiamata di Michele Norsa come nuovo amministratore delegato e direttore generale, al posto di Ferruccio Ferragamo. Norsa ha acquisito le competenze necessarie per affrontare il percorso di ingresso in borsa in qualità di direttore generale di Valentino Fashion Group, gruppo che di recente si è quotato alla borsa di Milano.

⁴⁴ Cfr. FERRARIS FRANCESCHI ROSELLA (2005), "L'azienda: caratteri discriminanti, criteri di gestione, strutture e problemi di governo economico", op.cit., pag. 61.

conseguiti nel breve termine⁴⁵ (*sub 2*). La normativa richiede infatti alle società quotate di diffondere i dati economico-finanziari con scadenze estremamente ravvicinate (ogni tre mesi) e dunque con una tempistica che talvolta mal si concilia con l'operatività aziendale.

Tale aspetto è frequentemente un ulteriore fattore che scoraggia gli imprenditori dalla quotazione; essi percepiscono infatti una distanza, spesso incolumabile, tra le modalità "imprenditoriali" e "industriali" di giudizio dei risultati del business ed i criteri "finanziari" adottati invece dal mercato⁴⁶.

Inoltre, talvolta l'andamento della borsa può risultare influenzato da fattori che non hanno alcun legame con le performance o con le scelte gestionali aziendali; l'azienda si può infatti trovare coinvolta, suo malgrado, anche in speculazioni da parte di terzi che difficilmente si coniugano con una mentalità imprenditoriale di tipo "tradizionale"⁴⁷.

È nota inoltre la rilevanza dell'impatto dei *profit warning* sull'andamento del titolo in borsa e sull'immagine dell'azienda; comunicare al mercato variazioni che ridimensionano gli obiettivi precedentemente dichiarati è un atto doveroso dell'azienda che, tuttavia, è giudicato spesso come sintomatico di scarse capacità previsionali e gestionali del management, talvolta con eccessiva "severità".

⁴⁵ Cfr. REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, EGEA, Milano, pagg. 48 e ss.; RUSSO PAOLO (2000), *Decisioni aziendali e valore dell'impresa*, EGEA, Milano, pag. 237.

⁴⁶ Cfr. RAPPAPORT ALFRED (1983), "Corporate Performance Standards and Shareholder Value", *The Journal of Business Strategy*, Vol. 3, Issue 4, Spring; REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pagg. 90 e ss.; LINCIANO NADIA (2004), "L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano", *Quaderni di Finanza*, n. 57, Giugno, Consob. In merito si veda "Il caso SAIPEM" in REBOA MARCO (2002), *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, op.cit., pagg. 113 e ss.

⁴⁷ In proposito ricorda infatti Reboa che «nel breve il valore del capitale azionario può subire rilevanti variazioni dovute a fattori esterni contingenti (come tensioni speculative del mercato, tentativi di scalate al pacchetto di controllo ecc.) che nulla hanno a che vedere con le intrinseche condizioni aziendali di economicità-redditività, indispensabili per realizzare le più ampie dimensioni del finalismo aziendale». REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pag. 23.

Il mercato reagisce più o meno tempestivamente a qualunque “evento” che coinvolga direttamente l’azienda⁴⁸, uno o più concorrenti, il settore in cui l’impresa opera o, più in generale, l’intero paese o la congiuntura internazionale: non è possibile evitare, come detto in precedenza, di subire il rischio sistematico e dunque, prima di decidere l’ingresso in borsa, è necessario acquisire la consapevolezza anche nei confronti di tale circostanza⁴⁹.

Il mercato giudica inoltre, se adeguatamente comunicate, le opzioni strategiche di un’azienda e valuta, quindi, le prospettive future del business aziendale⁵⁰, dando grande risalto a parole chiave come “crescita”, “incremento”, “innovazione”. Tale aspetto funge quindi da stimolo continuo, anche se talvolta estenuante, al miglioramento ed al perseguimento di un giro d’affari sempre maggiore e di redditività crescenti.

L’enfasi sulla crescita dei risultati, soprattutto se perseguita in un’ottica di breve periodo, può tuttavia distogliere l’attenzione da altri fattori e sottoporre a tensioni eccessive i vertici aziendali⁵¹.

L’azienda una volta quotata, pur mantenendo l’orientamento alla crescita ed allo sviluppo come tensionatore degli sforzi del sistema d’azienda⁵², non dovrebbe tuttavia farsi condizionare eccessivamente dalle molteplici opinioni “esterne” che catalizzano, in particolare, le aziende quotate⁵³, soprattutto quelle che hanno una

⁴⁸ Con riferimento alle reazioni dei prezzi di borsa in seguito al rilascio di giudizi da parte delle agenzie di rating si veda LINCiano NADIA (2004), “L’impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano”, op.cit.

⁴⁹ Cfr. SALOMON RICHARD (1977), “Second thoughts on going public”, op.cit.

⁵⁰ Cfr. GALEOTTI MICHELE (2000), “Gli aspetti dinamici della gestione prospettica: la “razionalità” delle stime reddituali e finanziarie”, op.cit., pagg. 101 e ss.

⁵¹ A ciò si ricollega anche il fenomeno dell’*income smoothing*, cioè della tendenza a livellare i redditi da parte delle società quotate. Si veda in merito CHANEY PAUL K., LEWIS CRAIG M. (1998), “Income smoothing and underperformance in initial public offering”, *Journal of Corporate Finance*, n. 4.

⁵² «Le idee guida sono idee dominanti che tratteggiano gli orientamenti della gestione, ponendosi come bussola per le decisioni e, se adeguatamente comunicate e fatte proprie dal sistema umano, come tensionatore delle energie umane». BIANCHI MARTINI SILVIO (2005), *Introduzione all’analisi strategica dell’azienda*, op.cit., pag. 127.

⁵³ Salomon suggerisce agli imprenditori di porsi tre domande prima di quotare l’azienda: «1. Would I, one I had taken the public in as shareholder partner, be able to resist or disregard their preoccupation with short-term results and fluctuations in the price of our shares? 2. Am I the type who can ignore the stock market demand for consistent and constant increases in sales earnings? 3. Can I accept with

visibilità internazionale e che sono inserite in indici oggetto di particolare attenzione dei mercati finanziari (ad esempio gli indici dei titoli a maggior capitalizzazione).

Dal punto di vista organizzativo (*sub 3*), inoltre, una forte *leadership* del capo d'azienda, il suo carisma ed il prestigio di cui gode, rappresentano elementi importanti e sempre graditi dagli *stakeholder*, ma pur sempre a condizione che il *leader* non si consideri il “padrone”⁵⁴ e che adotti, invece, un approccio decisionale condiviso⁵⁵, facendo scaturire le scelte, soprattutto quelle più rilevanti, da discussioni costruttive del gruppo dirigente⁵⁶.

Il processo di ingresso in borsa costituisce in proposito un rilevante “banco di prova” per l'imprenditore che voglia quotare la propria azienda; infatti, il confronto con i consulenti coinvolti nel processo di quotazione, la compilazione del QMAT e degli altri documenti richiesti dalla Borsa Italiana per valutare l'ammissibilità dell'azienda sul listino nonché la successiva discussione in merito alle informazioni ivi inserite, costituiscono un primo “esame” della capacità di condividere con terze persone i percorsi decisionali, di accettare osservazioni e di rispondere in modo adeguato ad eventuali perplessità di soggetti terzi.

grace and equanimity the public exposure of mistakes, which in a proprietorship could remain hidden?». SALOMON RICHARD (1977), “Second thoughts on going public”, op.cit.

⁵⁴ Per dirla con le parole del Coda, si fa qui riferimento «ai modelli e stili di leadership del tipo “comando e controllo”, tuttora molto diffusi, che sono di loro natura ostativi all'ingresso, nella funzione obiettivo dell'impresa, delle attese di coinvolgimento e valorizzazione dei collaboratori». CODA VITTORIO (2004), “Responsabilità sociale e strategia dell'impresa”, Università Bocconi, mimeo.

⁵⁵ Ciò al fine di evitare, come ha evidenziato Molteni, situazioni tali per cui «la forte personalità del fondatore e il processo di mitizzazione di cui presto egli diviene oggetto fanno sì che le sue idee, i suoi atteggiamenti e i suoi comportamenti non siano più suscettibili di un vaglio critico: i più stretti collaboratori li assumono integralmente e, informando di essi la propria azione, li rafforzano e li diffondono presso gli operatori dei livelli inferiori». MOLTENI MARIO (1990), “Direzione aziendale e proprietà di fronte al cambiamento”, in INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO, CORBETTA GUIDO, *Management imprenditoriale*, Franco Angeli, Milano, pagg. 25-26.

⁵⁶ Scrive Bertini: «Fare l'imprenditore oggi significa gestire soprattutto l'innovazione, il cambiamento; prima sul fronte esterno, del mercato, e poi su quello interno, dell'organizzazione. È evidente che tutto questo non si possa fare da soli, né che tutto questo possa essere il risultato di “riflessioni individuali”. Non esiste più l'imprenditore come figura fisica individuale ... ma esiste l'imprenditore come figura astratta, espressione di una collegialità. Ed esiste l'imprenditorialità, questa specie di anima dell'azienda, destinata ad esaltarsi sempre più, costituendo essa “il più importante fattore critico di successo dell'impresa”. E sebbene essa sia ascrivibile alla nuova figura di imprenditore, a quell'astratto Soggetto economico espressione di tre classi di valori tra loro combinati e integrati, non c'è dubbio che la sua matrice principale, ancorché riveduta e corretta, sia sempre quella del capitale di rischio». BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pag. 17.

L'azienda, soprattutto quella che voglia quotarsi in borsa, deve dunque orientarsi a favorire la realizzazione di un contesto organizzativo che sia coinvolgente e stimolante⁵⁷. Il valore del rispetto nei confronti dei dipendenti e delle loro attese legittime, a partire proprio da quei collaboratori che ricoprono funzioni importanti, deve dunque permeare i comportamenti imprenditoriali ed essere condiviso ed assimilato dall'azienda⁵⁸.

Una società quotata deve infatti necessariamente avere un gruppo manageriale affiatato e coeso, motivato da obiettivi ambiziosi anche personali⁵⁹, quali la possibilità di acquisire maggiore visibilità e redditi maggiori con *stock option*⁶⁰ e piani di azionariato⁶¹ *ad hoc*⁶².

⁵⁷ Come ha sottolineato Bianchi Martini, «sebbene le idee assumano in azienda, come anche le decisioni e le operazioni, il carattere di un sistema, esse nascono comunque a livello individuale; è infatti l'uomo, come singolo, che apprende e produce intellettualmente atti creativi». BIANCHI MARTINI SILVIO (2005), *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, op.cit., pag. 123.

⁵⁸ Cfr. CODA VITTORIO (2004), «Responsabilità sociale e strategia dell'impresa», op.cit.

⁵⁹ «Employees will not make sacrifices, even if they are unhappy with the status quo, unless they believe that useful change is possible. Without credible communication, and a lot of it, the hearts and minds of the troops are never captured». KOTTER JOHN P. (1995), «Leading Change: Why Transformation Efforts Fail», op.cit., pag. 63.

⁶⁰ Le *stock option* consistono nel diritto di opzione sull'acquisto delle azioni emesse dalla società per la quale prestano il proprio lavoro o comunque del gruppo al quale tale azienda appartiene. Il prezzo di acquisto viene stabilito al momento dell'assegnazione in modo che ai dipendenti sia assicurato un guadagno tanto maggiore quanto più alto sarà il prezzo di mercato al momento dell'esercizio dell'opzione d'acquisto. In merito si veda GUELFY SILVANO (2001), *La quotazione in Borsa*, op.cit., pag. 349.

Con riferimento alle *stock option* in Italia si veda MERCHANT KENNETH A., RICCABONI ANGELO (2001), *Il controllo di gestione*, Milano, McGraw-Hill, pagg. 225 e ss.; GARZELLA STEFANO (2006), «Il sistema delle remunerazioni nella comunicazione d'azienda», in ALLEGRINI MARCO, BIANCHI MARTINI SILVIO (a cura di), *La corporate governance in Italia, Regno Unito e Stati Uniti*, Franco Angeli, Milano. Con riferimento alle recenti novità fiscali si rimanda a BONICALZI FABIO (2006), «Le stock option e la manovra finanziaria bis», *Amministrazione & Finanza*, 18.

⁶¹ Nel Codice di autodisciplina, al punto n. 7, si legge che «La remunerazione degli amministratori esecutivi è articolata in modo tale da allineare i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo. ... Una parte significativa della remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche è legata ai risultati economici conseguiti dall'emittente e/o al raggiungimento di obiettivi specifici preventivamente indicati dal consiglio di amministrazione ovvero, nel caso dei dirigenti di cui sopra, dagli amministratori delegati. ... Il Comitato ritiene che l'adeguata strutturazione della remunerazione complessiva degli amministratori delegati costituisca uno dei principali strumenti per consentire l'allineamento dei relativi interessi con quelli degli azionisti e che l'utilizzo di sistemi di remunerazione variabile, legata ai risultati, fra cui anche le *stock-option*, faciliti l'incentivazione e la fidelizzazione di tutta l'alta dirigenza». COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2006), *Codice di Autodisciplina*, marzo.

Un ulteriore aspetto da considerare nel processo di valutazione in esame concerne l'importanza di non distogliere l'attenzione del management dal *core business* aziendale (*sub* 4), dietro la volontà di dichiarare sempre migliori risultati economico-finanziari.

Il mercato giudica con grande attenzione la capacità e la determinazione dell'azienda quotata nel perseguire la *leadership* di mercato nel settore o nei settori in cui essa opera. Al momento della presentazione agli investitori ed agli analisti finanziari, nei colloqui con la stampa economica e di fronte alle autorità di vigilanza, è auspicabile mostrare di avere chiaro il campo di attività cui l'azienda si sente vocata; ciò presuppone una conoscenza profonda delle risorse e competenze chiave, distintive, fonte del vantaggio competitivo, di cui l'impresa dispone.

Tuttavia, dopo l'ingresso in borsa ci saranno tendenzialmente maggiori "pressioni" esterne nei confronti dell'introduzione di innovazioni strategiche che intendano perseguire l'ingresso in business ulteriori e differenti da quelli "core", che però comportano, spesso, l'assunzione di rischi⁶³ che non sempre gli investitori

L'articolo 114-bis, introdotto con la Riforma del Risparmio del 2005 (Legge n. 262 del 28.12.2005) richiede che le società quotate, almeno quindici giorni prima dell'esecuzione dei piani di compensi basati su azioni o strumenti finanziari, devono rendere pubbliche, mediante invio di un comunicato alla Consob, alla società di gestione del mercato e ad almeno due agenzie di stampa, le informazioni concernenti, fra le altre, le ragioni che motivano l'adozione del piano, i destinatari del piano, le modalità e le clausole di attuazione del piano, specificando se la sua attuazione è subordinata al verificarsi di condizioni e, in particolare, al conseguimento di risultati determinati, le modalità per la determinazione dei prezzi o dei criteri per la determinazione dei prezzi per la sottoscrizione o per l'acquisto delle azioni, i vincoli di disponibilità gravanti sulle azioni ovvero sui diritti di opzione attribuiti, con particolare riferimento ai termini entro i quali sia consentito o vietato il successivo trasferimento alla stessa società o a terzi».

⁶² In merito ai risvolti negativi, soprattutto in termini di clima organizzativo e di finalità gestionali, dell'ingresso del management nel capitale in seguito alla quotazione dell'azienda si veda SALOMON RICHARD (1977), "Second thoughts on going public", op.cit.

⁶³ Scrive Donna: «Se diversificare significa ... fare più mestieri insieme, non è affatto detto che l'impresa multibusiness sia in grado di operare in ogni business con la stessa redditività di un'impresa monobusiness focalizzata. I motivi sono almeno due: intanto l'ampliamento del portafoglio di attività comporta inevitabilmente un aumento della complessità organizzativa dell'impresa; in secondo luogo, a parità di altre condizioni la concentrazione su un solo mestiere può consentire di usufruire dei vantaggi della specializzazione, i quali derivano dal fatto che, dedicando tutte le energie e le attenzioni a un solo mestiere si può riuscire a conseguire livelli di qualità, efficienza e innovazioni ben maggiori di quanto si otterrebbe dedicandosi a più mestieri contemporaneamente. Sotto il profilo del rischio, la domanda da porsi per apprezzare l'opportunità di una maggiore diversificazione potrebbe essere espressa nel modo seguente: è maggiore il rischio attribuibile a un'impresa che opera in un solo business con straordinaria qualità competitiva, o a un'impresa che opera in più business con un livello

intendono assumersi⁶⁴, quantomeno senza avere sufficienti assicurazioni da parte del management aziendale⁶⁵.

Tale questione sarà ripresa ed approfondita più avanti. Tuttavia in questa sede ci preme richiamare l'estrema criticità che concerne la decisione di diversificare o meno un'azienda quotata: se da un lato, infatti, il mercato tende a spingere le imprese a dichiarare sempre migliori performance ed a proporre frequentemente innovazioni e nuovi obiettivi, di contro, per le aziende quotate *multibusiness* la presenza di un portafoglio di attività con differenti livelli di rischio, di cui non si dispongano informazioni separate, comporterà verosimilmente l'attribuzione all'azienda da parte di analisti ed investitori di parametri di costo del capitale vicini a quelli delle attività più rischiose⁶⁶.

Dal punto di vista ideologico-valoriale, quindi, il management sarà tentato alternativamente a diversificare o meno l'azienda quotata, agendo continuamente al fine di bilanciare le differenti posizioni assunte nei confronti di tale questione dagli azionisti, dagli analisti, dagli investitori istituzionali ed in generale dal mercato. Il rischio principale è dunque quello di subire eccessivamente i condizionamenti esterni in merito a questioni di estremo rilievo e delicatezza, nei confronti della quali, invece, sarebbe auspicabile mantenere la massima autonomia e libertà di pensiero.

Un ulteriore aspetto su cui soffermarsi, che si ricollega ai precedenti, riguarda l'esigenza di assimilare il concetto di *accountability*⁶⁷ (*sub* 5) all'interno della

inferiore di competitività?». DONNA GIORGIO (2003), *L'impresa multibusiness*, EGEA, Milano, pag. 19. Lo stesso Autore inoltre più avanti afferma: «È ovvio interesse di un investitore di capitali diversificare il proprio portafoglio finanziario, ma a questo fine il mercato dei capitali offre una straordinaria varietà di strumenti e modalità tra cui egli può scegliere, in relazione al profilo di rischio che intende assumere. D'altra parte, i fondi di investimento e le società di partecipazione svolgono proprio questo ruolo, al servizio di chi ricerca le modalità di allocazione ottimali per il proprio capitale. Dal punto di vista dell'azionista, la diversificazione è pertanto realizzabile assai semplicemente e a basso costo, e non richiede di per sé che a diversificare sia l'impresa partecipata». DONNA GIORGIO (2003), *L'impresa multibusiness*, EGEA, Milano, pag. 20.

⁶⁴ Cfr. SALOMON RICHARD (1977), "Second thoughts on going public", *Harvard Business Review*, September-October.

⁶⁵ In merito si veda quanto affermato in GROS-PIETRO GIAN MARIA (2003), "Prefazione", in DONNA GIORGIO, *L'impresa multibusiness*, EGEA, Milano.

⁶⁶ Cfr. GROS-PIETRO GIAN MARIA (2003), "Prefazione", *op.cit.*

⁶⁷ Sul tema dell'*accountability* si rimanda al primo capitolo di LAZZINI SIMONE (2005), *Principi di accountability nei sistemi sanitari italiano e statunitense*, Giuffrè, Milano ed all'ampia bibliografia in

filosofia gestionale dell'impresa. In particolare un'azienda quotata, infatti, dovrebbe sviluppare prima di entrare in borsa la capacità di “rispondere” del proprio operato e delle scelte compiute, acquisendo dunque la capacità di accettare giudizi esterni e di assumersi eventuali responsabilità in caso di andamenti discordanti rispetto alle previsioni⁶⁸.

Nelle aziende ad azionariato ristretto non sempre è riscontrabile l'apertura culturale che consente di ammettere un contraddittorio in merito alle decisioni strategiche, anche quando l'evidenza dei fatti dimostri l'esistenza di errori di valutazione o di scarsa tempestività nella capacità di reagire a mutamenti di scenario⁶⁹. Non è raro infatti incontrare nelle aziende “private” organi societari di mera “ratifica” di decisioni prese a livello individuale o in contesti più domestici che istituzionali⁷⁰.

esso disponibile. Si veda anche REBOA MARCO (2002), *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, op.cit., pagg. 4-5.

⁶⁸ Come ha ricordato Reboa «se da un lato è ragionevole affermare che, fino a prova contraria, gli azionisti rischiano relativamente più delle altre categorie di interessi, dall'altro non si può fare a meno di osservare che l'impresa, per durare nel tempo, deve assicurare adeguata soddisfazione alle attese dei suoi diversi interlocutori perché, ove non si dimostrasse in grado di farlo, verrebbe abbandonata a vantaggio di altre aziende che, meglio di lei, ne venissero giudicate capaci». REBOA MARCO (2002), *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, op.cit., pagg. 17-18.

⁶⁹ Marasco parla di «maturità direzionale» intesa come «la capacità di sentire le proprie responsabilità anche e soprattutto nei confronti dei più vasti interessi che gravitano intorno ad una società a base azionaria diffusa». MARASCO VINCENZO (1990), *La quotazione in Borsa e le altre operazioni di finanziamento azionario*, Ipsa Informatica, Milano, pag. 80.

⁷⁰ Brunetti ha sottolineato che «nelle imprese di minori dimensioni questi organi hanno scarso rilievo anche nei casi in cui esistano. Sono organi sulla “carta” che rivestono solo un ruolo formale, di rispetto della norma, ma che non esercitano alcuna funzione connessa al funzionamento dell'impresa ... questo organo svolge in prevalenza, anche nelle società quotate, una funzione di “ratifica” delle decisioni già assunte da esponenti del gruppo di controllo o dalla direzione generale. Solo in alcuni casi si verifica una effettiva elaborazione delle linee strategiche e un controllo delle stesse in fase di loro realizzazione. Più raro ancora il caso in cui il CdA viene investito della scelta del management. Se osserviamo la composizione del CdA, si nota che i componenti sono, in genere, cooptati dalla proprietà. Si tratta per lo più di persone “fidate” i cui comportamenti sono poi in linea con quelli assunti dalla proprietà». BRUNETTI GIORGIO (1997), “Il funzionamento del Consiglio di amministrazione nella realtà italiana: problemi e prospettive sulla base di alcune evidenze empiriche”, in MOLTENI MARIO (a cura di), *I sistemi di corporate governance nelle grandi imprese italiane*, Milano, EGEA, pag. 23. Nello stesso senso anche CORBETTA GUIDO, TOMASELLI SALVATORE (1996), “Boards of Directors in Italian Family Businesses”, *Family Business Review*, Vol. 9, n. 4, Winter; MOLTENI MARIO (1997), “I sistemi di corporate governance nelle imprese italiane di medie e grandi dimensioni”, in MOLTENI MARIO (a cura di), *I sistemi di corporate governance nelle grandi imprese italiane*, Milano, EGEA; MONTEMERLO DANIELA (2000), *Il governo delle imprese familiari*, op.cit., pagg. 24 e ss.

Nel caso in cui un'azienda decida di procedere con l'ingresso in borsa sarà quindi indispensabile assumere una visione più "aperta":

- delle assemblee, a cui soggetti estranei al capitale di comando possono decidere di partecipare e di chiedere conto pubblicamente dei risultati conseguiti e dei piani deliberati da realizzare;
- dei consigli di amministrazione, che dovranno essere organi "attivi"⁷¹, in cui entreranno presumibilmente a far parte anche rappresentanti di minoranze qualificate quali fondi comuni di investimento e fondi pensione, oltretutto - nel rispetto della normativa⁷² e dei codici di autodisciplina - uno o più amministratori indipendenti, i quali richiederanno di adeguarsi al rispetto delle *best practice* in tema di convocazione delle riunioni, di adeguata informativa, di effettività delle discussioni e così via;
- dei rapporti con la società di revisione e con gli organi endosocietari di controllo come il collegio sindacale, che devono ispirarsi all'effettività ed indipendenza dei controlli ed avere come base la professionalità e la competenza⁷³.

⁷¹ «Per organi "attivi" si intendono gli organi che giocano un ruolo formale e sostanziale al tempo stesso». MAZZOLA PIETRO, MONTEMERLO DANIELA (a cura di), *Gli amministratori indipendenti nelle Imprese Familiari*, Ned Community, pag. 19.

⁷² La recente "Legge sul Risparmio" del 2005, modificando il TUF, ha previsto che almeno uno dei membri del Consiglio di amministrazione sia "espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con la lista risultata prima per numero di voti"; inoltre "qualora il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette membri, almeno uno di essi deve possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci ... nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria". Tale previsione non vale per le società quotate che scelgono il sistema monistico, per le quali vale l'articolo 2409-septiesdecies del codice civile, in base al quale "Almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione deve essere in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i Sindaci dall'articolo 2399, primo comma, e, se lo statuto lo prevede, di quelli al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati". Nel caso del sistema dualistico invece si applica l'articolo 147-quater del TUF in base al quale "Qualora il consiglio di gestione sia composto da più di quattro membri, almeno uno di essi deve possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i Sindaci ... nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria".

⁷³ Cfr. MONTEMERLO DANIELA (2000), *Il governo delle imprese familiari*, op.cit., pag. 108 e pagg. 132 e ss.

L'*accountability* trova dunque fondamento in primo luogo nell'esistenza di regole di buon governo, di un sistema di *corporate governance* che, assolvendo pienamente al suo ruolo, sia in grado di contribuire anche al miglioramento dell'efficacia ed efficienza gestionale, oltre che all'instaurazione di relazioni virtuose e proficue con tutti gli interlocutori aziendali⁷⁴.

L'azienda in tale ambito deve dunque valutare come i portatori del capitale di controllo ed i vertici dell'azienda considerano i loro diritti e doveri rispetto ad essa, come il soggetto economico sente il "ruolo sociale" dell'azienda, cioè la sua funzione rispetto alla molteplicità di interlocutori e di interessi⁷⁵. Anche tale aspetto verrà ripreso ed approfondito più avanti.

La trasparenza informativa (*sub* 6), infine, si mostra come un elemento imprescindibile che deve contraddistinguere un'azienda che voglia accedere alla borsa⁷⁶; essa non solo consente di sviluppare e radicare l'*accountability* dei vertici aziendali riguardo alle proprie decisioni ed azioni⁷⁷ ma concorre anche a ridurre le asimmetrie informative fra gli *stakeholder*.

La trasparenza e l'*accountability* riguardano tuttavia non solo la governance dell'azienda, ma anche i documenti contabili, i piani industriali, i progetti strategici. È evidente infatti che al crescere della chiarezza dei messaggi e della credibilità

⁷⁴ Cfr. MELIS ANDREA (2002), *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, pagg. 131 e ss; REBOA MARCO (2002), *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, op.cit., pagg. 18 e ss.

⁷⁵ Cfr. BIANCHI MARTINI SILVIO (2005), *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, op.cit., pag. 164.

⁷⁶ Cfr. GUELFY SILVANO (2001), *La quotazione in Borsa*, op.cit., pag. 329; MARASCO VINCENZO (1990), *La quotazione in Borsa e le altre operazioni di finanziamento azionario*, op.cit., pag. 80.

⁷⁷ Scrive in proposito Reboa: «Il processo di contemperamento e di ricerca di un equilibrio dinamico tra i diversi interessi – *shareholder*, *manager*, *stakeholder* – fonda pertanto la propria credibilità sulla correttezza e sulla trasparenza riscontrate e riscontrabili all'interno del sistema di governo societario. Ma perché trasparenza e correttezza siano principi realmente trainanti è indispensabile un'adesione preliminare, ferma e convinta, al principio cardine dell'*accountability* (letteralmente significa rendicontabilità); vale a dire il riconoscimento della responsabilità dell'impresa nei confronti del suo ambiente e della conseguente attitudine a rendere conto delle proprie azioni e dei propri comportamenti». REBOA MARCO (2002), *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, op.cit., pag. 2.

aziendale diminuisca il rischio percepito dagli investitori e più in generale dagli *stakeholder* e, di conseguenza, l'attrattività aziendale rispetto ad essi⁷⁸.

Si può dire, più in generale, che quotandosi l'azienda sceglie chiaramente di elevare la trasparenza a idea-guida della propria attività, riconoscendo a tale aspetto una importanza che va ben oltre l'esigenza di *compliance* a norme imperative od a richieste esplicite che di volta in volta provengono dagli interlocutori.

Quando la trasparenza assurge a valore fondante dell'operare quotidiano l'azienda si dispone ad assolvere non solo alla comunicazione "dovuta", ma anche a rilasciare un'adeguata ed approfondita comunicazione "voluta" nonché a favorire quella "derivata"⁷⁹.

È opportuno inoltre, nel caso di un'azienda quotanda, predisporre al fine di acquisire la capacità di formalizzare i piani ed i progetti aziendali, di riuscire cioè a renderli comprensibili e valutabili anche in modo autonomo ed agevole da terzi e, soprattutto, sviluppare un'attitudine superiore ad illustrarli alla comunità finanziaria. La competizione sul fronte del mercato del capitale di rischio si misura infatti anche con riferimento a tali elementi.

La verifica della fattibilità dei cambiamenti che risultano necessari segue l'individuazione del divario esistente fra il sistema ideologico-valoriale "operante" e quello "desiderato" dal soggetto economico in vista dell'ingresso in borsa. Occorre pertanto riflettere in primo luogo sull'esistenza di attitudini al cambiamento tali da sostenere i percorsi di innovazione che talvolta si presentano come vere e proprie "rivoluzioni".

Scindere la famiglia dall'impresa, sciogliendo i legami non "fisiologici", definire in modo chiaro le finalità aziendali come orientate allo sviluppo durevole ed

⁷⁸ In merito si veda ANG JAMES, BRAU JAMES C. (2002), "Firm transparency and the costs of going public", op.cit.; REBOA MARCO (2002), *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, op.cit., pag. 20.

⁷⁹ Il Di Stefano distingue tra comunicazione dovuta, voluta e derivata. Lo Studioso precisa che il settore della comunicazione derivata «ha come obiettivo la «produzione» e la «cessione» di informazioni «create» o «derivate» da informazioni precedentemente disponibili. In altri termini le informazioni già disponibili sul mercato, opportunamente rettificata, integrate, elaborate e processate permettono la creazione di nuova informazione». DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pagg. 191 e ss.

evolutivo ma ponendo una grande attenzione anche ai risultati di breve termine, assimilare una filosofia organizzativa basata sulla dialettica, sulla valorizzazione delle potenzialità di tutti gli uomini e sulla condivisione delle scelte, decidere e perseguire con determinazione una vocazione precisa del business e, infine, credere nell'importanza della trasparenza e dell'*accountability* verso tutti gli *stakeholder* sono idee e valori che possono avere un impatto di "rottura" sul sistema ideologico-valoriale dell'azienda tale da impedire la realizzazione dei necessari cambiamenti, quantomeno nel presente, ma anche in prospettiva, a meno di interventi significativi "di svolta". Si pensi a realtà imprenditoriali in cui la separazione fra azienda e famiglia porti inevitabilmente a conflitti generazionali o negli assetti di governo, oppure a imprese in cui lo stile di *leadership* autoritario ed accentrato abbia permeato sin nel profondo il successo aziendale⁸⁰.

Valutata la fattibilità si tratta poi, come detto, di definire la "onerosità" degli interventi da realizzare, guardando in particolare agli oneri figurativi, esprimibili in termini di sacrifici psicologici o di perdita di opportunità, che l'azienda nel breve e nel medio-lungo termine dovrà sopportare.

Infine, il *trade-off* fra onerosità stimata e contributo eventuale dei benefici attesi dovrebbe guidare verso il giudizio di merito sulla opportunità di procedere lungo il percorso di cambiamento delineato.

Nell'ottica della quotazione, tale percorso verrà intrapreso a condizione non solo del riscontro di benefici attesi, anche in ottica prospettica, superiori ai costi stimati, ma anche della valutazione positiva degli altri aspetti (economico-finanziario, organizzativo, sociale e competitivo).

A prescindere dal successivo ingresso in borsa, tuttavia, l'azienda potrebbe ritenere opportuni tutti o alcuni degli interventi emersi dall'analisi qui delineata e decidere comunque di realizzarli.

È evidente, infatti, che un percorso di analisi strategica come quello delineato non esaurisca la sua utilità in caso di effettivo ingresso in borsa, ma sia in grado di

⁸⁰ Cfr. MOLTENI MARIO (1990), "Direzione aziendale e proprietà di fronte al cambiamento", op.cit., pagg. 25 e ss.

apportare un rilevante valore aggiunto a prescindere dalla effettiva decisione finale; come già ricordato quest'ultima potrà anche discostarsi da quelle che sono le risultanze del percorso valutativo e basarsi, invece, prevalentemente su considerazioni attinenti la sfera soggettiva del decisore.

3.2. Il cambiamento del profilo economico-finanziario aziendale: le opportunità ed i condizionamenti esterni alle decisioni di finanziamento, investimento e dividendo

Le motivazioni finanziarie sono, come già più volte ricordato, fra le principali determinanti della quotazione di un'azienda⁸¹. L'input per l'ingresso in borsa nasce infatti spesso dalla necessità di far fronte a problematiche di riequilibrio della struttura finanziaria, oppure dalla esigenza di consentire investimenti destinati allo sviluppo del *business*, attingendo ad una fonte di finanziamento "straordinaria".

Inoltre, come noto, non di rado la quotazione viene valutata in virtù del bisogno di consentire l'uscita di un socio - ad esempio un fondo di *private equity*, una *merchant bank* o una società di *venture capital* - che voglia liquidare il proprio investimento senza comunque sollecitare eccessivi ed improbabili sforzi finanziari da parte dell'azionista di controllo⁸².

Il bisogno di revisione della strategia economico-finanziaria dell'impresa costituisce dunque, in questi casi, lo stimolo per la valutazione dell'opportunità di diventare un'azienda a capitale diffuso.

È opportuno in proposito ricordare che, in base ai regolamenti della Borsa Italiana, per ottenere l'ammissione alla quotazione, è necessario dimostrare l'assenza di gravi squilibri finanziari: l'ingresso in borsa può dunque servire per riequilibrare il livello di indebitamento e per migliorare il grado di patrimonializzazione aziendale,

⁸¹ Cfr. WELCH IVO, RITTER JAY (2002), "A review of IPO activity, pricing and allocations", op.cit.

⁸² È stato questo ad esempio il caso della recente quotazione di Piaggio alla borsa italiana.

ma non, come è ovvio, per diluire, aumentando il numero di soggetti coinvolti, le responsabilità per le patologiche condizioni finanziarie dell'azienda⁸³.

Tuttavia, anche quando le motivazioni strettamente finanziarie non rappresentino il “movente” dell'ipotesi di ingresso in borsa, è comunque indispensabile valutare l'entità e la rilevanza delle modifiche all'impostazione strategica in atto che ne conseguiranno, anche per cogliere eventuali opportunità e per fronteggiare possibili rischi che possono derivare da tale scelta.

Le strategie economico-finanziarie, nell'accezione ormai consolidata in dottrina⁸⁴, riguardano le scelte di finanziamento, investimento e dividendo di

⁸³ La Parmalat ad esempio riuscì ad evitare tale controllo con una serie di azioni ben descritte nella Consulenza Tecnica per la Procura della Repubblica del Tribunale di Milano redatta dalla dottoressa Stefania Chiaruttini ove si legge: «Per comprendere gli obiettivi realizzati dalla famiglia Tanzi attraverso la quotazione di PARMALAT, come sopra descritta, si consideri che l'operazione è stata, in buona sostanza, realizzata attraverso:

- a) l'acquisto da parte della COLONIALE (società appartenente alla famiglia Tanzi) di una società già quotata al listino della Borsa Valori di Milano, la FCN;
- b) la vendita alla FCN, nel 1989, di una prima *tranche* di azioni PARMALAT, corrispondente al 20% del capitale, ad un prezzo di 89 miliardi;
- c) la successiva vendita alla medesima, nel 1990, di una seconda *tranche* di azioni PARMALAT, pari al 35,4%, ad un prezzo di 283 miliardi di lire (determinato attraverso la PERIZIA GUATRI – cfr. all. 5);
- d) l'aumento di capitale di FCN di circa 583 miliardi, raccolti per la metà sul mercato, e, per la quota di COLONIALE, mediante utilizzo dei flussi derivanti dalla cessione della seconda *tranche* di PARMALAT a FCN stessa.

Pertanto, l'operazione sopra schematizzata consente alla famiglia Tanzi, sostanzialmente senza esborsi di denaro, ma con i soli 300 miliardi di lire raccolti sul mercato (i) di reperire il denaro necessario alla ricapitalizzazione della PARMALAT, (ii) di acquistare PARMALAT ponendola sotto il controllo della società quotata, che poi muterà la sua denominazione in PARMALAT FINANZIARIA SPA, (iii) di mantenere il controllo della società quotata stessa». CHIARUTTINI STEFANIA (2004), Consulenza Tecnica “Gruppo Parmalat”. Profili di falsità dei bilanci, Milano, 7 giugno.

⁸⁴ La dottrina ha espresso numerose definizioni di strategie economico-finanziarie; si vedano, fra le altre, quelle di Coda: «Per strategia economica finanziaria intendiamo il complesso delle decisioni di investimento, finanziamento e di dividendo considerate sotto il profilo delle loro ripercussioni sulla capacità di autofinanziamento, sul tasso di crescita del capitale investito, sulla liquidità». CODA VITTORIO (1976), “Aree critiche e rischio del finanziatore”, *Ricerche economiche*, n. 1; Brunetti «È facile suddividere (le decisioni economico-finanziarie) nelle seguenti sottoclassi: decisioni di investimento (dove investire i mezzi e per quale ammontare); decisioni di dividendo (quanto utile distribuire agli aventi diritto); decisioni di finanziamento o finanziarie (dove raccogliere i mezzi monetari e per quali ammontari). ... Le decisioni finanziarie strategiche riguardano il sottosistema di decisioni finanziarie che, alla luce degli obiettivi generali prescelti e delle politiche di mercato e di investimento delineate, stabiliscono gli indirizzi generali della politica finanziaria». BRUNETTI GIORGIO (1974), *Le decisioni finanziarie nell'economia di impresa*, op.cit., pag. 32 e pag. 50; Canziani «Oggetto delle strategie economico finanziarie sono le scelte (consapevoli dei propri multidirezionali effetti vicini e lontani) in tema di gestione di indebitamento, gestione delle disponibilità, remunerazione dei capitali investiti, sostegno dei processi di investimento e

un'azienda⁸⁵, che mirano a garantire, in un'ottica di integrazione, la solvibilità aziendale nel breve e nel medio-lungo termine, ma anche lo sviluppo e la crescita del *business* nel tempo⁸⁶. Si tratta dunque di contemperare differenti obiettivi, spesso fra loro in contrapposizione: garantire un livello di indebitamento virtuoso ed un grado di patrimonializzazione adeguato, supportare le esigenze di sviluppo competitivo, consentendo le innovazioni e gli investimenti necessari, anche se avranno ritorni nel medio-lungo termine⁸⁷, nonché corrispondere alle aspettative di remunerazione dei

disinvestimento (anche della gestione patrimoniale)». CANZIANI ARNALDO (1984), *La strategia aziendale*, op.cit.; Reboa «Le strategie economico finanziarie hanno per oggetto le decisioni di investimento, finanziamento e dividendo considerate nelle loro reciproche connessioni e nelle loro ripercussioni sull'assetto economico-finanziario complessivo di impresa. ... Le decisioni economico-finanziarie sono ... intese a consentire che i bisogni vitali dell'impresa nel medio lungo termine siano propriamente e convenientemente assicurati in ogni tempo; ciò significa che esse dovranno essere formulate in modo tale da alimentare le strategie di portafoglio e competitive, salvaguardando, nel contempo, l'autonomia economico-finanziaria di impresa. ... Le strategie economico-finanziarie sono valutate apprezzando il loro contributo alla massimizzazione del valore economico di impresa ». REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pag. 11, 18 e 19; Invernizzi: «La strategia economico-finanziaria (d'ora in poi S. e.) ha il compito di mantenere l'autonomia finanziaria dell'impresa determinando e perseguendo obiettivi di redditività, solidità, liquidità e sviluppo. La missione specifica di questa strategia è, quindi, quella di presidiare l'equilibrio economico-finanziario-patrimoniale operando per una continua ricerca di efficienti condizioni di sopravvivenza e di sviluppo duraturo dell'impresa. In altri termini, l'obiettivo ultimo della S. e. è il mantenimento della solvibilità aziendale (sia di breve che di lungo periodo)». INVERNIZZI GIORGIO (2002), «La strategia economico-finanziaria», *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, op.cit., pag. 41.

⁸⁵ Brunetti ad esempio distingue, nell'ambito delle «decisioni di gestione», le «decisioni economiche» dalle «decisioni finanziarie»: le prime concernono «i fenomeni di produzione di nuova ricchezza, mentre le seconde hanno per oggetto i rapporti dell'impresa con i terzi per il conferimento di capitale con nuovo vincolo. I fenomeni di produzione di nuova ricchezza, oggetto delle decisioni economiche, comprendono tanto gli investimenti – vale a dire le operazioni con cui si acquistano fattori produttivi – quanto i disinvestimenti – cioè le cessioni a terzi di beni e servizi prodotti. ... Le decisioni finanziarie hanno, invece, per oggetto sia finanziamenti – che originano per l'impresa o debiti verso i finanziatori oppure emissioni di quote di capitale sociale – sia rimborsi – che causano la estinzione di tali debiti oppure la riduzione di capitale sociale. ... Le decisioni finanziarie trovano la loro origine nell'esigenza di soddisfare costantemente il fabbisogno finanziario sul quale si riflettono le decisioni economiche di gestione». BRUNETTI GIORGIO (1974), *Le decisioni finanziarie nell'economia di impresa*, op.cit., pagg. 48-49.

⁸⁶ Per approfondimenti sull'evoluzione della teoria della finanza aziendale si rimanda a BIANCHI MARTINI SILVIO (1993), *Politica finanziaria d'azienda*, Il Borghetto, Pisa, pagg. 5 e ss.

⁸⁷ Come ha ricordato Reboa infatti «Certo è che la sfida imprenditoriale si vince o si perde con investimenti di medio lungo termine. Solo in un'ottica di ampio respiro si assicurano le condizioni di dominanza sui mercati, si forgia una organizzazione compatta e motivata, si genera una cultura aziendale forte e radicata sui valori dell'eccellenza imprenditoriale. In sintesi, si pongono le basi per la continuità e la duratura prosperità dell'impresa». REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pag. 48.

portatori di capitale con dividendi soddisfacenti, salvaguardando però anche le esigenze di autofinanziamento⁸⁸.

È dunque evidente la rilevanza che l'“evento quotazione” potrebbe, in prospettiva, avere sulle strategie in oggetto e l'importanza di svolgere a priori un'attenta valutazione dei cambiamenti che ne deriveranno, al fine di definirne la fattibilità ed il potenziale contributo al conseguimento dell'equilibrio economico durevole ed evolutivo⁸⁹.

La fattibilità dei cambiamenti alle strategie economico-finanziarie deve essere valutata facendo riferimento sia al quadro ambientale in cui l'azienda opera⁹⁰, sia alle caratteristiche endogene aziendali⁹¹, considerando non solo le richieste della

⁸⁸ “Le strategie economico finanziarie ... occupano ... una posizione centrale nel processo di pianificazione strategica; la loro attitudine a conciliare esigenze ed attese diverse è condizione imprescindibile della continuità e dell'autonomia di azienda”. REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pag. 27.

⁸⁹ Coda ritiene in proposito che valutare la strategia economico-finanziaria implichi il valutare separatamente e poi congiuntamente, i quattro profili che caratterizzano l'assetto economico-finanziario dell'impresa: la liquidità, la solidità, la redditività e lo sviluppo. Si veda in merito CODA VITTORIO (1984), “La valutazione della solvibilità a breve termine”, in BRUNETTI GIORGIO, CODA VITTORIO, FAVOTTO FRANCESCO, *Analisi, previsioni e simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano.

⁹⁰ In generale si può sin d'ora notare che la scelta del o dei sistemi competitivi in cui operare condiziona necessariamente le strategie economico-finanziarie, sia con riferimento alle decisioni di reperimento delle fonti sia relativamente all'allocazione delle stesse. Come affermato da Reboa «a prescindere dalle strategie adottate, il fabbisogno finanziario richiesto per sostenere le politiche concorrenziali è strettamente correlato alle specifiche e mutevoli esigenze proprie del o dei sistemi competitivi in cui si è scelto di operare. Del pari, i tassi di rendimento e i tempi di ritorno attesi sugli investimenti aziendali dipendono, in buona misura, dalle logiche economiche della o delle aree d'affari in precedenza identificate e selezionate. Sono altrettanto evidenti i nessi fra le caratteristiche di base dello specifico progetto imprenditoriale e la struttura finanziaria dell'azienda». REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pagg. 101 e 102. Cfr. anche CORNO FABIO (1989), “Introduzione”, in CORNO FABIO (a cura di), *L'eccellenza nella gestione delle risorse finanziarie*, Padova, Cedam, pag. X.

⁹¹ «Per il ricorso al mercato mobiliare esistono dei vincoli di tipo normativo e di tipo “quantitativo”. Infatti, un'azienda, per raccogliere mezzi finanziari mediante l'emissione di titoli propri, oltre a rispettare le disposizioni legislative, deve anche considerare i limiti posti dalla domanda degli investitori e dalla sua struttura organizzativa e finanziaria. Innanzitutto dovrà valutare il grado di assorbimento del mercato al tempo dell'offerta che è funzione delle alternative di impiego, mobiliari e non, che l'investitore ha a disposizione, e delle aspettative degli investitori sul futuro dello strumento proposto (azioni ordinarie, di risparmio, obbligazioni...). Queste variabili determinano il «mix» ottimale di prezzo e quantità da offrire che condiziona l'ampiezza e il costo della raccolta mediante gli strumenti di mercato mobiliare. Un altro limite alle operazioni sul capitale è costituito dalla capacità del gruppo di controllo di sostenere lo sforzo finanziario necessario, per mantenere inalterata la propria quota, a meno che non vi sia la volontà di consentire l'ingresso di “terzi graditi”. Infine un ultimo limite quantitativo è costituito dalla politica dei dividendi e dall'autofinanziamento dell'azienda in

normativa e della regolamentazione in generale e la composizione quali-quantitativa della struttura finanziaria esistente, ma anche gli obiettivi prioritari posti dai vertici aziendali⁹².

L'analisi può essere svolta analizzando i cambiamenti, che seguiranno l'eventuale ingresso in borsa, relativi ai tre profili di scelte che incidono sull'assetto economico-finanziario dell'impresa:

1. i finanziamenti;
2. gli investimenti;
3. i dividendi.

Per quanto riguarda le decisioni di finanziamento (*sub* 1) la valutazione di fattibilità deve innanzitutto far riferimento alle caratteristiche del soggetto economico, cioè alla sua disponibilità ad aprire il capitale aziendale a nuovi azionisti o a cedere parte delle proprie quote⁹³.

Tale aspetto, già lungamente argomentato in precedenza, è determinante ed in grado di precludere altre successive considerazioni. Le variabili culturali e ideologico-valoriali sono infatti, lo ricordiamo, elementi che condizionano tutte le

relazione all'impegno di remunerazione del capitale che essa assume nei confronti dei sottoscrittori. La decisione di richiedere l'ammissione alla quotazione ufficiale deve essere presa anche dopo aver valutato la possibilità di superare questi vincoli per porsi nelle condizioni di sfruttare a pieno l'opportunità di richiedere mezzi finanziari al pubblico dei risparmiatori». GUALTIERI PAOLO (1988), *Gli effetti della quotazione ufficiale di borsa sulla gestione finanziaria aziendale*, op.cit., pagg. 110-111.

⁹² «È evidente che le scelte finanziarie e mobiliari già attuate da una società si riflettono sulle operazioni successive, vincolandole nella variazione del rapporto mezzi propri/mezzi di debito, nello squilibrio tra fonti interne e fonti esterne, ..., ecc. D'altra parte, ... la lunghezza e la complessità dell'iter procedurale di una operazione di finanza mobiliare possono risultare in contrasto con le esigenze finanziarie dell'azienda, sul piano della copertura di eventuali deficit o di speciali impieghi» JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pag. 31.

⁹³ Il Guatri parla a tal proposito di «vincoli personali» posti alla soluzione del problema finanziario di un'azienda. Cfr. GUATRI LUIGI (1982), *Investimenti e politiche finanziarie delle aziende industriali*, Giuffrè, Milano, pagg. 93. Il Bianchi Martini si esprime affermando che «le motivazioni degli aumenti di capitale possono essere economico-aziendali o extra-aziendali. Le prime si riconducono all'esigenza di mantenere e migliorare le condizioni che garantiscono l'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale per lo svolgimento della gestione; in taluni casi, peraltro, la politica degli aumenti di capitale è subordinata agli interessi del "capitale di comando", ha cioè lo scopo di consolidare il predominio del gruppo o del soggetto che controlla l'azienda: l'aumento di capitale sarà effettuato o non effettuato (anche se auspicabilmente a livello aziendale), anticipato o ritardato o comunque definito nei suoi caratteri in base ad esigenze extra-aziendali». BIANCHI MARTINI SILVIO (1993), *Politica finanziaria d'azienda*, op.cit., pag. 58.

strategie aziendali⁹⁴; in particolare, la cultura gestionale e finanziaria del soggetto economico influenza la sua capacità di apprezzare sia la fattibilità sia la convenienza di procedere con l'ingresso in borsa⁹⁵.

La quotazione apre per l'azienda un nuovo canale di finanziamento, attivabile nel tempo quando ne ricorra la necessità ed, ovviamente, la possibilità. Ciò implica una modifica della struttura finanziaria e spesso del profilo di rischio dell'azienda⁹⁶. Inoltre sarà presumibilmente il preludio di un cambiamento, talvolta sostanziale, nei rapporti con gli altri finanziatori aziendali, ed in particolare con il mondo bancario.

L'azienda tenderà ad essere dotata di una maggiore "forza contrattuale" nei rapporti con il sistema bancario⁹⁷ in particolare sia nei casi in cui la quotazione si leghi alla volontà di ridurre l'indebitamento (riducendo quindi l'esposizione verso le banche e migliorando il proprio profilo di rischio) sia quando invece miri ad una maggiore patrimonializzazione dell'azienda (aumentandone l'affidabilità, la stabilità e la rischiosità). Inoltre, l'ingresso in borsa, aprendo un ulteriore canale di finanziamento, rende l'impresa più "autonoma" dagli interventi di concessione del credito da parte delle banche.

Il contributo positivo all'autonomia ed alla stabilità finanziaria dell'ingresso in borsa pare dunque, per quanto sin qui detto, innegabile; tuttavia nella valutazione strategica occorre tener conto anche dell'eventuale esistenza in capo all'azienda di

⁹⁴ Reboa ha affermato che «Anche il processo di formulazione degli obiettivi economico-finanziari è improntato, permeato e contraddistinto dalla visione del top management circa la identità profonda dell'impresa ... I valori chiave imprenditoriali che indirizzano la scelta del raggio d'azione segnano inequivocabilmente, «in seconda battuta», anche le decisioni di allocazione e di reperimento dei fondi aziendali». REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pag. 101.

⁹⁵ Cfr. BRUNETTI GIORGIO (1974), *Le decisioni finanziarie nell'economia di impresa*, op.cit., pagg. 118 e ss; CANZIANI ARNALDO (1984), *La strategia aziendale*, op.cit., pag. 191; CORNO FABIO (1989), "Introduzione", in CORNO FABIO (a cura di), *L'eccellenza nella gestione delle risorse finanziarie*, Padova, Cedam, pag. XIII.

⁹⁶ Cfr. GUATRI LUIGI (1982), *Investimenti e politiche finanziarie delle aziende industriali*, Giuffrè, Milano, pagg. 90-93.

⁹⁷ Scrivono in proposito Forestieri e Lazzari: «Volendo limitare l'analisi di convenienza al profilo finanziario, la scelta della quotazione può giustificarsi solo se intesa come strumento per ridefinire e migliorare la posizione complessiva dell'impresa nel mercato del credito e, in particolare, nei rapporti con il sistema bancario». Cfr. FORESTIERI GIANCARLO, LAZZARI VALTER (a cura di) (2003), *Il finanziamento delle imprese. Quale futuro?*, op.cit., pag. 19. Cfr. REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pagg. 93 e ss.

rapporti di azionariato con una o più istituzioni finanziarie, che possono, perciò, ritenere sgradita tale eventualità⁹⁸.

Come già ricordato in precedenza, sono poi numerose le circostanze esogene che condizionano, da un punto di vista economico-finanziario, la volontà delle aziende di accedere alla borsa⁹⁹. In particolare, la struttura dei mercati dei capitali – e dunque non solo del mercato mobiliare, ma anche di quello del credito bancario ad esempio – ed il loro andamento congiunturale possono condizionare di volta in volta la possibilità di ricorrere all'utilizzo di fonti di debito o di rischio¹⁰⁰. L'indebitamento, infatti, pur accrescendo la rischiosità aziendale, quando il suo costo è inferiore al saggio di redditività operativa dell'azienda, è in grado, come è noto, di contribuire all'aumento del saggio di redditività dei mezzi propri (il cosiddetto *effetto leva*). Quindi, l'andamento dei tassi di interesse nonché l'atteggiamento delle istituzioni bancarie rispetto al concedere credito possono essere variabili in grado di influenzare il giudizio del soggetto economico. Su tali elementi spesso l'azienda non è in grado di esercitare alcuna influenza diretta, ma necessariamente deve tenerne conto per fare le scelte più opportune.

Sarà necessario inoltre considerare nell'analisi la domanda degli investitori, al fine di valutare il grado di potenziale assorbimento da parte del mercato delle azioni in vendita, che è funzione sia delle alternative di impiego che gli investitori hanno a disposizione al momento, sia delle aspettative degli stessi in merito al rendimento da esse ricavabile¹⁰¹.

Il *timing* dell'operazione deve essere deciso, quindi, con riguardo all'andamento del mercato di Borsa e del mercato del credito, ma non solo; occorrerà

⁹⁸ Cfr. CANZIANI ARNALDO (1984), *La strategia aziendale*, op.cit., pagg. 191-192.

⁹⁹ Si rinvia in merito al paragrafo 1.2.

¹⁰⁰ Cfr. BRUNETTI GIORGIO (1974), *Le decisioni finanziarie nell'economia di impresa*, op.cit., pagg. 113 e ss; CANZIANI ARNALDO (1984), *La strategia aziendale*, op.cit., pag. 188. Il Guatri parla di «vincoli di mercato» posti alla soluzione del problema finanziario di un'azienda con riferimento proprio a tali aspetti. Cfr. GUATRI LUIGI (1982), *Investimenti e politiche finanziarie delle aziende industriali*, op.cit., pagg. 87-105.

¹⁰¹ Cfr. GUALTIERI PAOLO (1988), *Gli effetti della quotazione ufficiale di borsa sulla gestione finanziaria aziendale*, op.cit., pagg. 110.

infatti guardare anche all'evoluzione del mercato industriale di riferimento¹⁰². Sono infatti numerosi i casi di aziende che, a causa delle sfavorevoli condizioni generali di mercato o del settore in cui competono, sono state costrette a modificare la propria strategia economico-finanziaria intenzionale, interrompendo, almeno temporaneamente, il percorso di accesso alla borsa¹⁰³.

Tali elementi devono essere adeguatamente valutati anche nel caso di successivi ricorsi al mercato per ottenere la provvista di ulteriori risorse finanziarie: talvolta infatti le nuove richieste di capitali in borsa sono percepite in modo negativo, «come una sorta di esplicita ammissione circa l'incapacità di provvedere

¹⁰² In generale i vertici aziendali devono comunque aver ben chiaro che, nel procurarsi le risorse finanziarie con vincolo di rischio, si trovano in competizione non solo con le imprese concorrenti ma, più ampiamente, con tutte le aziende in una prospettiva ormai sempre più globale.

¹⁰³ A titolo di esempio si citano alcuni recenti episodi di ritiri dell'offerta pubblica iniziale da parte di aziende italiane: il primo riguarda la società Value Partners, che aveva previsto il suo ingresso in borsa il 23 giugno e che in un comunicato stampa del 20 giugno 2006 ha affermato: «Stante l'andamento dei mercati fortemente negativo e il peggioramento della volatilità che penalizzano IPO e *small caps*, la Società ritiene che non si siano verificate le condizioni per un'operazione che, pur market friendly, rispecchi oggi il valore intrinseco della società e assicuri nel contempo la stabilità dell'investimento; pertanto ha deciso di ritirare l'offerta globale. Value Partners grazie alla sua solida capacità finanziaria continua il suo percorso di sviluppo strategico, che comunque prevede la quotazione in condizioni di mercato più stabile». Il secondo episodio riguarda Api Petroli che, analogamente, il giorno successivo, il 21 giugno, ha dichiarato in un comunicato che: «al termine del periodo di offerta ritengono che la decisione più corretta sia di non procedere e rinviare la stessa in un momento successivo. Nonostante il livello di adesioni da parte del pubblico e della qualità della domanda istituzionale italiana ed estera ricevuta, le condizioni dei mercati finanziari in generale, e dello specifico settore in particolare, suggeriscono che il completamento dell'operazione in un contesto di intervenuta alta instabilità dei corsi azionari non garantirebbe per il pubblico dei sottoscrittori quelle condizioni di soddisfazione del proprio investimento che il gruppo api ritiene necessario per definire il successo dell'operazione». Il terzo episodio coinvolge invece la società Italtel che in un comunicato sempre del 21 giugno ha dichiarato: «Con mercati caratterizzati da elevata volatilità, la quotazione non è nell'interesse della società né degli azionisti. L'azienda ha raggiunto risultati importanti in termini di posizionamento e di espansione sui mercati internazionali e gli azionisti continueranno a sostenere il percorso di crescita tracciato. Se le condizioni dei mercati dovessero stabilizzarsi, saremo pronti a riprendere il progetto di quotazione per dotare la società di nuove risorse finanziarie a sostegno di questo progetto di crescita». Infine, l'ultimo episodio analogo ai precedenti ha riguardato Pirelli Tyre che il 30 giugno 2006, al termine del periodo di offerta, ha deciso di non procedere con l'ipo, affermando in un comunicato: «The Board of Directors of Pirelli & C. SpA met today, at the conclusion of the Offer period for the shares of Pirelli Tyre SpA, and resolved, following a similar deliberation by Pirelli Tyre Holding, not to proceed with the IPO operation. Pirelli & C SpA believes that the present condition of financial markets and the stock market performances of the world's leading operators in the tyre sector, in particular, have not allowed the attribution to Pirelli Tyre SpA of a value which faithfully and adequately reflects the company's intrinsic value».

autonomamente ai bisogni dell'impresa»¹⁰⁴. Una fredda accoglienza di nuove azioni sul mercato non solo può rallentare, o addirittura frenare, i progetti di sviluppo aziendali¹⁰⁵, ma può anche avere ricadute negative di immagine per l'azienda e per il suo management.

Adattare le esigenze finanziarie aziendali al *sentimentum* del mercato è dunque un'attività complessa ed estremamente delicata, in cui è necessario che il secondo aspetto, spesso volubile ed incerto, non prevarichi sul primo, legato invece alle esigenze fisiologiche legate al *business* aziendale.

La presenza in borsa, se opportunamente gestita, può contribuire a migliorare la capacità di adattamento dell'azienda alla variabilità dei fabbisogni finanziari, utilizzando il nuovo canale per sostenere progetti di crescita con un orizzonte temporale di medio-lungo termine. Tale aspetto è preminente soprattutto nelle realtà aziendali in cui l'attività economica realizzata generi notevoli fabbisogni durevoli, da coprire auspicabilmente con forme di finanziamento senza “vincoli” precisi di remunerazione e di restituzione¹⁰⁶.

L'ipotesi di quotazione in borsa nasce infatti spesso dall'esigenza di finanziare progetti di sviluppo e di investimento per i quali si rende necessario reperire notevoli capitali freschi (*sub 2*).

In questo caso la fattibilità deve essere valutata tenendo conto della necessità aziendale di emettere nuove azioni - realizzando un aumento di capitale tramite una offerta pubblica di sottoscrizione – e, conseguentemente, di ottenere le risorse necessarie per consentire la realizzazione di quanto pianificato. Tale aspetto si lega anche, da un lato, alla volontà del soggetto economico di non perdere il controllo o

¹⁰⁴ REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pag. 90. in merito si veda anche DE VITO GIOVANNI, NAHMIJAS ALBERTO, PERA ALBERTO (1991), “La risposta del mercato agli aumenti di capitale: 1982-1988”, in PENATI ALESSANDRO (a cura di), *Il rischio azionario e la borsa. Un'analisi del funzionamento del mercato italiano*, op.cit., pagg. 347 e ss.

¹⁰⁵ In proposito Reboa sostiene infatti che «L'incertezza circa il prezzo di collocamento negoziabile sulle nuove emissioni ed il desiderio di autonomia ed indipendenza accentuano la propensione del management a riferirsi prioritariamente agli utili indivisi ed all'indebitamento, quest'ultimo solo in dovute proporzioni, per reperire i fondi da destinare alla crescita». REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pag. 146.

¹⁰⁶ Cfr. BRUNETTI GIORGIO (1974), *Le decisioni finanziarie nell'economia di impresa*, op.cit., pagg. 121 e ss.

comunque di non diluire eccessivamente la propria quota (nonché il profitto per azione¹⁰⁷), e, dall'altro, alle possibilità finanziarie degli investitori che vogliono sostenere l'aumento di capitale necessario.

I progetti di sviluppo, per trovare il consenso della comunità finanziaria, devono essere validi e condivisibili dagli *stakeholder*; devono dunque essere l'output di un percorso di analisi supportato da informazioni attendibili ed esaurienti, ottenute mediante tecniche di esame consolidate. Infatti, perché gli investitori aderiscano all'offerta di azioni da parte dell'azienda è necessario che abbiano in primo luogo fiducia nei progetti che con tali risorse dovrebbero, in prospettiva, essere realizzati.

Per costruire tale affidamento, gli operatori professionali del mercato (analisti finanziari, giornalisti economici e investitori professionali) utilizzano le proprie competenze e capacità, applicando assodate metodologie di analisi, al fine di giungere ad un giudizio di sintesi. L'azienda dovrà quindi evidentemente utilizzare i medesimi criteri e processi, per pervenire a decisioni che possano essere supportate da dati condivisibili dagli *opinion leader*¹⁰⁸.

L'iniziativa aziendale sarà valutata nell'ottica di comprendere anche se le risorse richieste al mercato saranno sufficienti per realizzare effettivamente i progetti dichiarati¹⁰⁹, oppure per rilevare se tali risorse non siano invece sovradimensionate,

¹⁰⁷ «Più elevati sono i saggi di crescita da sostenere con la emissione e la vendita di nuove azioni, più diventa difficile contrastare il fattore di diluizione che tende a ridurre il profitto unitario dei titoli in circolazione, aumentati di conseguenza». REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pag. 140.

¹⁰⁸ Russo ha in proposito affermato che «il continuo miglioramento delle condizioni del mercato finanziario, non soltanto negli Stati Uniti, ma anche in Europa e nel nostro paese, e, in particolare, il continuo perfezionamento dei processi di comunicazione tra aziende e investitori istituzionali non possono che migliorare il processo di valutazione e di selezione delle imprese e delle iniziative manageriali da parte degli investitori e della comunità in genere. Naturalmente, affinché tale processo si sviluppi, occorre che gli operatori realizzino in maniera sempre più incisiva e diffusa la sintesi tra i principi di razionalità che orientano il comportamento dell'investitore e la comprensione dei fenomeni e delle iniziative di gestione che possono dare origine ai flussi di cassa e ai rischi prospettati dalle singole unità aziendali, per effetto delle strategie da loro perseguite e comunicate all'esterno. Un progressivo sviluppo di questa mentalità, che presuppone una mappa cognitiva ben diversa da quella utilizzata nell'analisi classica dei titoli azionari, modifica in maniera notevole le aspettative rivolte nei confronti dei manager, in particolare per quanto attiene alle informazioni sull'andamento aziendale e sulle prospettive di sviluppo strategico della aziende da loro dirette». RUSSO PAOLO (2000), *Decisioni aziendali e valore dell'impresa*, op.cit., pag. 237.

¹⁰⁹ Come ha ricordato Reboa, infatti, «può accadere di assistere ad una sistematica incapacità delle imprese di integrare le politiche competitive con le politiche finanziarie. Troppo frequentemente, ad

facendo dunque aumentare il rischio di ottenere un rendimento inferiore rispetto alle aspettative ed alle alternative disponibili.

L'analisi di fattibilità dovrà quindi stimare la probabilità di riuscire ad ottenere tramite l'offerta pubblica la quantità di risorse finanziarie sufficienti ed adeguate alle necessità.

Una prospettiva diversa è, invece, quella delle aziende che intendano realizzare una Offerta Pubblica di Vendita (come si è verificato ad esempio recentemente con riferimento alla Piaggio & C. Spa) oppure sfruttare l'andamento positivo del mercato (*windows of opportunity*).

Il soggetto economico, in questi casi, non viene infatti sostenuto nel percorso di valutazione dall'esigenza di realizzare progetti di sviluppo che necessitano di nuovi e rilevanti apporti esterni; tuttavia, la valutazione da parte degli investitori dell'offerta dipende comunque dall'informativa rivolta al mercato finanziario, e in generale a tutti gli *stakeholder*, in merito alle iniziative che verranno realizzate in futuro dall'azienda attingendo ai nuovi capitali disponibili¹¹⁰.

esempio, i piani di formulazione ed attuazione delle strategie, ancorché esplicitamente formulati, tendono a trascurare – o ad esaminare solo approssimativamente – le implicazioni finanziarie delle scelte in essi indicate. L'attenzione è tutta rivolta all'attrattività del business ed alla forza competitiva dell'impresa nel suo complesso. Si assume per implicito che le esigenze ed i vincoli imposti dalla dimensione economico-finanziaria siano in qualche modo destinati a risolversi per conto loro, automaticamente». REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pag. 30.

¹¹⁰ Ad esempio, nel prospetto informativo relativo all'Offerta Pubblica di Vendita e all'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie di Piaggio & C. – nota azienda operante nel settore della mobilità leggera su gomma -, alle pagg. 118 e ss. con riferimento ai «programmi futuri e strategie» si legge: «Le linee guida della strategia del Gruppo Piaggio, che si basano sul completamento del processo di *turnaround* delle società appartenenti al gruppo Aprilia, sulla diversificazione delle linee di prodotto e sul raggiungimento di una dimensione produttiva ottimale nel prossimo triennio, sono riassumibili come di seguito riportato. Il perseguimento di tale strategia non comporta, secondo la Società, il ricorso ad aumenti di capitale o ad ulteriori operazioni di acquisizione.

Efficienze di costo, razionalizzazione degli investimenti, ottimizzazione della gestione del capitale circolante. La Società intende proseguire e completare il processo di ristrutturazione e rilancio intrapreso nell'ambito delle società appartenenti al gruppo Aprilia, dalla cui integrazione nell'ambito del Gruppo Piaggio è attesa la realizzazione di notevoli sinergie. Tali sinergie riguardano segnatamente il raggiungimento di dimensioni ottimali per le attività del Gruppo e di ulteriori economie di scala. La Società progetta di ridurre il quantitativo di motori da acquistare da fornitori terzi per l'installazione nei veicoli a marchio Aprilia e di aumentare invece la corrispondente produzione interna degli stessi. La realizzazione di ulteriori sinergie è prevista con riferimento alla razionalizzazione degli investimenti e delle spese per l'attività di ricerca e sviluppo, nonché all'aumento del potere negoziale del Gruppo nei confronti dei fornitori (sia di componenti sia di servizi di logistica), consentendo a

La valutazione di fattibilità del progetto di quotazione deve dunque tenere in considerazione l'esigenza di informare in modo diffuso il mercato (e conseguentemente anche i *competitor*) dei progetti aziendali; più l'ambiente in cui opera l'impresa si rivela competitivo e la concorrenza agguerrita, tanto più nel percorso valutativo i benefici derivanti dalla quotazione devono essere messi in relazione alla eventualità di perdere parte del riserbo e dell'autonomia decisionale sulle scelte aziendali e sui piani prospettici (costi competitivi).

La possibilità di quotarsi può essere prospettata, infine, nei casi in cui l'azienda voglia riequilibrare la propria posizione finanziaria dopo un periodo di intenso e rapido sviluppo, sostenuto principalmente attingendo a fonti di debito. Anche in tale contesto l'analisi deve considerare, comunque, che gli investitori valuteranno la possibilità di acquistare le azioni emesse solo se adeguatamente informati delle iniziative strategiche future e se persuasi della bontà di tali progetti.

La valutazione di fattibilità della rinnovata strategia economico-finanziaria presuppone dunque una precisa idea dei programmi di investimento che l'azienda intende realizzare ed un'attenta ed accurata analisi della loro realizzabilità, onerosità, redditività prospettica nonché, quindi, del loro contributo al raggiungimento e mantenimento dello sviluppo durevole ed evolutivo. Molto spesso, invece, si assiste alla presentazione di prospetti informativi con poche e vaghe informazioni in merito ai progetti futuri che si prevedono di realizzare anche attingendo alle risorse ed ai benefici derivanti dall'ingresso in borsa. In questo modo gli investitori, qualora

questi ultimi di realizzare processi di sviluppo prodotto più veloci ed efficienti, con conseguente impatto positivo sui costi del prodotto. Infine, la Società ritiene di poter ulteriormente realizzare sinergie di costo derivanti dall'integrazione sui mercati internazionali e sulle strutture di vendita e *back office*. La Società intende proseguire la politica di *global sourcing* diretta ad accrescere la proporzione dei componenti da acquistare nei paesi *low cost* ed a ridurre i propri costi di produzione. Poiché i componenti realizzati dai fornitori asiatici sono generalmente meno costosi rispetto a quelli prodotti dai fornitori europei a parità di livello qualitativo, la Società prevede di utilizzare la sua presenza diretta in Cina ed in India per selezionare e sviluppare relazioni con nuovi fornitori. La Società intende realizzare un piano di investimenti equilibrato per sostenere e sviluppare il profilo dei ricavi e dei *business*, focalizzando l'attenzione sul ritorno e la redditività degli stessi e destinando parte delle risorse all'innovazione tecnologica dei prodotti che riveste un ruolo fondamentale nella strategia della Società. La Società intende proseguire nell'attività di miglioramento della gestione del capitale circolante operativo allineando progressivamente le *performances* delle società appartenenti al gruppo Aprilia ai livelli di gestione di Piaggio. ...»

aderiscano all'offerta, risultano più persuasi del passato che del futuro dell'azienda e ciò si può ripercuotere sull'accoglienza della quotazione (*pricing* e numero di adesioni), nonché sui successivi andamenti del titolo sul listino.

Infine, con riferimento alle scelte di distribuzione dei dividendi (*sub 3*), è necessario focalizzare l'attenzione sulla circostanza che l'azienda, una volta quotata, dovrà rispondere alle attese di "categorie" di azionisti con esigenze fra loro anche radicalmente diverse¹¹¹: nell'azionariato saranno infatti presenti non solo gli azionisti che detengono il controllo dell'azienda (solitamente quelli preesistenti alla quotazione), ma anche numerosi azionisti di minoranza¹¹².

È evidente che, come ha affermato Coda, «lo stesso interesse ad una congrua remunerazione del capitale non assume necessariamente il medesimo contenuto per il capitale di comando e per quello controllato; ossia la remunerazione strutturata nel modo più soddisfacente per il primo può non corrispondere nel modo migliore alle aspettative del secondo. Ad esempio il gruppo di comando potrebbe perseguire una politica di bassi dividendi, giudicata conveniente in relazione ai vantaggi conseguibili dal coordinamento dell'economia dell'impresa partecipata con quella di altri istituti di azienda facenti capo al medesimo soggetto economico, oppure in connessione ad una politica di autofinanziamento rivolta a consentire una espansione dell'attività produttiva. I proprietari del capitale controllato, viceversa, potrebbero essere interessati soprattutto ad ottenere alti dividendi in epoche relativamente vicine»¹¹³.

Dopo l'ingresso in borsa, nell'azionariato entreranno infatti una moltitudine di nuovi azionisti, ciascuno con obiettivi ed orizzonti di investimento differenti.

A titolo esemplificativo, uno dei possibili modi di classificare gli azionisti di un'azienda quotata¹¹⁴, in particolare quelli di minoranza, è quello di dividerli in:

¹¹¹ Cfr. JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pagg. 33 e ss.

¹¹² Cfr. BRAU JAMES C., FAWCETT STANLEY E. (2006), "Initial Public Offering: An Analysis of Theory and Practice", op.cit.

¹¹³ CODA VITTORIO (1967), *Proprietà, lavoro e potere di governo dell'impresa*, op.cit., pag. 10.

¹¹⁴ Cfr. BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d'azienda*, op.cit., pag. 71; CODA VITTORIO (1970), "L'informativa degli azionisti in una prospettiva ideale", *Rivista dei dottori commercialisti*, pagg. 681 e ss.; DI STEFANO GIANCARLO (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pagg. 22 e ss.; RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, op.cit., pagg. 32-33.

- azionisti in possesso di quote “rilevanti” ma non in grado di esprimere il controllo né un’influenza rilevante; si tratta di soggetti che tuttavia, anche in virtù della consistenza dell’investimento realizzato, sono estremamente attenti alla gestione, vogliono essere adeguatamente informati e spesso riescono ad esprimere una propria rappresentanza in seno agli organi istituzionali dell’azienda. Talvolta, gli azionisti “rilevanti” possono decidere di costituire un patto di sindacato, al fine di accrescere la propria “forza” nei confronti degli azionisti di controllo. Tali azionisti di minoranza hanno solitamente obiettivi di investimento di medio-lungo termine, e risultano interessati fortemente sia alla redditività aziendale, che si trasforma in benefici per gli azionisti in caso di distribuzione di dividendi, sia all’andamento del prezzo di borsa, al fine di poter utilizzare il proprio investimento come garanzia per altre operazioni finanziarie o, eventualmente, per ottenere liquidità in seguito al disinvestimento. Frequentemente rappresentanti di tali azionisti di minoranza partecipano alle assemblee sociali e presentano liste per l’elezione degli organi di amministrazione e controllo;
- i cosiddetti “cassettisti”, cioè piccoli investitori individuali con un orizzonte temporale di riferimento tendenzialmente lungo, che hanno acquistato le azioni oggetto di offerta pubblica, al momento della quotazione o successivamente, per investire la liquidità disponibile; essi sono alla ricerca di flussi periodici ed adeguati di dividendi e di una crescita, anche graduale, del valore dei titoli sul mercato. In questa categoria rientrano anche i dipendenti quando l’azienda decida di riservare ad essi parte dell’offerta pubblica oppure, più in generale, quando vengano definiti dei piani di azionariato per i dipendenti;
- gli “speculatori”, cioè soggetti che sono alla ricerca di ottenere guadagni, anche rilevanti, da un investimento di breve, e talvolta brevissimo, termine; tali soggetti acquistano le azioni sia al momento dell’ingresso in borsa (nella speranza di godere di un elevato *underpricing*) sia in periodi

successivi e sperano in forti rialzi del prezzo dei titoli stessi. Gli “speculatori” non sono, evidentemente, interessati ai flussi di reddito periodici derivanti dalla distribuzione dei dividendi, e conseguentemente riterranno opportuno l’acquisto solo nel caso in cui reputino di poter beneficiare, in tempi ravvicinati, di brillanti andamenti dei prezzi negoziati sul mercato. Il profilo decisionale di tali investitori li spinge a reagire con grande tempestività a qualunque segnale di potenziale variazione del prezzo dei titoli;

- infine gli investitori professionali – ad esempio i fondi pensione ed i fondi comuni di investimento – che cercano, tendenzialmente, di investire i capitali gestiti in aziende con obiettivi di investimento adeguati alle proprie aspettative; si tratta infatti di soggetti dotati di elevate capacità di analisi e di *screening* delle realtà aziendali e dei loro obiettivi strategici, capaci di valutare in modo professionale i piani comunicati dall’impresa e di esprimere in merito un giudizio che ne influenza la decisione finale di investimento. Tali soggetti ricercano titoli di rischio o di debito da inserire in un portafoglio più ampio, dal quale ottenere una combinazione rischio/rendimento adeguata alle aspettative degli investitori finali. Spesso gli investimenti realizzati da questa categoria di azionisti sono di entità notevole, rendendo tali soggetti una minoranza “qualificata” con una “forza contrattuale” nei confronti dei vertici aziendali particolarmente significativa. La capacità di valutare la “bontà” delle iniziative strategiche del management rendono infatti tali investitori attenti a tutte le vicende che coinvolgono l’impresa (istituzionali, competitive e così via); spesso rappresentanti dei fondi partecipano alle assemblee sociali¹¹⁵, presentano

¹¹⁵ La Consob nel 2004 ha affermato che «nelle assemblee di approvazione dei bilanci 2002 delle società di maggiori dimensioni il tasso di presenza dei gestori di fondi italiani è stato ancora minore che nell’anno precedente. Si registrano però segnali significativi di mutamento. In recenti assemblee, i fondi italiani hanno partecipato più attivamente e l’associazione di categoria è intervenuta e ha dichiarato di voler sempre intervenire, sia pure con partecipazioni simboliche, per chiedere miglioramenti nelle pratiche di governo societario. L’attivismo degli investitori è scoraggiato dagli spazi limitati derivanti dalla concentrazione proprietaria delle società quotate. Anche sotto questo profilo si delineano elementi evolutivi». CONSOB (2004), Relazione annuale per l’anno 2003, Milano.

liste per l'elezione degli organi di amministrazione e controllo e sono pronti a manifestare il proprio dissenso, anche con iniziative "drastiche" come il disinvestimento di quote rilevanti, la cui conseguenza è spesso un rilevante calo della quotazione dei titoli.

La politica dei dividendi aziendale subirà dunque necessariamente un significativo cambiamento in seguito alla trasformazione dell'azienda in società a capitale diffuso, richiedendo una modifica, talvolta radicale, dei criteri alla base delle decisioni¹¹⁶.

L'azienda dovrà infatti conciliare, da un lato, le esigenze fisiologiche di autofinanziamento del *business* e, dall'altro, le richieste di distribuzione di utili, provenienti dal mercato¹¹⁷, che sono guidate non solo dalle performance aziendali ma anche, e spesso soprattutto, dal confronto con le aziende operanti nel medesimo settore o, più in generale, da tutte le imprese quotate.

È noto infatti che i dividendi distribuiti condizionano il prezzo dell'azione sul mercato¹¹⁸ (che, in condizione di mercati efficienti dovrebbe "incorporarli" sino al momento in cui vengono "staccati"), ma è altrettanto noto che quest'ultimo riflette anche altre condizioni esogene alla redditività aziendale, sulle quali, come già ricordato, i vertici aziendali non sono in grado di influire (rendimenti attesi sugli investimenti alternativi, rischio sistematico, propensione al risparmio e così via)¹¹⁹.

Per le decisioni in merito alla destinazione degli utili, inoltre, occorrerà riferirsi costantemente al prezzo dell'azione sul mercato che costituisce, tramite

¹¹⁶ Cfr. MASSARI MARIO (1984), *Il valore «di mercato» delle aziende*, op.cit., pag. 161; GUALTIERI PAOLO (1988), *Gli effetti della quotazione ufficiale di borsa sulla gestione finanziaria aziendale*, op.cit., pagg. 110-111.

¹¹⁷ Come ha ricordato Reboa «Nell'immediato il mercato tende a premiare, in termini di potenzialità di raccolta oltre che di apprezzamento del titolo, le imprese che percepiscono e soddisfano le richieste degli azionisti, anche se dal punto di vista aziendale il loro operato risulta talvolta poco prevedibile o comprensibile». Cfr. REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pag. 90.

¹¹⁸ Sul tema si rimanda a MURGIA MAURIZIO (1991), "L'annuncio dei dividendi nel mercato azionario", in PENATI ALESSANDRO (a cura di), *Il rischio azionario e la borsa. Un'analisi del funzionamento del mercato italiano*, op.cit. ed all'ampia bibliografia in esso citata.

¹¹⁹ Cfr. REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pagg. 68-69 e 89.

l'opportunità di conseguire il *capital gain*, una ulteriore fonte di reddito per l'investitore.

È evidente che una gestione in grado di mantenere l'azienda lungo un percorso di equilibrio economico evolutivo, nonché la capacità del management di individuare opportunità di sviluppo adeguate, possono consentire alternativamente di distribuire i dividendi attesi dagli investitori oppure di giustificare un loro reinvestimento, dopo aver dimostrato la redditività prospettica dei piani futuri.

La politica dei dividendi per un'azienda quotata è dunque condizionata in primo luogo da aspetti endogeni (redditività, identificazione di opportunità, comunicazione) e solo in secondo luogo da quelli esogeni (pressioni esterne, esigenze di livellamento ecc.). Conseguentemente non si può parlare esclusivamente «di svantaggio della quotazione, quanto di requisiti in capo all'azienda destinata alla quotazione»¹²⁰.

Una riflessione attenta deve infine essere dedicata ai cambiamenti dei modelli mentali del management che conseguono, non raramente, alla decisione di entrare in borsa. È stato infatti evidenziato come, con la quotazione, l'attenzione agli aspetti finanziari possa diventare predominante rispetto alle altre circostanze della vita aziendale¹²¹.

In particolare, l'ottica di valutazione degli obiettivi conseguiti tende in molti casi ad accorciarsi, concentrandosi maggiormente sui risultati di breve termine¹²². Ciò è dovuto, almeno in parte e come già ricordato, al fatto che le aziende quotate sono tenute a rilasciare l'informativa contabile con cadenze molto ravvicinate l'una dall'altra (trimestrali e semestrale, oltre al bilancio di esercizio e consolidato).

¹²⁰ TISCINI RICCARDO (2001), *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., pag. 485.

¹²¹ Cfr. SALOMON RICHARD (1977), "Second thoughts on going public", op.cit.

¹²² In proposito Reboa ha evidenziato come «in un'ottica di breve, ad esempio, può accadere che scelte ispirate alla massimizzazione della ricchezza degli azionisti-proprietari producano effetti di segno opposto sulla ricchezza aziendale, non solo in termini di risorse finanziarie aziendali disponibili ma, più in generale, in termini di opzioni di crescita e quindi di funzionalità duratura dell'impresa. In merito, si pensi alle cosiddette politiche di *spremitura del business*, o di sfruttamento di una posizione di rendita tecnologica, per accentuare la profittabilità immediata e permettere consistenti saggi di prelievo». REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pagg. 23-24.

La maggior frequenza con cui i dati economico-finanziari vengono divulgati condiziona inevitabilmente la valutazione “interna” ed “esterna” cui il management è soggetto. Il rischio che l’azienda corre consiste, non solo nella possibilità che il vertice aziendale si orienti principalmente verso il raggiungimento di risultati a breve, assumendo una prospettiva imprenditoriale di “miopia strategica”¹²³, ma anche che distolga eccessivamente l’attenzione dagli aspetti competitivi, prendendo a riferimento un criterio di valutazione - quale la performance del prezzo di borsa delle azioni -, oltre che una tempistica di riferimento, che si discostano, talvolta significativamente, da quella più appropriata per consentire il conseguimento e il mantenimento del successo competitivo, reddituale e sociale.

Prima di decidere la convenienza, in termini di contributo allo sviluppo evolutivo dell’azienda, dell’ingresso in borsa è necessario quindi valutare attentamente anche la capacità del soggetto economico di non farsi condizionare eccessivamente dalla prospettiva di analisi tipica dei mercati finanziari.

Tabella 8 – Evidenziazione di alcune delle questioni che concernono la modifica della strategia economico-finanziaria di un’azienda che voglia quotarsi

Scelte di finanziamento	<ul style="list-style-type: none"> - attivazione di un nuovo canale di finanziamento - modifica dei rapporti con i finanziatori - riduzione dell’indebitamento - aumento del grado di patrimonializzazione - condizioni contingenti del mercato finanziario -
Scelte di investimento	<ul style="list-style-type: none"> - definizione di piani e programmi condivisibili - ricerca del sostegno del mercato - adeguatezza delle risorse ottenibili - costi competitivi -
Scelte di dividendo	<ul style="list-style-type: none"> - nuove categorie di azionisti - bilanciamento di esigenze di remunerazione differenti - riferimento per la decisione dei dividendi distribuibili alle condizioni di mercato -

¹²³ Cfr. REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, op.cit., pag. 50.

Una volta definite e analizzate le principali questioni che concernono la modifica della strategia economico-finanziaria di un'azienda che voglia quotarsi (Tabella 8), la valutazione di fattibilità deve essere seguita, secondo il modello proposto, da quella in merito all'economicità e al contributo allo sviluppo durevole ed evolutivo.

L'evidenziazione all'interno di una tabella che sintetizzi, da un lato, i profili e, dall'altro, le questioni significative che devono essere oggetto di analisi (Tabella 9) costituisce una guida per il percorso di analisi e dunque un ausilio per giungere ad un giudizio di convenienza supportato da una visione a tutto campo delle problematiche economico-finanziarie connesse all'eventuale ingresso in borsa dell'azienda.

Tabella 9 – Schema di analisi dei cambiamenti alla strategia economico-finanziaria di un'azienda che voglia quotarsi

Questioni oggetto di analisi	Scelte di finanziamento	Scelte di investimento	Scelte di dividendo
Profili di analisi			
Fattibilità			
Economicità			
Rispondenza alle esigenze di sviluppo durevole dell'azienda			

La valutazione di fattibilità dei cambiamenti che precedono, accompagnano e seguono la quotazione deve costituire inoltre il preludio per quella di economicità e di sostegno allo sviluppo.

Nella valutazione della desiderabilità di una scelta strategica quale l'ingresso in borsa occorre superare, a nostro parere, l'esclusivo riferimento ai "fattori orientativi tradizionali" delle decisioni di finanziamento aziendali; ci riferiamo in particolare al confronto fra i costi delle diverse alternative di finanziamento ed alla relazione fra rendimento del capitale investito ed onerosità dell'indebitamento¹²⁴.

¹²⁴ Cfr. BIANCHI MARTINI SILVIO (1993), *Politica finanziaria d'azienda*, op.cit., pagg. 59 e ss.

Tali elementi, pur essendo estremamente importanti nel processo valutativo in oggetto, non devono comunque rappresentare l'esclusivo riferimento nei giudizi del soggetto decisore.

La convenienza economica andrà valutata, nel caso di aumento di capitale, anche avendo riguardo all'onerosità del capitale di rischio acquisito, posta in rapporto al costo del capitale di debito che sarebbe possibile ottenere in alternativa. Tuttavia, come è stato sottolineato in dottrina, decidere solamente in base ad un calcolo di convenienza economica, peraltro riferito al futuro e quindi solamente stimato, è un modo di ragionare che si espone a numerose e profonde critiche¹²⁵.

Anche affidarsi alla valutazione della relazione fra rendimento del capitale investito ed onerosità dell'indebitamento (analizzando il cosiddetto *effetto leva finanziaria*) costituisce un criterio che può solamente affiancarsi ad altre considerazioni, ricordando i suoi limiti intrinseci ed in particolare lo scarso rilievo che tale criterio attribuisce al "fattore rischio"¹²⁶.

A parere di chi scrive, l'analisi di desiderabilità della quotazione dovrebbe prendere in considerazione una molteplicità di variabili (costo delle fonti, redditività, struttura finanziaria, implicazioni per gli investitori e i dividendi ecc.), ma concentrarsi principalmente sulla valutazione delle opportunità che l'ingresso in borsa offre, per accedere ad ulteriori successivi aumenti di capitale per finanziare nuovi

¹²⁵ Il Bianchi Martini in proposito ha affermato: «Sebbene non si possa negare l'importanza del fattore "costo" nella scelta della più opportuna fonte di finanziamento si deve riconoscere che questo modo di ragionare (se non integrato con altri "fattori orientativi") può essere sottoposto alle seguenti critiche: - l'obiettivo delle strategie aziendali non si identifica nella minimizzazione del costo ma piuttosto nel perseguimento di una congrua remunerazione dei mezzi propri: in altre parole nel "fattore orientativo" in esame manca la necessaria visione integrata fonti/impieghi; - le fonti di finanziamento non si differenziano soltanto per il costo ma anche per il fatto che i mezzi propri sono, al contrario di quelli di credito, vincolati stabilmente alla realtà aziendale; - il costo dei finanziamenti può, come si è già accennato, subire mutamenti nel tempo». BIANCHI MARTINI SILVIO (1993), *Politica finanziaria d'azienda*, op.cit., pagg. 60-61.

¹²⁶ Cfr. CARAMIELLO CARLO (1993), *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, op.cit., pagg. 223-224. Scrive Corno: «Certo non appare più sufficiente limitarsi a raccogliere e a utilizzare le risorse finanziarie con l'obiettivo di conseguire profitti di natura speculativa, legati a situazioni contingenti. Un tale comportamento, anche quando si dimostri vantaggioso nel breve periodo, rischia infatti di inficiare prima o poi il corretto ed equilibrato svolgimento dell'attività aziendale». CORNO FABIO (1989), "Introduzione", op.cit., pagg. VII-VIII.

progetti di sviluppo, per aumentare la propria “forza” nei confronti dei finanziatori terzi¹²⁷ e così via.

È dunque opportuno riflettere sulle opportunità, in termini di opzioni strategiche, che l’ingresso in borsa può offrire, pensando anche alla probabilità di riuscire a sfruttarle; occorre quindi valutare le potenzialità offerte dalla borsa non in astratto, ma cercando di calare il più possibile l’analisi sulla realtà aziendale.

La convenienza andrà quindi valutata proiettando l’azienda nel lungo termine e considerando se, in futuro, le opportunità citate sopravanzino gli obblighi connessi alla quotazione, quali il rischio di allentamento del potere “di controllo”, il dover rispettare obblighi informativi stringenti sui progetti di investimento aziendali, il sostenimento di costi competitivi ed operativi indiretti, l’esistenza di vincoli alla politica dei dividendi e così via.

L’ingresso in borsa di un’azienda fa pensare istintivamente alla dimensione economico-finanziaria; tuttavia nei giudizi di convenienza l’attenzione viene frequentemente rivolta principalmente agli aspetti legati alle scelte di finanziamento, mentre, la riflessione, lo ricordiamo, deve riguardare anche le scelte di investimento e di dividendo, che rappresentano anch’esse componenti essenziali del percorso di analisi.

3.3. Corporate governance, comunicazione aziendale e ristrutturazione organizzativa

La decisione di entrare in borsa si accompagna spesso a processi di cambiamento organizzativo¹²⁸, implicando, di norma, l’esigenza di attuare una

¹²⁷ Cfr. GUALTIERI PAOLO (1988), *Gli effetti della quotazione ufficiale di borsa sulla gestione finanziaria aziendale*, op.cit.

¹²⁸ In merito si veda DEVECCHI CLAUDIO, ANTOLDI FABIO, CIFALINÒ ANTONELLA (2003), *La quotazione delle imprese. Cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali*, op.cit.

significativa riorganizzazione interna¹²⁹, al fine di consentire l'adeguamento dell'azienda rispetto alle mutate necessità.

Tali adeguamenti risultano necessari non solo nel caso in cui l'ingresso in borsa si inserisca in un percorso di sviluppo dimensionale¹³⁰, ma anche quando non ci siano particolari esigenze legate a percorsi di crescita ma, ad esempio, l'azienda voglia diventare "a capitale diffuso" per agevolare processi di riassetto della *governance* o di acquisizione di uno *standing* migliore sul piano finanziario.

I cambiamenti concernono, in generale, la realizzazione di interventi che vanno ben oltre la tensione fisiologica e costante verso il miglioramento della efficienza ed efficacia dell'organizzazione¹³¹, nella prospettiva di adottare decisioni ed iniziative orientate a dare una risposta ai nuovi problemi che la quotazione comporta¹³².

L'ingresso in borsa richiede dunque di realizzare alcune modifiche alla configurazione organizzativa complessiva¹³³; sia l'architettura strategico

¹²⁹ Bertini in proposito afferma: «Il centro motore dello sviluppo aziendale, comunque, va ricercato nella «condizione operativa interna», che, con i suoi punti di forza e di debolezza, fornisce quasi sempre gli spunti più significativi per i diversi tipi di crescita». BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pag. 51.

¹³⁰ Cfr. TRAÙ FABRIZIO (2005), «Uno schema per l'analisi dei cambiamenti organizzativi che accompagnano la crescita delle imprese», *CSCWorking Paper*, n. 54, Marzo.

¹³¹ Scrive Bertini: «Governare oggi le imprese significa, da un lato, intuire i cambiamenti che si possono determinare sul mercato, e possibilmente anticiparli e svilupparli con adeguate strategie, dall'altro, adeguare la struttura interna dell'azienda ai nuovi piani e programmi... I nuovi obiettivi dell'azione di governo dell'impresa sono, dunque, di due ordini: esterni ed interni. Gli obiettivi esterni si incentrano nell'innovazione; in quella che, in gergo tecnico, viene definita dagli americani "business idea". Gli obiettivi interni riguardano la creazione delle migliori condizioni operative di gestione e si incentrano, sostanzialmente, sulla struttura e sul funzionamento dell'organizzazione (o tecnostruttura)». BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pag. 17.

¹³² Come ha affermato Canziani infatti l'obiettivo delle strategie organizzative si individua nella «definizione concreta del contesto organizzativo meglio adatto per attuare in via ripetitiva i processi di apprendimento-azione che consentano all'impresa di divenire 'efficiente'; ed anche – pertanto – nel rispondere in via perfezionata e ottimale nel tempo alle esigenze organizzative indotte dalla tipologia strategica generale e particolare». CANZIANI ARNALDO (1984), *La strategia aziendale*, op.cit., pag. 199. Cfr. KOTTER JOHN P. (1995), «Leading Change: Why Transformation Efforts Fail», op.cit.

¹³³ Antonelli con riferimento agli effetti dell' "innovazione" sull'azienda afferma che «la propagazione degli effetti della gestione strategica dell'innovazione non può essere contenuta all'interno di una divisione o di una funzione, piuttosto arricchisce l'intero sistema aziendale e può favorire lo sviluppo di nuovi processi direzionali ed operativi». ANTONELLI VALERIO (1997), *Il costo delle strategie. Aspetti evolutivi della gestione e determinazioni quantitative*, op.cit., pag. 41. Con riferimento alle componenti della configurazione organizzativa ed al ruolo ed importanza della strategia organizzativa si veda CANZIANI ARNALDO (1984), *La strategia aziendale*, op.cit., pagg. 197 e ss.

organizzativa (componente *hard*), sia il sistema socio-culturale – stili di direzione e cultura aziendale - (componenti *soft*) dell'azienda sono, quindi, solitamente sottoposti a processi di revisione e di adattamento.

Per quanto concerne il primo elemento (l'architettura strategico organizzativa) i cambiamenti necessari devono essere valutati con riferimento alla struttura organizzativa di base, alla microstruttura degli organi centrali di governo (management a livello centrale ed unità di staff), ai meccanismi o sistemi operativi¹³⁴ ed alla progettazione della comunicazione integrata¹³⁵. In tale contesto rientrano quindi anche le problematiche di *corporate governance*¹³⁶.

Guardando invece al sistema socio-culturale, l'attenzione deve essere rivolta sia alla definizione di stili direzionali adeguati alla maggiore complessità che consegue all'ingresso in borsa, sia alla diffusione nell'intera organizzazione di valori e obiettivi, quali la trasparenza e l'*accountability*, che sono imprescindibili per un'azienda che voglia quotarsi.

Le variazioni necessarie saranno, come è ovvio, tanto minori quanto maggiore è l'adeguamento dell'azienda alle *best practice*, in tema di *governance*, di trasparenza, di controllo, di gestione strategica ecc., richieste alle società quotate¹³⁷.

¹³⁴ Airoidi afferma che «i sistemi operativi sono sottosistemi di compiti, di modalità di loro svolgimento e di tecniche individuati con riferimento a funzioni (osservabili in termini di processi) tipicamente *trasversali* o *diffusi* rispetto all'articolazione dei compiti e degli organi definiti dalla struttura organizzativa». AIROLDI GIUSEPPE (1980), *I sistemi direzionali*, Giuffrè, Milano, pagg. 19 e ss. Rugiadini definisce i meccanismi operativi come «l'insieme dei processi che fanno funzionare “operativamente” il sistema organizzativo, inducendo adeguati stimoli al comportamento; mentre la struttura organizzativa definisce gli elementi di base del sistema di ruoli, i meccanismi operativi ne rappresentano l'elemento dinamico». RUGIADINI ANDREA (1979), *Organizzazione d'impresa*, Giuffrè, Milano, pagg. 267 e ss.

¹³⁵ Cfr. CODA VITTORIO (1973), *Progettazione delle strutture organizzative*, Franco Angeli, Milano; INVERNIZZI GIORGIO (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, op.cit., pagg. 123 e ss.

¹³⁶ Come ha affermato Invernizzi, infatti, «il cambiamento organizzativo, variando il soggetto a cui fanno capo le scelte di governo, è di norma all'origine di cambiamenti strategici». INVERNIZZI GIORGIO (1990), *Evoluzione dell'assetto economico e governo dell'impresa*, in INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica. Strumenti per valutare posizione competitiva, vulnerabilità, patrimonio intangibile*, op.cit., pag. 31.

¹³⁷ Cfr. DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pagg. 106 e ss.

Nel caso in cui, per esigenze legate al *business*¹³⁸, per l'appartenenza ad un gruppo che abbia già una o più aziende quotate, oppure per la presenza di soci "finanziari" quali fondi comuni, *venture capital* o *private equity*¹³⁹, l'azienda abbia già strutture e processi adeguati, gli adattamenti saranno limitati e gradualmente¹⁴⁰. Viceversa, i percorsi di cambiamento avranno una portata "d'urto"¹⁴¹, e la complessità della gestione del cambiamento della strategia organizzativa operante sarà elevata¹⁴².

BOX 3 – Il caso Kedrion

Kedrion è un'azienda biofarmaceutica, specializzata in sviluppo, produzione e distribuzione di plasmaderivati con headquarter in provincia di Lucca.

L'azienda opera in tre aree di *business*: produzione e distribuzione di plasmaderivati, conto lavorazione in collaborazione col Servizio Sanitario Nazionale e trasferimento di *know how* tecnologico attraverso partnership internazionali principalmente in Paesi in via di sviluppo.

Dal dicembre 2006 nel capitale di Kedrion è presente un fondo di *private equity* che detiene il 40% del capitale e che, di fatto, ha sostituito altri tre fondi che, a partire dal 2002, erano entrati nella compagine azionaria dell'azienda.

La presenza di investitori istituzionali ha comportato innanzitutto l'introduzione di un sistema di controllo di gestione molto accurato, in grado di fornire con periodicità mensile report sulla base dei quali discutere le performance aziendali e valutare il perseguimento dei piani a medio termine condivisi dai soci.

¹³⁸ Ad esempio nelle aziende bancarie ed operanti nei servizi finanziari ed assicurativi la vigilanza esterna (Banca d'Italia, Consob, Isvap) impone anche alle aziende non quotate di rispettare numerosi standard organizzativi.

¹³⁹ Cfr. MEGGINSON WILLIAM L., WEISS KATHLEEN (1991), "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, n. 3, July; FRIED VANCE H., HISRICH ROBERT D. (1995), "The Venture Capitalist: A Relationship Investor", op.cit.

¹⁴⁰ Cfr. CANZIANI ARNALDO (1984), *La strategia aziendale*, op.cit., pag. 199.

¹⁴¹ Franzosi e Pellizzoni hanno evidenziato però che in molti casi i cambiamenti organizzativi che seguono l'ingresso in borsa devono essere ricondotti più ad esigenze di sviluppo aziendale e del business piuttosto che al nuovo status di azienda quotata, anche se è innegabile che il processo di quotazione ne costituisca un rilevante "propulsore". Cfr. in merito FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), "Gli effetti della quotazione. Evidenza dalle mid & small caps italiane", *BlitNotes* n. 13, giugno, pagg. 39 e ss.

¹⁴² Scrivono Collis e Montgomery: «Si possono incontrare particolari difficoltà nell'implementazione di una strategia che richiede modifiche radicali all'interno dell'azienda, perché in questo caso non c'è uno schema preciso sul quale basarsi. Inoltre, l'avvio di una tale strategia richiederà molto tempo e comporterà numerose incognite. In questi casi, un atteggiamento aggressivo sarebbe inefficace, oltre che costoso. Il difficile compito dell'Alta Direzione è, quindi, quello di capire quali siano i tempi necessari per l'implementazione, coniugando urgenza e pazienza». COLLIS DAVID J., MONTGOMERY CYNTHIA A. (1999), *Corporate strategy*, op.cit., pag. 233.

Inoltre, la corporate governance aziendale risulta adeguata alle *best practice* delle società quotate, con una gestione degli organi societari trasparente, con la presenza di un amministratore indipendente, con organi dedicati all'*internal auditing* ed al *risk management*. Tali circostanze agevolano una eventuale futura quotazione, anche fuori dai confini nazionali, alla quale i vertici dell'azienda stanno pensando.

L'analisi di fattibilità delle opportune variazioni della configurazione organizzativa esistente è il primo aspetto da valutare, tenendo in considerazione in particolare gli adempimenti richiesti dalla normativa vigente e dalla società di gestione del mercato e le precipue esigenze aziendali.

Con riferimento alla struttura organizzativa di base ed alla microstruttura degli organi centrali di governo, la formalizzazione di organi e *business unit*, la definizione dei compiti di ciascuna e, più in generale, la precisazione delle caratteristiche, in termini di rigidità/flessibilità, che la struttura acquisisce sono attività che devono essere realizzate in modo chiaro ed accurato, al fine di corrispondere alle esigenze di informativa, in primo luogo, dell'autorità demandata a decidere l'ammissione in borsa e, in secondo luogo, di tutti gli *stakeholder* aziendali.

Ad esempio, nel QMAT di Borsa Italiana¹⁴³ viene richiesto alle società quotande di indicare le diverse SBU (*Strategic Business Unit*) che definiscono il *business model* dell'impresa, indicando per ciascuna i fattori critici di successo, le risorse impiegate e le competenze distintive di cui l'azienda dispone. Ciò implica evidentemente la capacità di dare una ben chiara definizione della propria struttura organizzativa di base. Lo strumento si presta evidentemente anche ad essere di ausilio al management per identificare le eventuali criticità esistenti, al fine di apportare le migliorie necessarie.

È necessario, inoltre, indicare nel QMAT anche la struttura societaria a monte dell'azienda quotanda e quella del gruppo che fa capo alla società, la struttura manageriale con l'indicazione delle responsabilità, nonché il profilo e la retribuzione del management e del personale.

¹⁴³ Cfr. BORSA ITALIANA (2005), *QMAT – Quotation Management Admission Test*, Versione Italiana.

La valutazione della quotabilità dell'azienda riguarda dunque anche l'esistenza di risorse e competenze adeguate al *business* aziendale ed alla presenza di un gruppo dirigente preparato e che abbia acquisito esperienze significative¹⁴⁴.

Spesso il progetto di quotazione si accompagna infatti anche alla ricerca e selezione di competenze manageriali adeguate¹⁴⁵, di persone cioè che abbiano abilità delle quali l'azienda attualmente non dispone.

Con riferimento ai meccanismi operativi, le aree organizzative che sono maggiormente interessate dagli interventi di riorganizzazione sono, a nostro avviso e come è emerso da recenti indagini¹⁴⁶:

1. i sistemi di *governance* e di controllo interno;
2. il sistema di comunicazione aziendale¹⁴⁷.

La statuizione formalizzata di principi e regole, adeguate alle *best practice*, che definiscano le modalità di composizione e funzionamento degli organi di governo e controllo (*sub* 1) possono contribuire, in particolare per le società quotate, a generare consenso negli *stakeholder*¹⁴⁸ ed acquisire eventualmente degli elementi di

¹⁴⁴ Cfr. DRAHO JASON (2004), *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, op.cit., pagg. 77 e ss.

¹⁴⁵ Cfr. BURTON BRUCE, HELLIAR CHRISTINE, POWER DAVID (2004), "The Role of Corporate Governance in the IPO Process: a note", op.cit.

¹⁴⁶ Cfr. DEVECCHI CLAUDIO, ANTOLDI FABIO, CIFALINÒ ANTONELLA (2003), *La quotazione delle imprese. Cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali*, op.cit.; BURTON BRUCE, HELLIAR CHRISTINE, POWER DAVID (2004), "The Role of Corporate Governance in the IPO Process: a note", op.cit.; FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), "Gli effetti della quotazione. Evidenza dalla mid & small caps italiane", op.cit.

¹⁴⁷ «L'informativa societaria è ... un aspetto che viene spesso trascurato nelle società a ristretta base azionaria le quali, in caso di ammissione alla quotazione, si trovano nella necessità di dover reimpostare *ex novo* la propria politica di comunicazione cercando di conciliare, da un lato l'esigenza di riservatezza al fine di tutelarsi dalla competitività aziendale, dall'altro, la necessità di garantire un'adeguata *disclosure* attraverso la trasmissione di continue e tempestive notizie al mercato al fine di creare le migliori condizioni di collocamento, far conoscere il valore dell'azienda e la qualità dei suoi prodotti/servizi, prevenire possibili situazioni di crisi, sostenere il titolo dopo la quotazione». ALVINO FEDERICO (2001), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, op.cit., pagg. 32-33.

¹⁴⁸ «Se opportunamente gestito, il sistema di Corporate Governance rappresenta un elemento chiave da sfruttare per suscitare l'interesse dei vari stakeholder anche nei confronti di iniziative economiche ritenute scarsamente attrattive, altrimenti ignorate». REBOA MARCO (2002), *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, op.cit., pag. 20.

distinzione rispetto ai concorrenti¹⁴⁹, utili per vincere la sempre più incalzante ed ormai globalizzata competizione anche sui mercati dei capitali¹⁵⁰. L'introduzione di regole in tema di composizione degli organi sociali e di controlli interni può contribuire, inoltre, da un lato, ad aumentare l'*accountability* delle imprese e ridurre, dall'altro, i rischi di comportamenti opportunistici ed addirittura fraudolenti da parte di amministratori e manager¹⁵¹.

In Italia l'emanazione di un codice di *best practice* in tema di *corporate governance* è avvenuta per la prima volta nel 1999. Si tratta di un Codice "di autodisciplina"¹⁵² destinato alle aziende quotate, che non contiene quindi norme cogenti; esso costituisce un modello di riferimento, in grado di offrire un contributo importante per diffondere alcuni principi fondamentali, atti a definire un sistema di *corporate governance* che si avvicini agli standard internazionali, anche con riferimento alle problematiche del controllo dei rischi aziendali e della gestione dei potenziali conflitti di interesse nei rapporti fra azionisti di maggioranza e di minoranza, fra questi e gli amministratori e manager aziendali e fra diverse classi di *stakeholder*¹⁵³.

Il Codice di autodisciplina italiano¹⁵⁴ è denso di contenuti e si concentra sulle seguenti tematiche, corrispondenti ad altrettanti articoli del Codice: ruolo del consiglio

¹⁴⁹ Cfr. AIROLDI GIUSEPPE, FORESTIERI GIANCARLO (1998), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, op.cit., pag. 3; REBOA MARCO (2002), *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, op.cit., pagg. 99 e ss.

¹⁵⁰ Cfr. REBOA MARCO (2002), *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, op.cit., pagg. 132 e ss.

¹⁵¹ Cfr. REBOA MARCO (2002), *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, Giuffrè, Milano, pagg. 18 e ss.

¹⁵² Si fa in questa sede riferimento al Codice nella sua ultima versione del marzo 2006 scaricabile dal sito www.borsaitaliana.it. Il Codice di autodisciplina italiano è denso di contenuti e si concentra sulle seguenti tematiche, corrispondenti ad altrettanti articoli del Codice: ruolo del consiglio di amministrazione; composizione del consiglio di amministrazione; amministratori indipendenti; trattamento delle informazioni societarie; istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione; nomina degli amministratori; remunerazione degli amministratori; sistema di controllo interno; interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate; sindaci; rapporti con gli azionisti; sistemi di amministrazione e controllo dualistico e monistico.

¹⁵³ Il Codice di autodisciplina italiano è stato emanato a seguito di numerose esperienze analoghe in altri Paesi europei: già nel 1992 in Gran Bretagna è stato emanato il *Cadbury Report*, cui fecero seguito poi l'*Hampel Report* ed il *Combined Code* nel 1998; in Francia è stato pubblicato il Rapporto *Vienot* (1995); in Olanda il Rapporto *Peters* (1997); in Belgio il Rapporto *Cardon* (1998); in Spagna il Rapporto *Olivencia* (1998).

¹⁵⁴ Si fa in questa sede riferimento al Codice nella sua ultima versione del marzo 2006 scaricabile dal sito www.borsaitaliana.it.

di amministrazione; composizione del consiglio di amministrazione; amministratori indipendenti; trattamento delle informazioni societarie; istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione; nomina degli amministratori; remunerazione degli amministratori; sistema di controllo interno; interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate; sindaci; rapporti con gli azionisti; sistemi di amministrazione e controllo dualistico e monistico.

Borsa Italiana ha richiamato esplicitamente nei suoi regolamenti, sin dal 2000, il Codice di autodisciplina¹⁵⁵, prevedendo che le società quotate italiane debbano fornire, con cadenza almeno annuale, nella *Relazione in materia di corporate governance*, le informazioni sull'adesione alle raccomandazioni contenute nel Codice ed, eventualmente, sulle motivazioni che le hanno indotte a non aderire totalmente o parzialmente¹⁵⁶, in applicazione del principio "*freedom with accountability*"¹⁵⁷.

¹⁵⁵ Tale obbligo è stato introdotto nel corpo regolamentare del mercato italiano nel marzo 2000, dopo che la Gran Bretagna aveva introdotto il medesimo obbligo nel 1995.

¹⁵⁶ "It is important to note that although compliance with code provisions is voluntary, country surveys in countries where codes have been issued show that publicly traded companies tend to respond to code recommendations (Gregory and Simmelkjaer 2002). This might be due to market forces and pressures to comply with legitimating practices or 'doing the right thing'. In addition, in several countries, listing rules require quoted firms to justify the reasons for noncompliance with the country code of good governance in their annual reports. This 'comply or explain' mandatory disclosure requirement adopted by most stock exchanges further encourages firm compliance". AGUILERA RUTH V., CUERVO-CAZURRA ALVARO (2004), "Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?", *Organization Studies*, vol 25, issue 3, pag. 5.

¹⁵⁷ Il Presidente della Borsa Italiana, di fronte alle Commissioni Congiunte 6^a (Finanza e Tesoro) e 10^a (Industria, Commercio e Turismo) del Senato della Repubblica e VI (Finanze) e X (Attività produttive, commercio e turismo) della Camera dei Deputati ha affermato che: "Il Codice, emanato alla fine del 1999 e successivamente rivisto nel corso del 2002, recepisce un modello di organizzazione societaria allineato ai migliori standard internazionali e, pur tenendo conto delle specificità italiane, è finalizzato a garantire efficienza ed affidabilità delle imprese quotate. Per garantire un'informativa costante al mercato sulla *governance* di tutte le società quotate, è stato inserito nei Regolamenti di Borsa Italiana un obbligo di fornire annualmente una Relazione illustrativa del livello di adeguamento al Codice di autodisciplina, da mettere a disposizione dei soci e da trasmettere a Borsa Italiana, la quale la rende disponibile al pubblico. In tali relazioni, in virtù del principio "*comply or explain*" adottato dal Codice, le società che non abbiano applicato le raccomandazioni o le abbiano adottate solo in parte, sono tenute a dare informazione delle motivazioni di tale decisione. Le relazioni sono messe a disposizione del pubblico sul sito internet di Borsa Italiana". TANTAZZI ANGELO (2004), "Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmi", Audizione del Presidente di Borsa Italiana Spa, Roma 10 febbraio.

In aggiunta, l'applicazione di alcune previsioni del Codice è stata resa obbligatoria da Borsa Italiana per le società che scelgono di quotarsi in particolari segmenti del mercato¹⁵⁸.

Infine recentemente la Legge n. 262 del 28 dicembre 2005 contenente le "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari" (comunemente definita "Legge sul Risparmio")¹⁵⁹ ha previsto, modificando il vigente TUF, che le aziende quotate diffondano annualmente "informazioni sull'adesione a codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati o da associazioni di categoria degli operatori e sull'osservanza degli impegni a ciò conseguenti, motivando le ragioni dell'eventuale inadempimento"¹⁶⁰.

Le tematiche di buona governance rappresentano dunque un aspetto di primario interesse per le aziende che intendano quotarsi, chiamate a valutare la

¹⁵⁸ Infatti per mantenere la qualifica di società quotata al segmento STAR (Segmento Titoli ad Alti Requisiti) è necessaria la presenza di amministratori non esecutivi ed indipendenti, di un Comitato per il controllo interno e di un *investor relations manager* nonché creare un legame tra la remunerazione degli amministratori e degli alti dirigenti ed i risultati economici dell'azienda. Inoltre, prima della recente riorganizzazione dei mercati attuata da Borsa Italiana, anche per essere ammessi alla quotazione nel Nuovo Mercato (ora MTAX) era necessaria la presenza di amministratori non esecutivi ed indipendenti, del Comitato per il controllo interno e del Comitato per le remunerazioni. In Italia, dunque, se tutte le aziende quotate sono tenute a realizzare un'accurata *disclosure* sull'adesione al Codice, solo le società del segmento STAR sono tenute a rispettarne obbligatoriamente alcune disposizioni.

«Le ultime statistiche sull'adesione al Codice Preda da parte delle società quotate indicano una adesione che per alcune raccomandazioni sfiora il 100%. Si noti in particolare come, per esempio, i principi di maggior rilievo (presenza di amministratori indipendenti, ruolo del Cda, comitato di controllo interno, informativa ai consiglieri e operazioni con parti correlate) si riscontra un'adesione superiore al 70%. Se si considerano le maggiori società, quelle appartenenti al Mib30, tale adesione è superiore al 90% ... Per contro, pur in presenza di una adesione larga agli articoli del Codice, si deve oggi prevedere un rafforzamento nella applicazione sostanziale dei principi ivi contenuti. Borsa Italiana ha già introdotto importanti elementi del Codice nel proprio regolamento per il segmento STAR e il Nuovo Mercato, prevedendo obblighi specifici in merito al numero degli amministratori non esecutivi e indipendenti e alla presenza del comitato di controllo interno con la maggioranza di indipendenti. Alcuni dei principi di autodisciplina sono così diventati regole in alcuni mercati». TANTAZZI ANGELO (2004), "Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio", Audizione del Presidente di Borsa Italiana Spa, Roma 10 febbraio.

¹⁵⁹ La legge 262 del 2005 è arrivata dopo un lungo ed articolato dibattito iniziato a seguito degli "scandali" finanziari scoperti nel nostro Paese (Cirio, Parmalat e così via). Ci sono voluti dunque oltre due anni prima che la legge fosse approvata, sulla spinta delle problematiche emerse con le OPA bancarie dell'estate 2005 su BNL e su Antonveneta.

¹⁶⁰ Art. 124-*bis* del TUF (Obblighi di informazione relativi ai codici di comportamento).

rispondenza delle procedure esistenti non solo alle richieste della normativa, ma anche alle ormai consolidate *best practice* derivanti da processi di autodisciplina¹⁶¹.

È evidente infatti che, una volta quotata, l'azienda sarà sottoposta a permeanti attività di valutazione degli assetti di governo e controllo da parte di analisti finanziari, giornalisti economici, organismi di vigilanza e studiosi che, in qualità di *opinion leader*, sono in grado di influenzare i giudizi di tutti gli *stakeholder*¹⁶².

In particolare, la composizione del top management è sottoposta ad uno scrutinio più accurato da parte, non solo degli azionisti, il cui numero ed eterogeneità, come detto in precedenza, necessariamente aumenterà in seguito all'ingresso in borsa, ma anche, più in generale, di tutti i portatori di interessi.

La nomina di amministratori e manager subirà la valutazione pubblica delle rispettive competenze, delle esperienze pregresse, dell'indipendenza di giudizio e dell'autorevolezza. La selezione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo in seguito alla quotazione richiederà quindi di abbandonare o almeno di limitare criteri quali l'appartenenza allo stesso nucleo familiare, l'amicizia, la conoscenza di lungo corso ecc. e di inserire invece nell'organo societario personalità di riconosciuta competenza, indipendenza ed autorevolezza¹⁶³.

Tali soggetti, oltre ad agevolare l'introduzione di procedure consolidate di gestione delle riunioni degli organi sociali ed a garantire l'applicazione di metodi trasparenti ed accurati, richiedono compensi adeguati agli standard delle società quotate, aumentando i relativi costi e diminuendo, di fatto, la discrezionalità aziendale nel decidere i compensi direzionali.

¹⁶¹ Cfr. DEVECCHI CLAUDIO, ANTOLDI FABIO, CIFALINÒ ANTONELLA (2003), *La quotazione delle imprese. Cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali*, op.cit., pag. 7.

¹⁶² Con riferimento alla *compliance* al Codice di Autodisciplina delle società quotate in Italia si vedano fra gli altri i recenti BIANCHI MARTINI SILVIO, DI STEFANO GIANCARLO, ROMANO GIULIA (2006), *La corporate governance delle società quotate. Tra best practice internazionali e tradizioni aziendali italiane*, op.cit.; BORSA ITALIANA (2006), *La corporate governance nelle società dell'indice S&P/MIB. Analisi dello stato di adeguamento al codice di autodisciplina*, settembre. Per una review di altre ricerche condotte in passato si veda FIORI GIOVANNI, TISCINI RICCARDO (a cura di) (2005), *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informativa aziendale*, Franco Angeli, Milano.

¹⁶³ Cfr. MAZZOLA PIETRO, MONTEMERLO DANIELA (a cura di), *Gli amministratori indipendenti nelle Imprese Familiari*, op.cit.

L'adeguamento alle *best practice* delle società quotate richiede, inoltre, il rispetto di altre pratiche diffuse quali la nomina di amministratori qualificabili come indipendenti¹⁶⁴, la costituzione di comitati in seno al consiglio di amministrazione per trattare materie rilevanti (controllo interno, remunerazione dei soggetti che ricoprono posizioni apicali ecc.) e la definizione di una funzione di *internal audit*¹⁶⁵.

¹⁶⁴ Nel Codice di autodisciplina si legge: «Il consiglio di amministrazione valuta l'indipendenza dei propri componenti non esecutivi avendo riguardo più alla sostanza che alla forma e tenendo presente che un amministratore non appare, di norma, indipendente nelle seguenti ipotesi, da considerarsi come non tassative:

- a) se, direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposta persona, controlla l'emittente o è in grado di esercitare su di esso un'influenza notevole, o partecipa a un patto parasociale attraverso il quale uno o più soggetti possano esercitare il controllo o un'influenza notevole sull'emittente;
- b) se è, o è stato nei precedenti tre esercizi, un esponente di rilievo dell'emittente, di una sua controllata avente rilevanza strategica o di una società sottoposta a comune controllo con l'emittente, ovvero di una società o di un ente che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente o è in grado di esercitare sullo stesso un'influenza notevole;
- c) se, direttamente o indirettamente (ad esempio attraverso società controllate o delle quali sia esponente di rilievo, ovvero in qualità di partner di uno studio professionale o di una società di consulenza), ha, o ha avuto nell'esercizio precedente, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale:
 - con l'emittente, una sua controllata, o con alcuno dei relativi esponenti di rilievo;
 - con un soggetto che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente, ovvero – trattandosi di società o ente – con i relativi esponenti di rilievo;ovvero è, o è stato nei precedenti tre esercizi, lavoratore dipendente di uno dei predetti soggetti;
- d) se riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, dall'emittente o da una società controllata o controllante una significativa remunerazione aggiuntiva rispetto all'emolumento "fisso" di amministratore non esecutivo dell'emittente, ivi inclusa la partecipazione a piani di incentivazione legati alla *performance* aziendale, anche a base azionaria;
- e) se è stato amministratore dell'emittente per più di nove anni negli ultimi dodici anni;
- f) se riveste la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo dell'emittente abbia un incarico di amministratore;
- g) se è socio o amministratore di una società o di un'entità appartenente alla rete della società incaricata della revisione contabile dell'emittente;
- h) se è uno stretto familiare di una persona che si trovi in una delle situazioni di cui ai precedenti punti». Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2006), *Codice di Autodisciplina*, marzo, pag. 21.

Con riferimento alle criticità relative all'inserimento dei Consigli di amministrazione di aziende familiari di amministratori indipendenti si veda MAZZOLA PIETRO, MONTEMERLO DANIELA (a cura di), *Gli amministratori indipendenti nelle Imprese Familiari*, op.cit.

¹⁶⁵ La presenza di amministratori indipendenti, la costituzione di comitati in seno al consiglio di amministrazione e la definizione di strutture dedicate all'*internal auditing* costituiscono pratiche, raccomandate dal codice di autodisciplina, ormai diffuse fra le aziende quotate. Secondo una recente ricerca da noi condotta nel 2005 circa il 96% delle società quotate italiane ha nominato almeno un amministratore indipendente, l'83% ha istituito il Comitato per il controllo interno, il 73% il Comitato per la remunerazione e l'89% ha nominato un preposto al controllo interno. Cfr. BIANCHI MARTINI SILVIO, DI STEFANO GIANCARLO, ROMANO GIULIA (2006), *La corporate governance delle società quotate. Tra best practice internazionali e tradizioni aziendali italiane*, op.cit.

Un aspetto particolarmente critico nell'adeguamento agli standard previsti per le società quotate riguarda infatti il sistema di controllo interno.

Il sistema di controllo interno, com'è noto, è parte del più ampio sistema di *governance* aziendale ed è diretto a favorire il raggiungimento di tre principali obiettivi: l'efficacia e l'efficienza dei processi informativi, decisionali ed operativi, la trasparenza gestionale, il rispetto dalle norme e dei regolamenti vigenti¹⁶⁶.

Oltre all'alta direzione, responsabili del buon funzionamento del sistema di controllo interno sono gli organi di controllo endosocietari (ad esempio il collegio sindacale per le aziende che adottano il sistema di amministrazione e controllo "tradizionale"), la società di revisione, l'*internal audit* ed il controllo di gestione.

In particolare per le società quotate, sin dal 1998 il ruolo del Collegio sindacale è stato delineato chiaramente nella funzione di "vigilanza sulla gestione"¹⁶⁷, mentre alla società di revisione è stato attribuito il compito di verifica in materia contabile.

In base a quanto previsto dal TUF il collegio sindacale deve vigilare sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società, del

¹⁶⁶ Riguardo agli obiettivi del controllo interno, Coda ha affermato: «Un efficace sistema di controllo interno è la risposta razionale al problema di come amministratori e direttori possano far fronte alle loro pesanti responsabilità in materia di trasparenza informativa, correttezza gestionale, efficacia ed efficienza». Cfr. CODA VITTORIO (1998), "Responsabilità degli amministratori e direttori, Sistemi di Controllo Interno e *Internal Auditing*", MOLTENI MARIO (a cura di), *Verso una nuova concezione di Internal Auditing*, EGEA, Milano, pag. 16. In merito alla tematica del controllo interno si vedano fra gli altri anche MARCHI LUCIANO (2004), *Revisione aziendale e sistemi di controllo interni*, Giuffrè, Milano; BASTIA PAOLO (2004), "Il sistema di controllo interno nella *governance* delle imprese italiane", in SALVIONI DANIELA (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, Milano, Franco Angeli; D'ONZA GIUSEPPE, ROMANO GIULIA (2006), "Corporate governance e sistemi di controllo interno", ALLEGRI MARCO, BIANCHI MARTINI SILVIO (a cura di), *La corporate governance in Italia, Regno Unito e Stati Uniti*, Franco Angeli, Milano.

¹⁶⁷ Occorre peraltro far notare che la riforma del diritto societario, in vigore dal 2004, ha apportato come «regola generale la separazione funzionale fra controllo contabile, spettante a un revisore, e controllo sull'amministrazione spettante al Collegio sindacale, rispetto alla quale il possibile svolgimento delle due funzioni da parte di quest'ultimo costituisce un'eccezione prevista per alcune società. La separazione fra controllo contabile e controllo sull'amministrazione è divenuto uno standard comune a tutti i modelli di amministrazione e controllo, superabile soltanto in forza di una scelta attribuibile all'autonomia statutaria». DE CICCO ROBERTO (2005), "Il collegio sindacale e la corporate governance: confronto tra Italia e altri paesi. Il caso delle banche", in BARAVELLI MAURIZIO, VIGANÒ ALFREDO (a cura di), *Il Collegio sindacale nelle banche*, Bancaria Editrice, Roma, pag. 27.

sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile nonché sull'affidabilità di quest'ultimo nel rappresentare correttamente i fatti di gestione.

Le società quotate devono necessariamente nominare una società di revisione, iscritta nell'albo tenuto dalla Consob, cui vengono attribuiti in esclusiva i compiti di controllo contabile; la normativa ha tuttavia precisato che collegio sindacale e la società di revisione devono scambiarsi «tempestivamente i dati e le informazioni rilevanti per l'espletamento dei rispettivi compiti»¹⁶⁸.

Solo la Società di revisione dunque è tenuta a verificare nelle società quotate:

- nel corso dell'esercizio, la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili;
- che il bilancio di esercizio ed il bilancio consolidato corrispondano alle risultanze delle scritture contabili e degli accertamenti eseguiti e che siano conformi alle norme che li disciplinano.

Nel 1999 a seguito dell'emanazione del codice di autodisciplina il quadro degli attori del controllo nelle società quotate è stato ulteriormente arricchito con la figura del *comitato per il controllo interno*. Il codice, in linea con quanto previsto dai codici di corporate governance statunitensi e britannici, riconosce a questo comitato alcuni poteri consultivi e propositivi nei confronti del consiglio di amministrazione. Fra le attività che competono al comitato per il controllo interno sulla base del codice di autodisciplina si citano ad esempio l'assistenza al consiglio di amministrazione nella valutazione del sistema di controllo interno, la supervisione e l'indirizzo dell'attività di *internal auditing*; la valutazione del piano di lavoro predisposto per la revisione e la vigilanza sull'efficacia del processo di revisione contabile¹⁶⁹.

¹⁶⁸ Art. 150 TUF terzo comma. Marchi sostiene in proposito che «mentre in passato (con il D.P.R. 136 del 1975) esisteva una parziale sovrapposizione di compiti per quanto riguarda il controllo della contabilità e del bilancio, oggi, con il D.lgs 58 del 1998 esiste una parziale sovrapposizione di compiti per quanto riguarda la valutazione del controllo interno». MARCHI LUCIANO (2000), *Principi di revisione aziendale*, IV edizione, Clueb, Bologna, pagg. 53-54. Per approfondimenti sull'evoluzione normativa relativa alla revisione contabile delle società quotate si rimanda a ROMANO GIULIA (2006), «La società di revisione ed i possibili conflitti di interesse in relazione ad “altri incarichi”», op.cit.

¹⁶⁹ In particolare nel codice di autodisciplina si legge: «Il consiglio di amministrazione, con l'assistenza del comitato per il controllo interno:

La funzione di *internal audit*, la cui attività consiste nella valutazione indipendente ed obiettiva del sistema di controllo interno della società, delle politiche di *risk management* e dei meccanismi di *corporate governance*, costituisce nelle società quotate uno dei principali interlocutori del comitato per il controllo interno, che si avvale dell'attività degli *internal auditor* per poter acquisire informazioni sul grado di efficacia del sistema di controllo interno e per valutare le eventuali possibilità di perfezionamento.

Come è ovvio, la definizione di un sistema di controllo interno efficace e la sua integrazione nella configurazione organizzativa dell'azienda richiede un tempo adeguato ed un notevole sforzo in termini di impegno di personale e di adattamento di cultura ed abitudini.

Quando l'ingresso in borsa viene valutato come opzione, l'azienda spesso non ha ancora definito al suo interno strutture come l'*internal audit*, o il comitato per il

a) definisce le linee di indirizzo del sistema di controllo interno, in modo che i principali rischi afferenti all'emittente e alle sue controllate risultino correttamente identificati, nonché adeguatamente misurati, gestiti e monitorati, determinando inoltre criteri di compatibilità di tali rischi con una sana e corretta gestione dell'impresa;

b) individua un amministratore esecutivo (di norma, uno degli amministratori delegati) incaricato di sovrintendere alla funzionalità del sistema di controllo interno;

c) valuta, con cadenza almeno annuale, l'adeguatezza, l'efficacia e l'effettivo funzionamento del sistema di controllo interno;

d) descrive, nella relazione sul governo societario, gli elementi essenziali del sistema di controllo interno, esprimendo la propria valutazione sull'adeguatezza complessiva dello stesso.

Il consiglio di amministrazione, inoltre, su proposta dell'amministratore esecutivo incaricato di sovrintendere alla funzionalità del sistema di controllo interno e sentito il parere del comitato per il controllo interno, nomina e revoca uno o più soggetti preposti al controllo interno e ne definisce la remunerazione coerentemente con le politiche aziendali. ... Il comitato per il controllo interno, oltre ad assistere il consiglio di amministrazione nell'espletamento dei compiti indicati ...:

a) valuta, unitamente al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari ed ai revisori, il corretto utilizzo dei principi contabili e, nel caso di gruppi, la loro omogeneità ai fini della redazione del bilancio consolidato;

b) su richiesta dell'amministratore esecutivo all'uopo incaricato esprime pareri su specifici aspetti inerenti alla identificazione dei principali rischi aziendali nonché alla progettazione, realizzazione e gestione del sistema di controllo interno;

c) esamina il piano di lavoro preparato dai preposti al controllo interno nonché le relazioni periodiche da essi predisposte;

d) valuta le proposte formulate dalle società di revisione per ottenere l'affidamento del relativo incarico, nonché il piano di lavoro predisposto per la revisione e i risultati esposti nella relazione e nella eventuale lettera di suggerimenti;

e) vigila sull'efficacia del processo di revisione contabile;

f) svolge gli ulteriori compiti che gli vengono attribuiti dal consiglio di amministrazione;

g) riferisce al consiglio, almeno semestralmente, in occasione dell'approvazione del bilancio e della relazione semestrale, sull'attività svolta nonché sull'adeguatezza del sistema di controllo interno».

controllo interno. Ciò implica, conseguentemente, una attenta valutazione degli impatti che l'introduzione di nuove strutture e strumenti avranno sulla redditività aziendale (nuovi costi e potenziali benefici), sulle esigenze di risorse per realizzare i necessari investimenti, sull'aumento di rigidità gestionale, sull'incremento di "burocratizzazione" e così via.

In aggiunta, occorrerà tener conto del tempo necessario per rendere effettivi gli interventi e dunque per consentire la loro piena integrazione all'interno della configurazione organizzativa.

All'interno del processo di valutazione della fattibilità e della opportunità dell'ingresso in borsa una attenzione particolare deve essere dedicata al sistema di controllo di gestione¹⁷⁰. Tale meccanismo operativo ha come obiettivo prioritario quello di supportare l'alta direzione nella guida dell'azienda verso il perseguimento dei propri obiettivi, aiutandola a compiere scelte funzionali alla creazione di valore.

La capacità di misurare la performance aziendale e di valutare sistematicamente i risultati conseguiti è fondamentale non solo perchè consente al top management di soddisfare i propri fabbisogni informativi e di adottare, conseguentemente, scelte strategiche e gestionali consapevoli, ma anche in quanto permette alle società quotate di informare tempestivamente ed in modo esaustivo ed affidabile il mercato finanziario sull'andamento della gestione aziendale; in tal modo, l'azienda può assolvere all'obbligo di comunicare tutti gli eventi *price sensitive* che la riguardano e che sono idonei, se resi pubblici, ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari emessi.

Inoltre, una società quotata deve essere in grado di assolvere oltre che all'informativa "continua" citata, anche a quella "periodica", rilasciando trimestralmente una relazione (relazione trimestrale e semestrale su base annuale o

¹⁷⁰ Sul concetto di controllo di gestione si veda BRUNETTI GIORGIO (1979), *Il controllo di gestione in condizioni ambientali perturbate*, Franco Angeli, Milano; AMIGONI FRANCO (1979), *I sistemi di controllo direzionale*, Giuffrè, Milano; BERGAMIN BARBATO MARIA (1991), *Programmazione e controllo in un'ottica strategica*, UTET, Torino; MARCHI LUCIANO (2003), *I sistemi informativi aziendale*, Giuffrè, Milano.

consolidata) contenente informazioni sulla situazione economico-finanziaria dell'azienda¹⁷¹.

Un adeguato sistema di controllo di gestione contribuisce, quindi, a migliorare il livello di *accountability* dei vertici aziendali e ad instaurare un rapporto trasparente e continuo con gli investitori ed in generale con gli *stakeholder*, al fine di renderli partecipi dei risultati conseguiti e delle prospettive economiche future¹⁷².

La legge sul Risparmio (Legge n. 262 del 28.12.2005) ha integrato il TUF con l'art. 154-bis (*Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari*) che richiede alle società quotate di nominare di un "dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari". A tali soggetti è attribuito non solo il compito di predisporre adeguate procedure amministrative e contabili per la redazione del bilancio di esercizio e, ove previsto, del bilancio consolidato nonché di ogni altra comunicazione di carattere finanziario, ma anche l'obbligo di attestare, con apposita relazione allegata al bilancio, l'adeguatezza e l'effettiva applicazione delle procedure

¹⁷¹ Sulla rilevanza della "comunicazione economica" si rimanda a CODA VITTORIO (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, op.cit., pagg. 44 e ss. L'Autore afferma che «l'area informativa coperta dalla comunicazione economica non è solo quella dell'andamento economico trascorso, quale può evincersi dai bilanci consuntivi di esercizio e dai dati d'impresa e d'ambiente ad essi collegati; è bensì anche quella delle prospettive economiche future, quali possono desumersi da dati previsionali e programmatici e dalle ipotesi ad essi soggiacenti circa l'evolversi di fenomeni ambientali e le conseguenti linee di condotta dell'impresa». La comunicazione economica quindi «non si limita a descrivere l'evoluzione dell'assetto reddituale, finanziario e patrimoniale dell'impresa; ma cerca anche di spiegarla o, quanto meno, di fornire elementi utili ad una sua spiegazione». CODA VITTORIO (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, op.cit., pagg. 44-45.

¹⁷² Il secondo e terzo comma affermano: «2. Gli atti e le comunicazioni della società previste dalla legge o diffuse al mercato, contenenti informazioni e dati sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della stessa società, sono accompagnati da una dichiarazione scritta del direttore generale e del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, che ne attestano la corrispondenza al vero.

3. Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari predispone adeguate procedure amministrative e contabili per la predisposizione del bilancio di esercizio e, ove previsto, del bilancio consolidato nonché di ogni altra comunicazione di carattere finanziario». In particolare, come richiesto dal quinto comma «5. Gli organi amministrativi delegati e il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari attestano con apposita relazione, allegata al bilancio di esercizio e, ove previsto, al bilancio consolidato, l'adeguatezza e l'effettiva applicazione delle procedure di cui al comma 3 nel corso dell'esercizio cui si riferisce il bilancio, nonché la corrispondenza del bilancio alle risultanze dei libri e delle scritture contabili. L'attestazione è resa secondo il modello stabilito con regolamento dalla Consob».

predisposte, nonché la corrispondenza del bilancio alle risultanze dei libri e delle scritture contabili.

Tali dirigenti, in relazione ai compiti loro spettanti, sono soggetti alle disposizioni che regolano la responsabilità degli amministratori.

Il processo di revisione e/o aggiornamento del sistema di controllo di gestione può talvolta risultare estremamente complesso¹⁷³, e non sempre l'azienda è in grado di concluderlo con successo¹⁷⁴. Il cambiamento deve dunque essere attivato con sollecitudine e sostenuto da investimenti adeguati¹⁷⁵.

Borsa Italiana ha predisposto in proposito una Guida al sistema di controllo di gestione¹⁷⁶, che ha lo scopo di fornire uno standard di riferimento per le società che vogliono quotarsi, affinché definiscano sistemi conformi ai regolamenti dell'autorità di gestione del mercato ed in grado di salvaguardare la capacità aziendale di creare valore. In particolare, i regolamenti predisposti dalla società di gestione del mercato prevedono che, nell'ambito della *due diligence* che precede la quotazione, lo Sponsor attesti, sulla base di una apposita verifica condotta da una società di revisione, che l'azienda quotanda e le principali società del gruppo ad essa facente capo abbiano istituito al proprio interno un sistema di controllo di gestione tale da consentire all'azienda di disporre, periodicamente e con tempestività, di un quadro esaustivo della situazione economica e finanziaria della società e dell'eventuale gruppo ad essa facente capo.

¹⁷³ Cfr. AZZONE GIOVANNI (2000), *Innovare il sistema di controllo di gestione*, 2° edizione, Etas, Milano, pagg. 323 e ss.

¹⁷⁴ Scrive in proposito Guerrini: «Dall'attivazione dell'intero processo di cambiamento sorge un modello reale che può anche discostarsi in buona parte da quello ideale: le ragioni dello scostamento derivano da variabili aventi prevalentemente natura organizzativa. La gestione di questo processo assume, così, un carattere di forte complessità che potrebbe portare anche all'impossibilità di concretizzare il progetto e, quindi, ad una mancata innovazione del controllo di gestione, soprattutto a causa di barriere e meccanismi di difesa venutisi a creare nell'organizzazione». GUERRINI ANDREA (2006), "Controllo di gestione. Un approccio 'revisionale'", in MIOLO VITALI PAOLA (a cura di), *Problemi di costing in diversi contesti aziendali*, Edizioni Plus, Pisa, pag. 58.

¹⁷⁵ Nella guida «quelle imprese che hanno effettuato investimenti in sistemi di controllo di gestione, anche per importi considerevoli ed in sintonia con la propria missione e le proprie strategie competitive, oltre ad aver investito in *asset* invisibili fondamentali per la sopravvivenza, hanno incrementato il loro "patrimonio" di soluzioni organizzative e probabilmente hanno posto le premesse per godere di un vantaggio competitivo. Cfr. BUBBIO ALBERTO (2003), "Prefazione", BORSA ITALIANA, *Guida al sistema di controllo di gestione*, aprile, pag. 10.

¹⁷⁶ Cfr. BORSA ITALIANA (2003), *Guida al sistema di controllo di gestione*, aprile.

L'aumento del numero e della tipologia di portatori di interesse che si accompagna all'ingresso in borsa influenza necessariamente anche il sistema di comunicazione aziendale esterna (*sub 2*), accrescendone la complessità e rendendo necessario gestire le relazioni con i diversi *stakeholder* nonché prendere in considerazione le loro aspettative¹⁷⁷.

Le società quotate necessitano quasi sempre di strutture *ad hoc*, dedicate esclusivamente alla gestione dei rapporti con gli investitori e con il mercato finanziario (*Investor relation*). Tali strutture, spesso in posizione di staff all'Alta direzione¹⁷⁸, hanno il delicato compito di relazionarsi quotidianamente con analisti finanziari, investitori istituzionali, stampa economica nonché con la moltitudine di piccoli risparmiatori in possesso del "capitale diffuso" dell'azienda.

Definire una struttura dedicata alla gestione dei rapporti con il sistema finanziario facilita una comunicazione coordinata ed integrata, al fine di non segnalare ambiguità o messaggi contrastanti, e richiede uno stretto coinvolgimento del vertice aziendale, l'unico in grado di imprimere autorevolezza e veridicità alle informazioni rilasciate¹⁷⁹.

Le professionalità richieste per operare in tali strutture sono elevate e necessitano di una formazione adeguata, arricchita da significative esperienze operative. Spesso, inoltre, l'ufficio deve comporsi di un numero appropriato di persone, al fine di rendere effettivo il perseguimento di obiettivi ambiziosi quali raggiungere e mantenere il consenso del mercato finanziario, supportare la

¹⁷⁷ Cfr. DEVECCHI CLAUDIO, ANTOLDI FABIO, CIFALINÒ ANTONELLA (2003), *La quotazione delle imprese. Cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali*, op.cit., pag. 5. Per una disamina dei benefici connessi alla divulgazione delle informazioni si veda DI STEFANO GIANCARLO (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pagg. 73 e ss.

¹⁷⁸ «L'informazione da rilasciare all'esterno va infatti opportunamente vagliata, filtrata e coordinata. Tali attività implicano talora la costituzione di appositi uffici o addirittura direzioni che, in posizioni di *staff* nei confronti del vertice aziendale, si occupino dei problemi di comunicazione e di tutte quelle incombenze derivanti dai "rapporti" con l'ambiente esterno». DI STEFANO GIANCARLO (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pag. 108.

¹⁷⁹ Coda ha affermato in proposito: «l'attività di comunicazione può e deve essere supportata da specialisti, ma deve essere guidata al massimo livello e non può in alcun modo essere delegata se non limitatamente a compiti esecutivi e alla gestione di relazioni di secondaria importanza o preparatorie di processi comunicativi coinvolgenti il vertice aziendale». Cfr. CODA VITTORIO (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, op.cit., pag. 58.

costruzione di un'immagine di azienda trasparente ed attenta alle esigenze degli *stakeholder*, fornire un'informativa economico-finanziaria e sugli obiettivi strategici tempestiva ed adeguata¹⁸⁰.

La normativa richiede inoltre alle società quotate di adottare procedure idonee a gestire in modo adeguato la comunicazione di notizie *price sensitive* al fine di garantire l'equo trattamento di tutti gli investitori e di assicurare la trasparenza del mercato.

La definizione di una struttura dedicata alle *investor relation* richiede quindi, come già ricordato, la definizione di procedure in grado di assicurare una gestione efficace delle informazioni riservate che tendono a rendere maggiormente burocratica e complessa l'azienda oltre, come è ovvio, il sostenimento di costi aggiuntivi rispetto alle società non quotate.

La necessaria tenuta dei rapporti periodici con l'autorità di vigilanza, infine, comporta frequentemente anche la definizione di strutture apposite dotate di personale specializzato e dedicato alla *compliance* con le norme legislative e regolamentari.

Molto spesso le aziende quotate sono chiamate quindi a definire uffici con competenze specifiche, spesso non presenti nell'organico di un'azienda "privata", che comportano il sostenimento di costi ulteriori, nonché l'appesantimento dell'organigramma aziendale.

È necessario istituire ed attivare, inoltre, opportune strutture e procedure di "ascolto" e confronto con i vari *stakeholder*, sia utilizzando canali formali - le lettere agli azionisti, l'invio di e-mail o di *newsletter* ecc.-, sia adoperando i canali informali, verificando continuamente le informazioni che circolano all'interno della comunità finanziaria, accertando ed eventualmente smentendo tempestivamente le notizie che vengono diffuse sui forum in internet ecc.

¹⁸⁰ Cfr. USEEM MICHAEL (1996), "Shareholders as a Strategic Asset", op.cit.; CORVI ELISABETTA (2000), *Comunicazione d'impresa e investor relation: la gestione della comunicazione economico finanziaria*, op.cit.; ZAVANI Mauro (2000), *Il valore della comunicazione aziendale, rilevanza e caratteri dell'informativa sociale ed ambientale*, Torino, Giappichelli Editore; MARSTON CLAIRE, STRAKER MICHELLE (2001), "Investor relations: a European survey", *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 6, Number 2.

La raccolta ed il monitoraggio dei segnali “deboli” provenienti dall’ambiente infatti sono attività che non possono essere trascurate da una società quotata, in quanto una carente o intempestiva gestione delle informazioni “esterne” può portare a molteplici conseguenze negative non solo per la quotazione del titolo in borsa ma anche con riferimento alla perdita di credibilità e di affidabilità dell’azienda e del suo management.

Con riferimento al sistema socio-culturale dell’azienda, all’interno del processo di valutazione l’attenzione deve essere rivolta in particolare, come già affermato, sia alla definizione di stili direzionali¹⁸¹ adeguati alla maggiore complessità che consegue all’ingresso in borsa, sia alla diffusione nell’intera organizzazione di valori ed obiettivi, quali la trasparenza e l’*accountability*, che sono imprescindibili per un’azienda che voglia diventare a capitale diffuso.

Uno stile direzionale adeguato allo status di azienda quotata dovrebbe fondarsi su un “modello di gestione del consenso” che si basa sulla “persuasione”¹⁸² e che dunque «poggia sulla trasparenza dell’informativa, sulla chiarezza e sull’efficacia della comunicazione, sul metodo del dialogo approfondito e costruttivo, sulla convinzione che esiste un interesse aziendale sovraordinato condivisibile da tutti e sulla volontà di ricercarlo e promuoverlo»¹⁸³.

L’aumento delle problematiche che concernono le aziende una volta quotate e l’incremento della loro complessità, nonché la definizione di ruoli e responsabilità così come è previsto dalla normativa e dalle prassi (nomina di un dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, di preposti al controllo interno, di amministratori indipendenti e così via) impongono un minore accentramento decisionale e la predisposizione di un sistema di deleghe basato sulla fiducia e sulla

¹⁸¹ Rugiadini distingue due poli estremi, lo stile di direzione autoritario e quello partecipativo, in cui «anche i subordinati partecipano all’elaborazione delle decisioni con grado elevato d’influenza, reso possibile dall’abbandono da parte del capo del modello di autorità e dalla propensione verso modelli che comportino una ricerca comune della soluzione, in forma di semplice consultazione o di partecipazione paritaria in senso stretto» Cfr. RUGIADINI ANDREA (1979), *Organizzazione d’impresa*, op.cit., pagg. 277 e ss.

¹⁸² Cfr. CODA VITTORIO (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell’impresa*, op.cit., pagg. 52 e ss.

¹⁸³ CODA VITTORIO (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell’impresa*, op.cit., pag. 52.

responsabilità. Trasparenza ed *accountability* devono trasformarsi in valori che permeano il sistema aziendale in modo non transeunte e che ne esprimono la cultura e gli atteggiamenti quotidiani; è necessario quindi evitare di considerarli un'esigenza episodica, da perseguire in vista del conseguimento di un obiettivo contingente quale l'ammissione in borsa. In tal modo, infatti, come ha ricordato Coda, «la ricerca opportunistica di vantaggi di corto respiro sfocia in una distruzione del patrimonio di credibilità eventualmente accumulato in passato»¹⁸⁴.

La definizione e l'analisi delle principali questioni che concernono la modifica della strategia economico-finanziaria di un'azienda che voglia quotarsi (Tabella 10) risultano di ausilio per la valutazione di fattibilità che, tuttavia, deve essere poi seguita, secondo il modello proposto, da quella in merito all'economicità e al contributo allo sviluppo durevole ed evolutivo.

Tabella 10 – Evidenziazione di alcune delle questioni che concernono la modifica della strategia organizzativa di un'azienda che voglia quotarsi

Architettura strategico-organizzativa	<ul style="list-style-type: none"> - formalizzazione di organi e <i>business unit</i> - definizione di una struttura manageriale solida e motivata - sistema di retribuzione del management adeguato - nuovi presidi di corporate governance e controllo interno (<i>internal audit</i>, comitati in seno al consiglio di amministrazione, amministratori indipendenti, dirigenti responsabili per la redazione dei documenti societari ecc.) - <i>investor relation</i>, gestione delle informazioni privilegiate ecc. -
Sistema socio-culturale	<ul style="list-style-type: none"> - stile direzionale adeguato - gestione delle deleghe, del consenso e delle responsabilità - trasparenza ed <i>accountability</i> -

¹⁸⁴ CODA VITTORIO (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, op.cit., pag. 14. Lo stesso Autore ha poi evidenziato a pag. 18 che «la strategia di comunicazione e le azioni in cui si traduce, finalizzate a migliorare l'immagine aziendale e gli atteggiamenti dei vari pubblici, a ben poco servirebbero e, anzi, sarebbero pregiudizievoli per la credibilità aziendale se non fossero precedute, accompagnate e seguite da continui miglioramenti dell'identità reale che si esprime nella cultura e nei comportamenti quotidiani».

Anche con riferimento alla strategia organizzativa l'evidenziazione all'interno di una tabella che sintetizzi, da un lato, i profili e, dall'altro, le questioni significative che devono essere oggetto di analisi (Tabella 11) costituisce una guida per il percorso di analisi e dunque un ausilio per giungere ad un giudizio di convenienza supportato da una visione a tutto campo delle problematiche organizzative connesse all'eventuale ingresso in borsa dell'azienda.

Tabella 11 – Schema di analisi dei cambiamenti alla strategia organizzativa di un'azienda che voglia quotarsi

Questioni oggetto di analisi	Architettura strategico-organizzativa	Sistema socio-culturale
Profili di analisi		
Fattibilità		
Economicità		
Rispondenza alle esigenze di sviluppo durevole dell'azienda		

La riflessione che precede la decisione di entrare in borsa riguarda quindi la fattibilità dei necessari cambiamenti alla configurazione organizzativa complessiva, per quanto concerne sia l'architettura strategico organizzativa (struttura organizzativa di base, microstruttura degli organi centrali di governo e meccanismi o sistemi operativi), sia il sistema socio-culturale dell'azienda e, successivamente, in caso di esito positivo della valutazione di fattibilità, sui benefici in termini di contributo all'economicità ed allo sviluppo aziendale durevole ed evolutivo¹⁸⁵.

Molti degli interventi necessari, fonte di costi spesso estremamente rilevanti, infatti, rappresentano principalmente un "investimento" per l'azienda, in termini di maggior efficacia ed efficienza, di riduzione del rischio in virtù dell'attenzione al

¹⁸⁵ Brunetti afferma: «Una decisione che comporti quindi o una variazione nella struttura organizzativa o una modifica del sistema di rilevazioni deve essere presa soltanto se essa apporta vantaggi netti addizionali al sistema delle decisioni di gestione, ammettendo così implicitamente che migliori anche il grado di conseguimento dei fini aziendali. Ciò non vuol dire però che il "principio economico" non possa costituire – almeno tendenzialmente – il criterio di scelta: soltanto la natura difficilmente quantizzabile dei fatti oggetto delle decisioni in esame impedisce ancor più una completa applicazione di questo criterio» BRUNETTI GIORGIO (1974), *Le decisioni finanziarie nell'economia d'impresa*, op.cit., pagg. 26-27.

rispetto di leggi e regolamenti e di maggior credibilità nei confronti degli *stakeholder* interni ed esterni. Altri invece potrebbero costituire solo un inutile appesantimento della struttura dei costi aziendali ed accrescere la complessità gestionale, senza apportare invece significativi benefici.

Tuttavia non si può non dimenticare che permeanti cambiamenti organizzativi necessitano di tempi e risorse adeguati per essere assimilati e, quindi, non sempre risultano realizzabili in tempi rapidi.

La valutazione preventiva dei cambiamenti organizzativi necessari quindi dovrà guidare, eventualmente, la definizione dell'intervallo temporale che separa la decisione di quotare l'azienda dall'effettivo ingresso in borsa, per consentire di rendere effettivi gli interventi previsti.

3.4. La quotazione dell'azienda e la ricerca del vantaggio competitivo sostenibile

Nel percorso di valutazione dell'opportunità di quotare l'azienda un passaggio fondamentale riguarda l'analisi dei cambiamenti che potrebbero riguardare le strategie competitive, a livello business e di portafoglio. Gli effetti che la quotazione potrebbe avere sulla competitività aziendale sono talvolta ingiustamente trascurati, rispetto in particolare a quelli finanziari, in quanto risultano meno evidenti ma non per questo meno rilevanti¹⁸⁶.

Come già ricordato, le strategie competitive sono in grado di condizionare in modo decisivo la formazione dell'idea di entrare in borsa e la successiva presa della decisione. Le modifiche all'impostazione strategica possono costituire infatti non solo "effetti" della decisione di entrare in borsa ma anche alcune fra le "determinanti favorevoli" la decisione stessa.

Si fa riferimento, in particolare, ai casi in cui l'ingresso in borsa costituisca una scelta in grado di contribuire all'ottenimento di "elementi distintivi" e si inserisca

¹⁸⁶ Cfr. TISCINI RICCARDO (2001), *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., pag. 483.

nella ricerca del vantaggio competitivo sostenibile¹⁸⁷. Infatti, nonostante le “determinanti” della quotazione di un’azienda, come già ampiamente sostenuto, possano essere molteplici, recenti ricerche¹⁸⁸ hanno evidenziato come molte società neo quotate abbiano ritenuto decisivo per l’ingresso in borsa la volontà del soggetto economico di sostenere processi di internazionalizzazione e di diversificazione, nonché lo sviluppo nei mercati già presidiati con i prodotti esistenti o con un ampliamento della gamma di prodotti disponibili, spesso portando avanti percorsi di crescita per linee esterne che altrimenti sarebbero stati più difficili da realizzare.

Inoltre l’ingresso in borsa può rappresentare una scelta in grado di consentire all’azienda, principalmente mediante le risorse raccolte con l’offerta pubblica, «l’accesso ad investimenti innovativi che contrastano l’obsolescenza della strategia»¹⁸⁹, favorendo ad esempio il superamento delle barriere all’entrata in un settore o in una area d’affari sino ad allora non presidiata¹⁹⁰. Allo stesso modo, la disponibilità di maggiori risorse finanziarie e l’incremento della capacità di indebitamento, nonché gli eventuali nuovi investimenti realizzati in seguito alla quotazione possono scoraggiare l’ingresso di potenziali entranti nel settore o nell’area

¹⁸⁷ Sul tema in oggetto si veda DRAHO JASON (2004), *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, op.cit., pagg. 64 e ss.

¹⁸⁸ Si vedano in particolare DEVECCHI CLAUDIO, ANTOLDI FABIO, CIFALINÒ ANTONELLA (2003), *La quotazione delle imprese. Cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali*, op.cit., pagg. 19 e ss.; FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), “Gli effetti della quotazione. Evidenza dalla mid & small caps italiane”, op.cit., pagg. 25-26; RAVASI DAVIDE, MARCHISIO GAIA (2003), “Going Public and the Enrichment of a Supportive Network”, op.cit.

¹⁸⁹ TISCINI RICCARDO (2001), *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., pag. 483.

¹⁹⁰ Come ha evidenziato Porter infatti il “fabbisogno di capitali” è una delle principali fonti di barriere all’entrata. L’Autore ricorda in proposito che «La necessità di investire ingenti risorse finanziarie per essere competitivi sul mercato crea una barriera all’entrata, specialmente se si tratta di denaro che occorre per investimenti preliminari non recuperabili di pubblicità o ricerca e sviluppo. Occorre capitali non solo per le immobilizzazioni tecniche, ma anche per i crediti ai clienti, per le scorte e per assorbire le perdite dell’avviamento. Anche se le grandi imprese dispongono di risorse sufficienti per poter invadere qualunque settore, l’enorme fabbisogno di capitali richiesto da certi rami industriali ... restringe il numero di potenziali nuovi clienti». PORTER MICHAEL E. (2003), “Come le forze competitive modellano la strategia”, PORTER MICHAEL E., MONTGOMERY CYNTHIA A. (a cura di), *Strategia*, Il Sole 24 Ore, Milano, pagg. 27-28.

strategica in cui l'azienda abbia una posizione di *leadership*,¹⁹¹ con evidenti benefici per il posizionamento aziendale¹⁹².

La necessità di reperire le risorse finanziarie occorrenti per perseguire e mantenere il vantaggio competitivo - investendo maggiormente in *business* già esistenti con acquisizioni mirate o puntando allo sviluppo “prevalentemente interno”¹⁹³ -, o per colmare il divario tra portafoglio attuale e portafoglio ritenuto “ideale”¹⁹⁴ dal management, può dunque costituire un importante elemento in grado di favorire la decisione di entrare in borsa.

In queste situazioni, quindi, una delle motivazioni più importanti che spingono i vertici aziendali ad accettare di “aprire il capitale al pubblico” è il bisogno di procurarsi le risorse, spesso non ottenibili altrimenti, per perseguire con maggior determinazione o rinnovare la strategia competitiva e/o per attuare la nuova strategia ipotizzata.

Non si può non evidenziare come sia, a nostro giudizio, auspicabile una crescita dell'importanza attribuita da imprenditori e manager agli aspetti competitivi nell'ambito delle “determinanti” della quotazione dell'azienda; è del tutto evidente, infatti, che l'esistenza di motivazioni di questo tipo risultino preferibili, per un investitore-risparmiatore nonché, a livello complessivo, per l'intero sistema finanziario e socio-economico, rispetto alla presenza esclusiva di “determinanti” di tipo “finanziario” (riduzione del debito, uscita di un socio “finanziario” ecc.), in virtù

¹⁹¹ Cfr. PORTER MICHAEL E. (2003), “Come le forze competitive modellano la strategia”, op.cit., pagg. 29.

¹⁹² Ci sembra opportuno citare come esempio le parole dell'amministratore delegato Giuseppe Bono di Fincantieri in proposito del progetto di quotare l'azienda in Borsa: «Il progetto nasce dall'esigenza di investimento del gruppo per crescere e rimanere competitivo. Dobbiamo investire 800 milioni entro cinque anni per migliorare i cantieri in Italia, potenziare la ricerca, fare acquisizioni all'estero. Il cash flow può coprire solo una parte degli impegni. Il resto, 3-400 milioni, dovrebbe venire dall'azionista con un aumento di capitale, se non vogliamo indebitarci. Ma se l'azionista non può darci queste risorse possiamo chiederle al mercato, con la quotazione. ... Investiremo più di un terzo nei cantieri italiani. Poi la ricerca e l'informatica. Infine, un terzo della somma è previsto per acquisizioni all'estero, per far crescere il militare e le nuove attività». DRAGONI GIANNI (2006), “«In Borsa per crescere»”, *Il Sole 24 Ore*, 23 gennaio, pag. 33.

¹⁹³ Cfr. BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pag. 60 e pag. 63.

¹⁹⁴ «Il portafoglio ideale rappresenta l'insieme delle ASA (o assetto strategico) in cui l'impresa vorrebbe operare». INVERNIZZI GIORGIO (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, op.cit., pag. 94.

delle opportunità per l'azienda – ad esempio di estendere il raggio d'azione o di potenziamento della posizione competitiva - che sono in grado di offrire.

Tuttavia, una eccessiva attenzione agli aspetti competitivi può costituire anche una significativa problematica per l'azienda che voglia quotarsi e per i suoi vertici; una delle criticità più rilevanti che, a parere di chi scrive, possono riscontrarsi in simili contesti si può legare infatti all'eventualità che il management ponga troppa attenzione agli aspetti competitivi rispetto ad altri (ideologico-valoriali, finanziari, organizzativi, sociali), guardando alla quotazione esclusivamente come uno “strumento” per perseguire un obiettivo “specifico” (ad esempio l'apertura di un nuovo stabilimento, l'ingresso in una nuova area di business e così via), senza però valutare con le dovute cautele tutte le implicazioni che ne conseguono.

L'enfasi data agli obiettivi di crescita, infatti, può condizionare eccessivamente il processo decisionale del soggetto economico, sino a spingerlo a sottovalutare alcuni aspetti, di tipo organizzativo o finanziario o sociale, che invece sono fondamentali nel breve e nel medio-lungo termine¹⁹⁵.

È evidente quindi che un rigoroso percorso valutativo deve riguardare in primo luogo tutti i possibili effetti di tipo competitivo che la quotazione potrebbe comportare e non solo gli aspetti maggiormente evidenti; in secondo luogo, deve concentrarsi anche, in un'ottica sistemica, sugli altri aspetti rilevanti che possono essere influenzati dall'ingresso in borsa, senza attribuire al momento dell'analisi, lo ripetiamo, un ruolo preminente a nessuno di essi.

Oltre agli effetti sin qui citati, alla scelta di entrare in borsa si accompagna spesso anche la possibilità di attivare più agevolmente rapporti di partnership con altre aziende; questi ultimi infatti possono essere realizzati mediante scambi azionari, senza quindi il bisogno di attuare esborsi di denaro con conseguenze sul *cash flow*.

¹⁹⁵ Se si pensa alla quotazione come un “investimento” è opportuno, come afferma Bubbio, «prestare attenzione ai criteri con cui si valutano ... Troppo spesso si affrontano con superficialità dando troppo peso o ai soli riflessi strategici dell'investimento o, peggio, ai soli ritorni economico-finanziari. Nel primo caso si rischia di non conseguire gli attesi e congrui ritorni economici, anche in considerazione della rischiosità dell'investimento. Nel secondo caso si rischia di privilegiare investimenti dal ritorno economico sicuro e rapido, nel breve termine. La soluzione potrebbe essere una valutazione bilanciata di queste due dimensioni». BUBBIO ALBERTO (2006), “Gli investimenti, colonne portanti della creazione di valore”, *Amministrazione & Finanza*, 20, pag. 23.

Inoltre le aziende quotate, godendo di una valutazione di mercato “oggettiva” delle proprie azioni, possono negoziare gli scambi con gli eventuali partner subendo meno l’eventuale maggiore forza contrattuale di questi ultimi.

In aggiunta a tali aspetti, la maggiore visibilità ottenibile con lo status di azienda quotata grazie alla pubblicità diretta ed indiretta – articoli sulla stampa, report di analisti finanziari, presentazioni pubbliche ecc. -¹⁹⁶, nonché la percezione da parte dei terzi di un’accresciuta credibilità ed affidabilità (dovuta, come già ricordato, principalmente all’esistenza di maggiori “controlli esterni” che gravitano intorno all’azienda) permettono di migliorare l’immagine aziendale, con conseguenti benefici per la sua capacità competitiva¹⁹⁷.

Lo status di azienda quotata conferisce infatti solitamente una maggiore autorevolezza e credibilità, che può contribuire a migliorare i rapporti con i fornitori, con i finanziatori ed in generale con tutti gli stakeholder ed in particolare ad aumentare l’attrattiva nei confronti di manager qualificati.

Tuttavia, talvolta il regime di trasparenza che concerne le aziende quotate può comportare l’emergere di alcune criticità di tipo competitivo, in particolare nei contesti in cui sarebbe preferibile mantenere una maggiore riservatezza con riferimento ai piani industriali, alle operazioni straordinarie e ad altri eventi “rilevanti”. In alcuni contesti quindi i “costi competitivi” ed “operativi indiretti” che conseguono alla decisione di diventare un’azienda a capitale diffuso possono controbilanciarne, almeno in parte i benefici.

BOX 4 – *Il caso Antichi Pellettieri*

Antichi Pellettieri è la divisione pelletteria del gruppo Mariella Burani Fashion Group (MBFG) con sede a Cavriago, in provincia di Reggio Emilia. Come si legge nel Prospetto Informativo, redatto in occasione della quotazione avvenuta nel giugno 2006, le origini dell’attività del Gruppo Antichi Pellettieri «risalgono al 2000, anno in cui MBFG, al fine di creare il primo esempio di polo integrato della pelletteria italiana, dà inizio ad una serie di acquisizioni, destinate a protrarsi negli anni successivi, di società attive nella produzione e

¹⁹⁶ Cfr. DRAHO JASON (2004), *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, op.cit., pagg. 76 e ss.

¹⁹⁷ Cfr. RAVASI DAVIDE, MARCHISIO GAIA (2003), “Going Public and the Enrichment of a Supportive Network”, op.cit.

distribuzione di borse e piccola pelletteria, calzature nonché abbigliamento in pelle e in tessuto. In particolare, nel periodo intercorrente tra il mese di novembre del 2000 ed il mese di maggio del 2001, MBFG acquisisce partecipazioni in Braccialini, Baldinini, Enrico Mandelli e Calzaturificio Mario Cerutti. Nel settembre del 2001 MBFG raggruppa tali partecipazioni in una *holding* controllata indirettamente al 100% (la Ex-Antichi Pellettieri), realizzando così una divisione pelletteria all'interno del Gruppo Mariella Burani. Dalla sua costituzione al febbraio del 2004, la Ex-Antichi Pellettieri prosegue la politica di espansione nel settore della pelletteria iniziata da Mariella Burani Fashion Group attraverso l'acquisizione di partecipazioni in Ma.fra, GFM e Biasia Francesco». Nel febbraio 2004 viene costituita Antichi Pellettieri che incorpora la Ex-Antichi Pellettieri, aumenta la propria partecipazione in GFM e in Braccialini ed incorpora Calzaturificio Mario Cerutti e Calzaturificio Ma.fra., nel corso 2006 conclude l'acquisizione di Coccinelle SpA. (da inserire in quanto nel paragrafo successivo si menziona il brand Coccinelle senza averne parlato prima)

Antichi Pellettieri si posiziona nello specifico segmento del «lusso accessibile», ove offre prodotti in pelle e, in minor misura, in tessuto con marchi propri come *Coccinelle, Francesco Biasia, Baldinini, Braccialini, Ter et Bantine* ed *Enrico Mandelli*, con marchi di terzi in licenza come *Vivienne Westwood, Mario Cerutti, Sebastian, Missoni, Mariella Burani, Miss Sixty* e *Luigi Borrelli* e, marginalmente, tramite produzioni per marchi di terzi. In particolare, Antichi Pellettieri progetta, produce e commercializza borse, piccola pelletteria, calzature e abbigliamento in pelle e in tessuto.

Antichi Pellettieri svolge interamente al proprio interno le fasi di progettazione, pianificazione, acquisti, qualità, *marketing* e comunicazione, distribuzione mentre ricorre in prevalenza all'*outsourcing* per quanto concerne produzione e logistica, pur mantenendo la supervisione anche di tali fasi.

La famiglia Burani aveva già al momento della quotazione di Antichi Pellettieri tre società quotate: la capogruppo MBFG, quotata nel luglio 2000 al segmento STAR; Greenvision ambiente, quotata nel 2004 sul mercato Expandi e Bioera, quotata nel 2005 anch'essa su Expandi. Tutte le conoscenze, le competenze ed i contatti presso i consulenti necessari per affrontare un processo di quotazione erano quindi evidentemente già presenti presso il socio di riferimento.

La capogruppo MBFG inoltre era quotata allo STAR, lo specifico segmento “ad alti requisiti” di Borsa Italiana che prevede il rispetto di una serie di normative di trasparenza che riguardano anche le società del gruppo Antichi Pellettieri. Il Direttore Generale di Antichi Pellettieri Tommaso Cepelli ha dunque affermato: «Eravamo in vantaggio rispetto ad altre aziende che vogliono entrare in borsa senza avere idea di cosa significhi essere quotati; eravamo già abituati alla “disciplina” della quotazione. Sapevano benissimo a quali costi andavano incontro. Essere quotati costa tanto: in termini di tempo e di risorse finanziarie. Devi assumere delle persone in più e fare una serie di attività che altrimenti non sarebbero necessarie – *investor relation, Investor day*, ecc. -. La quotazione è costata circa 4-5 milioni di euro, escluse le commissioni, per la realizzazione della *data room*, le spese legali, la redazione del prospetto, la stampa del prospetto, il road show di presentazione ecc. La permanenza sul listino invece si può stimare che costi 500-700 mila euro all'anno per costi del personale (che è la voce più consistente), l'organizzazione di eventi, la stampa di relazioni e bilanci etc».

La *due diligence* per la quotazione di Antichi Pellettieri è durata circa 6 mesi.

Fu deciso che alcune attività venissero gestite in modo comune all'interno del gruppo, dando vita a notevoli risparmi di costo ed a benefici in termini di efficacia ed efficienza: ad esempio l'*investor relation*, l'*internal dealing*, l'*internal audit*.

È stato necessario replicare alcune figure che prima erano presenti solo nella capogruppo, ad esempio il direttore finanziario ed il responsabile del controllo di gestione, e formalizzare la procedura del controllo di gestione.

Il Direttore Generale di Antichi Pellettieri ha affermato, durante l'intervista, che l'idea della quotazione è venuta notando che «la società aveva ottimi risultati, cresceva molto e che di recente si erano quotate con ottimi risultati alcune aziende ed in particolare GEOX». La quotazione di quest'ultima ha infatti dato una “spinta morale” in direzione della quotazione al management di Antichi Pellettieri, perché ricorda Cepelli «anche GEOX opera nel settore delle calzature ed in particolare nel segmento del “lusso accessibile” come il gruppo Mariella Burani, realizzando calzature con contenuto moda ad un prezzo ragionevole. La quotazione di GEOX è andata molto bene e la loro esperienza ci dato la possibilità di avere un riscontro su come il mercato “percepisce” aziende simili alla nostra. Abbiamo quindi visto buone opportunità per il nostro ingresso in borsa».

L'ingresso in borsa ha dato all'azienda nuove risorse per lo sviluppo interno ed esterno e maggiore visibilità per tutte le società del gruppo.

Parte delle risorse finanziarie ottenute sono state investite per acquisire Coccinelle, azienda italiana che produce pelletteria a forte contenuto moda con un marchio proprio.

Per Antichi Pellettieri i vantaggi della quotazione in termini di accresciuta visibilità risultano evidenti. I clienti hanno ora la percezione che il loro fornitore, ad esempio di prodotti a marchio Braccialini, è parte di un gruppo del quale fanno parte anche altri fornitori, come Coccinelle e Biasia. Dunque una maggiore visibilità per tutti i marchi ed un maggiore potere contrattuale, «perché ora il cliente sa che deve trattare i tre marchi esattamente nello stesso modo».

Anche le banche e le istituzioni finanziarie dopo la quotazione hanno un atteggiamento diverso nei confronti delle aziende del gruppo Antichi Pellettieri, consentendo una maggior facilità nell'accesso al credito, fondamentale per lo sviluppo della rete distributiva e per consentire gli investimenti in pubblicità.

Aziende come MBFG e Antichi Pellettieri hanno ottenuto un rilevante beneficio dallo status di aziende quotate con riferimento all'introduzione dei nuovi principi contabili IAS/IFRS: i marchi delle aziende oggetto di aggregazione aziendale hanno ora una valutazione “esplicita” sulla base del *fair value* riferito alla data di acquisto¹⁹⁸. Inoltre, almeno annualmente è necessario promuovere la revisione del loro valore, sulla base dell'*impairment test*, dunque confrontando il valore contabile con quello “recuperabile”.

Tale processo implica, di fatto, una periodica verifica della capacità dell'azienda di mantenere ed incrementare il valore dei marchi delle aziende acquisite¹⁹⁹ e la *disclosure* che ne consegue costituisce uno stimolo continuo al miglioramento in direzione della crescita e dello sviluppo.

¹⁹⁸ Scrive Rigamonti: «il processo di formazione del prezzo di mercato ha valore anche per l'impresa (e non solo per gli investitori che possono assumere decisioni di portafoglio), poiché esso permette l'aggregazione di informazioni che sarebbe altrimenti costoso reperire in via diretta ... Il processo di formazione dei prezzi, quindi, fornisce all'impresa segnali rilevanti circa le informazioni di cui dispongono gli altri partecipanti al mercato». RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, op.cit., pag. 24.

¹⁹⁹ Per approfondimenti in merito alla disciplina contabile internazionale relativa agli *asset* immateriali si rimanda a CORVINO ANTONIO (2006), “Le attività immateriali”, in AZZALI STEFANO et al., *Principi contabili internazionali*, Torino, Giappichelli.

La rilevanza degli effetti sulle strategie competitive richiede quindi di seguire anche in questo caso un percorso valutativo accurato e obiettivo, analizzando, in primo luogo, la fattibilità dei cambiamenti che conseguono alla quotazione e che possono in prospettiva interessare le strategie competitive, ed in secondo luogo valutando il contributo di tali cambiamenti al conseguimento dell'economicità e dello sviluppo durevole.

Nel caso in cui gli aspetti competitivi siano fra le “determinanti” dell'ingresso in borsa la valutazione della “fattibilità” delle nuove strategie competitive e di portafoglio “deliberate” è agevole, in quanto la loro definizione è la “fonte” stessa dell'idea di diventare un'azienda a capitale diffuso e costituisce, quindi, una fase che, necessariamente, precede l'effettiva valutazione dell'opportunità di entrare in borsa.

Nel caso in cui, invece, le determinanti dell'ingresso in borsa siano diverse dalla necessità di attuare “nuove” strategie competitive deliberate (ad esempio la volontà di risolvere problematiche di tipo generazionale oppure il bisogno di riequilibrare la struttura finanziaria o di permettere il disinvestimento dei soci) mettere “in discussione” le strategie operanti può essere comunque necessario od opportuno, tenendo conto, ad esempio, delle nuove risorse finanziarie che affluiranno all'azienda²⁰⁰ (tranne nei casi in cui l'azienda effettua solo una OPV), dell'aumento di “visibilità” che ne conseguirà ed eventualmente degli altri possibili effetti di tipo competitivo che si possano ipotizzare.

In questo contesto, quindi, la valutazione della fattibilità delle nuove strategie competitive si rivela una fase più complessa e delicata, che implica innanzitutto la definizione di un ventaglio di alternative da realizzare prospetticamente con le risorse che, si stima, saranno raccolte con l'offerta pubblica. Ciò in quanto investitori, istituzioni di vigilanza e *opinion leader* si attenderanno di ricevere dal management

²⁰⁰ Scrive Brunetti: «La struttura finanziaria determina, infatti, in relazione alla sua composizione, maggiori o minori pesi per la gestione futura, condizionando spesso anche le scelte di natura competitiva». BRUNETTI GIORGIO (1989), “La finanza d'impresa: decisioni e comportamenti nell'attuale contesto economico”, in CORNO FABIO (a cura di), *L'eccellenza nella gestione delle risorse finanziarie*, Padova, Cedam, pag. 77.

informazioni in merito alle strategie future dell'azienda, al fine di formarsi un'opinione corretta delle sue prospettive.

In generale, quindi, valutare attentamente le conseguenze che l'ingresso in borsa potrebbe avere sulle strategie competitive si rivela un passaggio importante che necessariamente deve essere affrontato.

A prescindere dalle problematiche specifiche che possono riguardare le strategie competitive deliberate, dal punto di vista della fattibilità, i principali aspetti da prendere in considerazione nel percorso di analisi che precede la decisione di quotare l'azienda sono, a nostro giudizio:

- a) la limitazione alla riservatezza aziendale;
- b) l'adeguatezza delle risorse raccolte con l'offerta pubblica;
- c) l'influenza sul capitale reputazionale dell'azienda.

Il primo aspetto (*sub a*) è già stato ampiamente trattato in precedenza con riferimento all'esigenza di garantire trasparenza informativa al mercato ed in generale agli stakeholder ed al conseguente insorgere in capo all'azienda di costi competitivi, politici ed operativi indiretti²⁰¹. Ci limitiamo dunque a richiamare in questa sede il legame "critico" che unisce la trasparenza aziendale ai piani strategici delle imprese quotate.

La limitazione alla riservatezza dei piani strategici dell'azienda quotata avviene in primo luogo durante il processo di ammissione alle negoziazioni. Alla società di gestione del mercato, allo sponsor e agli altri consulenti ed intermediari che accompagnano l'azienda quotanda in borsa, nonché all'autorità di vigilanza sul mercato finanziario²⁰², sono infatti demandati compiti di controllo e di valutazione

²⁰¹ Cfr. DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit.

²⁰² All'articolo 94 del TUF si legge: «1. Coloro che intendono effettuare una sollecitazione all'investimento ne danno preventiva comunicazione alla Consob, allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. 2. Il prospetto contiene le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari e degli emittenti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. 3. ... La Consob, entro quindici giorni dalla comunicazione, può indicare agli offerenti informazioni integrative da inserire nel prospetto e specifiche modalità di pubblicazione dello stesso».

dell'esistenza di buone prospettive aziendali che, inevitabilmente, sono influenzate dai piani strategici futuri²⁰³.

Un'attenta valutazione di tali piani da parte dei soggetti coinvolti nel processo di ammissione in borsa è pertanto necessaria; nel caso in cui siano in programma progetti ambiziosi dei quali non sia valutabile con sufficiente accuratezza l'esito, la società di gestione del mercato può anche ritenere opportuno non ammettere l'azienda in borsa²⁰⁴, in attesa di disporre di ulteriori informazioni²⁰⁵.

Anche dopo l'ammissione sul listino, come noto, le aziende devono garantire, agli operatori del mercato la disponibilità delle informazioni tali da consentire a questi ultimi di assumere scelte di investimento "consapevoli". Si parla in proposito di informativa *price sensitive* che, lo ricordiamo, il legislatore italiano definisce come «un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari»²⁰⁶.

²⁰³ In tal senso è opportuno segnalare anche l'esigenza di ridurre le possibilità elusive della normativa prevista per le aziende che si quotano. Il Presidente della Consob in proposito ha auspicato il miglioramento dell'articolo 117-*bis* del TUF - che dispone l'assoggettamento all'obbligo di prospetto di quotazione dei casi di fusione per incorporazione di una società non quotata in una quotata, laddove la prima presenti una dimensione degli attivi significativamente superiore a quella della società incorporante -, affermando che tale disposizione potrebbe essere più genericamente riferita ad operazioni di acquisizione di attività, posto che anche altre tipologie di operazioni straordinarie, quali aumenti di capitale in natura, compravendite regolate in denaro, scissione di patrimoni, possono essere utilizzate per realizzare di fatto la quotazione di nuove realtà aziendali. Cfr. CARDIA LAMBERTO (2006), *Audizione del Presidente della Consob. Indagine conoscitiva sulle questioni attinenti all'attuazione della Legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, Senato della Repubblica, 6^a Commissione permanente (Finanze e Tesoro), Roma, 27 settembre.

²⁰⁴ In base al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana (Articolo 2.1.2) Borsa Italiana può respingere la domanda di ammissione alla quotazione «se la situazione dell'emittente sia tale da rendere l'ammissione contraria all'interesse degli investitori. A tal fine Borsa Italiana farà prevalentemente riferimento ai seguenti elementi: la presenza di gravi squilibri nella struttura finanziaria, un critico posizionamento competitivo nei principali settori di attività, l'evidenza di importanti fattori di incoerenza nel piano industriale e la carenza di elementi di riscontro delle ipotesi contenute nel piano medesimo». Inoltre, più in generale «Borsa Italiana può subordinare, nel solo interesse della tutela degli investitori, l'ammissione alla quotazione a qualsiasi condizione particolare che ritenga opportuna e che sia esplicitamente comunicata al richiedente».

²⁰⁵ Si veda ad esempio il caso Stayer riportato alle pagg. 45-47 di AIFI (1997), *Medie imprese, familiari, capitale di rischio e quotazione*, Quaderno n. 5, Guerini e Associati, Milano.

²⁰⁶ Art. 181 TUF, primo comma.

Tali informazioni riguardano numerosi aspetti della gestione aziendale, dall'acquisizione o perdita di contratti rilevanti alla realizzazione di nuovi prodotti o processi produttivi, dai progetti di acquisizioni e fusioni alla chiusura di impianti e così via²⁰⁷.

Le aziende quotate sono chiamate quindi ad assolvere agli obblighi informativi previsti dalla normativa, rendendo disponibili talvolta anche notizie di rilevanza strategica per il proprio successo competitivo a concorrenti attuali e potenziali, sostenendo oneri aggiuntivi di rilevante entità (si parla in proposito, come già specificato in precedenza, di “costi competitivi”).

In particolare, dunque, le aziende che operano in settori dove la competizione è più forte e dove non vi sono, o vi sono pochi, *competitor* anch'essi “a capitale diffuso” (che sono quindi tenuti a fornire le medesime informative *price sensitive*) dovrebbero porre particolare attenzione a questo aspetto, consapevoli delle conseguenze in termini di perdita di riservatezza che inevitabilmente ne conseguiranno²⁰⁸.

Il secondo elemento degno di attenzione nel processo di analisi riguarda l'adeguatezza delle risorse raccolte con l'offerta pubblica (*sub b*). Queste considerazioni riguardano, come è ovvio, principalmente le offerte pubbliche di sottoscrizione o le offerte miste.

Gli investitori istituzionali, una volta conferite le risorse finanziarie aderendo all'offerta pubblica iniziale, nonché gli analisti finanziari saranno attenti alla concreta realizzazione dei piani strategici annunciati in sede di quotazione e, più in generale,

²⁰⁷ Cfr. FABRIZIO STEFANO (2004), “La disciplina dell'informazione societaria. Analisi economica e regolamentare” in AMOROSINO SANDRO, RABITTI BEDOGNI CARLA (a cura di) (2004), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, op.cit., pagg. 314 e ss.

²⁰⁸ Il terzo comma dell'articolo 114 del TUF afferma che gli emittenti quotati ed i soggetti che li controllano « possono, sotto la propria responsabilità, ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, nelle ipotesi e alle condizioni stabilite dalla Consob con regolamento, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali e che gli stessi soggetti siano in grado di garantirne la riservatezza. La Consob, con regolamento, può stabilire che l'emittente informi senza indugio la stessa autorità della decisione di ritardare la divulgazione al pubblico di informazioni privilegiate e può individuare le misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato».

dei piani che successivamente, di volta in volta, verranno presentati alla comunità finanziaria.

Tale aspetto è rilevante in particolare nelle aziende che hanno deciso di entrare in borsa per sostenere precisi progetti di sviluppo, indicando nel prospetto informativo obiettivi determinati da raggiungere utilizzando le risorse raccolte.

Tuttavia è evidente che, anche nel caso in cui la quotazione non sia determinata dall'esigenza di realizzare progetti ben definiti a priori, una volta quotata l'azienda deve dimostrarsi comunque in grado di saper "creare valore" utilizzando anche le nuove risorse raccolte, portando avanti strategie chiare che tendenzialmente incontrino il consenso del mercato finanziario.

I fondi ottenuti con la quotazione devono dunque essere sufficienti per realizzare i progetti previsti e per permettere di sostenere gli investimenti necessari. La fattibilità in questo caso si lega alla simultanea valutazione delle condizioni aziendali ed ambientali, cercando di prevedere, mediante processi di stima, il consenso che l'offerta riscuoterà presso gli investitori (per la definizione del prezzo di offerta), nonché definendo la quantità di nuove azioni che sarà possibile emettere.

La valutazione congiunta di questi due elementi (prezzo e quantità delle nuove azioni) porterà a stimare le risorse che potranno in prospettiva rendersi disponibili e permetterà, quindi, di valutarne l'adeguatezza in relazione ai progetti di investimento allo studio. Quindi, per dirla con le parole di Brunetti «la finanza ... non può essere considerata un elemento accessorio o derivato rispetto alla strategia competitiva, ma va vista invece come parte integrante dell'azione strategica per accrescere il valore economico dell'impresa in funzionamento»²⁰⁹.

Infine, un ulteriore aspetto da valutare nel percorso di analisi concerne i riflessi sul capitale reputazionale dell'azienda (*sub c*). È ormai pacifico infatti che l'ingresso in borsa possa migliorare l'immagine aziendale ed incrementarne il potere

²⁰⁹ BRUNETTI GIORGIO (1989), "La finanza d'impresa: decisioni e comportamenti nell'attuale contesto economico", op.cit., pag. 76.

contrattuale nei confronti dei suoi interlocutori, siano essi finanziatori, clienti, fornitori ecc²¹⁰.

L'incremento di visibilità che si ottiene diventando un'azienda a capitale diffuso, grazie anche al maggior risalto che viene dato all'azienda sulla stampa economica nazionale ed internazionale, è in grado, come abbiamo già sottolineato in precedenza, di accrescere il giro d'affari dell'impresa, decretandone una forte spinta allo sviluppo. Tuttavia, l'accresciuta visibilità può trasformarsi da punto di forza in punto di debolezza nel caso in cui l'azienda non riesca a gestire bene la propria immagine o lanci messaggi non coerenti con le azioni concretamente realizzate. Si pensi, ad esempio, alle ricadute sulla quotazione delle azioni che potrebbero avere rivendicazioni sindacali particolarmente forti, rapporti critici con clienti e fornitori, la perdita di una commessa rilevante e così via.

Conseguentemente, è necessario essere consapevoli del fatto che, una volta quotata, l'azienda deve impegnarsi assiduamente nel garantire una coerenza costante fra i messaggi impliciti ed espliciti che vengono rilasciati, nonché fra quanto dichiarato e quanto poi concretamente realizzato²¹¹, ben consci della risonanza che qualunque informazione contraddittoria potrebbe avere sul suo posizionamento competitivo, sul valore dei titoli e sulla capacità futura di creare valore.

Una volta definite e analizzate le principali questioni che concernono la modifica della strategia competitiva di un'azienda che voglia quotarsi (Tabella 12), la valutazione di fattibilità deve essere seguita, secondo il modello proposto, da quella in merito all'economicità ed al contributo allo sviluppo durevole ed evolutivo.

²¹⁰ Cfr. RAVASI DAVIDE, MARCHISIO GAIA (2001), "Family firms and the decision to go public: a study of Italian IPOs", op.cit. Il Presidente della Crespi ha dichiarato ad esempio: «Riteniamo con la quotazione in Borsa di aver migliorato lo standing della società attraverso un'immagine che abbiamo riscontrato essere più forte verso la clientela, in particolare verso la clientela estera. Infatti, quando un'impresa straniera ha a che fare con un'azienda quotata in Borsa ha un rapporto ed un approccio diverso, sia con i clienti che con i fornitori». Si rimanda a "Il caso Crespi" presentato da Gianfranco Bigatti, Presidente Crespi Spa riportato in AIFI (1997), *Medie imprese, familiari, capitale di rischio e quotazione*, op.cit., pag. 50.

²¹¹ Cfr. CODA VITTORIO (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia d'impresa*, op.cit.

Tabella 12 – Evidenziazione di alcune delle questioni che concernono la modifica della strategia competitiva di un'azienda che voglia quotarsi

Riservatezza aziendale	<ul style="list-style-type: none"> - comunicazione delle informazioni privilegiate - presentazione piano industriale in occasione dell'IPO - incontri con la comunità finanziaria - costi competitivi e costi operativi indiretti -
Adeguatezza delle risorse	<ul style="list-style-type: none"> - valutazione delle condizioni del mercato - capacità di realizzare quanto dichiarato pianificazione delle risorse necessarie per realizzare le scelte -
Capitale reputazionale	<ul style="list-style-type: none"> - attrattività nei confronti di nuovi stakeholder - immagine di solidità, affidabilità ecc. - visibilità del marchio -

L'evidenziazione all'interno di una tabella che sintetizzi, da un lato, i profili e, dall'altro, le questioni significative che devono essere oggetto di analisi (Tabella 13) può costituire anche in questo caso una guida per il percorso valutativo e dunque un ausilio per giungere ad un giudizio di convenienza supportato da una visione a tutto campo delle problematiche competitive connesse all'eventuale quotazione dell'azienda.

Tabella 13 – Schema di analisi dei cambiamenti alla strategia competitiva di un'azienda che voglia quotarsi

Questioni oggetto di analisi	Riservatezza aziendale	Adeguatezza delle risorse	Capitale reputazionale
Profili di analisi			
Fattibilità			
Economicità			
Rispondenza alle esigenze di sviluppo durevole dell'azienda			

Una volta valutata la fattibilità dei cambiamenti connessi all'ingresso in borsa, è importante rivolgere l'attenzione alla capacità delle mutate strategie competitive e di portafoglio di contribuire al conseguimento dell'equilibrio economico durevole ed evolutivo.

A tal fine è necessario ricordarsi che la quotazione si pone come una scelta che offre all'azienda delle potenzialità di sviluppo del *business* che vanno ben oltre le finalità e le opportunità già individuate a priori. Si tratta di opzioni strategiche o reali, cioè di «opportunità di effettuare successivi investimenti che derivano dall'implementazione di un certo disegno strategico»²¹².

Come ha affermato Galeotti «in presenza di opzioni reali il valore economico della strategia deve riflettere, non solo i flussi generati direttamente dalla strategia stessa, ma anche le possibilità di sviluppo futuro che la medesima offre»²¹³.

Le opzioni strategiche, come noto, offrono la possibilità di sviluppare la formula imprenditoriale dell'azienda in senso quantitativo o qualitativo²¹⁴.

Nel primo caso esse contribuiscono alla crescita dell'azienda, consentendo l'ingresso in nuovi mercati geografici (internazionalizzazione), agevolando lo sviluppo di economie di scala o di apprendimento ecc., mantenendo però inalterati i «caratteri qualitativi» della combinazione produttiva.

Nel secondo caso invece le opzioni concorrono all'ingresso in nuovi business (diversificazione), al trasferimento di risorse e competenze acquisite con riferimento a determinati processi anche ad altri, all'integrazione a monte o a valle del processo produttivo e così via.

²¹² GALEOTTI MICHELE (2000), «Gli aspetti dinamici della gestione prospettica: la “razionalità” delle stime reddituali e finanziarie», op.cit., pag. 102. L'Autore ricorda che «le opzioni reali di sviluppo hanno tre profili qualificanti:

- il carattere potenziale,
- la correlazione con un futuro investimento,
- Il contenuto incerto.

Sotto il primo aspetto le opzioni subordinano lo sviluppo aziendale all'evolversi delle condizioni ambientali e/o interne in una direzione che appare, al momento della stima, possibile ma non certa, nonché alla futura volontà dell'azienda di perseguirle. ... Riguardo al secondo aspetto va segnalato che l'esercizio delle opzioni presuppone in prospettiva l'impiego di ulteriori risorse. ... L'ultimo aspetto, infine, si lega al fatto che le opzioni, al momento della stima, hanno dei contorni sfumati che solo nel tempo prenderanno più precisa consistenza». GALEOTTI MICHELE (2000), Gli aspetti dinamici della gestione prospettica: la “razionalità” delle stime reddituali e finanziarie, op.cit., pagg. 102-103.

²¹³ GALEOTTI MICHELE (2000), Gli aspetti dinamici della gestione prospettica: la “razionalità” delle stime reddituali e finanziarie, op.cit., pag. 102.

²¹⁴ Cfr. GALEOTTI MICHELE (2000), Gli aspetti dinamici della gestione prospettica: la “razionalità” delle stime reddituali e finanziarie, op.cit., pagg. 103 e ss.

I processi di internazionalizzazione e di diversificazione²¹⁵, lo sviluppo nei mercati già presidiati con i prodotti esistenti o con un ampliamento della gamma di prodotti disponibili, sono, come noto, caratterizzati da grande complessità e da notevole incertezza: non è infatti infrequente, ad esempio, il caso di aziende che si sono lanciate in processi di internazionalizzazione o di diversificazione e che poi sono dovute ritornare sui propri passi²¹⁶. Si tratta quindi, come è ovvio, di una scelta che deve essere attentamente valutata, analizzando anche le implicazioni di tipo finanziario, sociale ed organizzativo²¹⁷.

Inoltre, talvolta la spinta verso cambiamenti quali ad esempio la diversificazione aziendale può confliggere, come già ricordato, con gli interessi degli azionisti attuali e potenziali di un'azienda quotata; come noto, essi possono infatti prediligere aziende non diversificate, che si concentrano sul proprio *core business*, per poi combinare il proprio “portafoglio titoli” con azioni di aziende con profili di rischio fra loro non correlati, in modo tale da ridurre il rischio complessivo²¹⁸.

²¹⁵ Con riferimento ai processi di diversificazione afferma Bianchi Martini: «In termini manageriali l'aspetto più delicato e profondo della “diversità” all'interno delle aziende che intraprendono percorsi di diversificazione, non va quindi ricercato (o meglio ricercato soltanto) nella varietà della tecnologia o dei mercati o nel numero di *business* nei quali l'azienda opera. Esso infatti deve necessariamente misurarsi con la maggiore o minore compatibilità tra tali *business* e le logiche dominanti di *general management* – in termine di modelli mentali ed anche di strumenti gestionali e *routine* consolidati con l'uso – e con le potenzialità ed i vincoli che tale compatibilità può scaricare sui singoli *business*». BIANCHI MARTINI SILVIO (2005), *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, op.cit., pagg. 147-148.

²¹⁶ Cfr. PORTER MICHAEL E. (1987), “From Competitive Advantage to Corporate Strategy”, *Harvard Business Review*, May-June.

²¹⁷ Scrive la Depperu: «L'internazionalizzazione costituisce infatti una scelta obbligata solo per un numero limitato di imprese e in minima parte rappresenta una scelta obbligata per le imprese di piccole dimensioni ... in tutti gli altri casi l'internazionalizzazione o la mancata internazionalizzazione vanno correttamente intese come il risultato di una volontà aziendale che tiene conto, senza dubbio in larga misura, anche dei vantaggi e degli ostacoli posti dall'ambiente, ma che è pur sempre espressione di libertà e non di costrizione». DEPPERU DONATELLA (1993), *L'internazionalizzazione delle piccole e medie imprese*, op.cit., pagg. 34-35. L'Atrice afferma poi «il processo che porta ad una vera e propria internazionalizzazione è infatti lungo e costoso e richiede nelle aziende che lo intraprendono un impegno non comune non solo sotto il profilo finanziario ma anche e soprattutto sotto il profilo organizzativo». DEPPERU DONATELLA (1993), *L'internazionalizzazione delle piccole e medie imprese*, EGEA, Milano, pag. 42. In merito si veda anche DEMATTÈ CLAUDIO, PERRETTI FABRIZIO (a cura di) (2003), *Strategie di internazionalizzazione*, EGEA, Milano, pagg. 92 e ss.

²¹⁸ Cfr. MARKOVITZ HARRY (1952), “Portfolio Selection”, *Journal of Finance*, Vol. 7, N. 1, March.

L'azienda *multibusiness*, infatti, si pone come «un portafoglio preselezionato, che non è mirato su nessun investitore specifico»²¹⁹ e che può quindi distruggere valore²²⁰. Come ricorda Gros-Pietro l'azienda diversificata «impedisce ai singoli investitori di selezionare, ciascuno per sé, l'investimento ottimale e quindi riduce le opzioni disponibili; in secondo luogo ... mescolando i business distrugge parte dell'informazione disponibile, e l'informazione è valore»²²¹.

La stessa capacità di esame degli analisti finanziari risulta infatti limitata per le aziende *multibusiness*, in quanto non sarà possibile utilizzare, per la valutazione delle stesse, competenze specialistiche di settore. In aggiunta, in presenza di attività con differenti livelli di rischio di cui non si dispongano informazioni separate, gli analisti tenderanno verosimilmente ad attribuire all'azienda diversificata parametri di costo del capitale vicini a quelli delle attività più rischiose²²².

Tuttavia, allo stesso tempo un'azienda diversificata può essere in grado di ridurre il rischio complessivo d'impresa: i propri risultati infatti non saranno legati alle performance di un solo *business* e, perciò, l'azienda sarà caratterizzata tendenzialmente da una minore volatilità delle performance, che saranno bilanciate dall'alternarsi degli andamenti positivi e negativi nei diversi settori in cui l'azienda compete²²³.

Dal punto di vista delle strategie competitive, dunque, la quotazione in borsa può svolgere un importante ruolo di supporto, consentendo di ottenere, al momento della quotazione, ma anche successivamente con nuovi aumenti di capitale o con

²¹⁹ GROS-PIETRO GIAN MARIA (2003), "Prefazione", op.cit., pag. X.

²²⁰ Cfr. CAMPBELL ANDREW, GOOLD MICHAEL, ALEXANDER MARCUS (1995), "Corporate Strategy: The Quest for Parenting Advantage", *Harvard Business Review*, March-April.

²²¹ GROS-PIETRO GIAN MARIA (2003), "Prefazione", op.cit., pag. X. Si veda in anche DONNA GIORGIO, *L'impresa multibusiness*, op.cit., pag. 20.

²²² Cfr. GROS-PIETRO GIAN MARIA (2003), "Prefazione", op.cit.

²²³ Cfr. DONNA GIORGIO, *L'impresa multibusiness*, op.cit., pagg. 18 e ss. Inoltre, come evidenziato da Campbell, Goold e Alexander, le aziende multibusiness che riescono a conseguire un "vantaggio parentale" (*parenting advantage*), attraverso la ricerca continua di un livello di compatibilità tra le caratteristiche della *parent company* - cioè la "parte" dell'organizzazione dell'azienda che ricopre i compiti di indirizzo e gestione strategica a livello *corporate* - e quelle dei singoli *business* che gestisce, sono in grado di creare più valore rispetto ai concorrenti. Cfr. CAMPBELL ANDREW, GOOLD MICHAEL, ALEXANDER MARCUS (1995), "Corporate Strategy: The Questions for Parenting Advantage", op.cit.

l'emissione di strumenti di debito diffusi, le risorse necessarie per realizzare ambiziosi progetti di crescita²²⁴.

Tuttavia non si può sottacere che la valutazione del contributo che le modifiche alle strategie competitive operanti avranno sull'economicità e sullo sviluppo futuro sia estremamente difficoltosa, anche se allo stesso tempo indispensabile, in quanto permette di pervenire ad un giudizio meglio rispondente alle esigenze conoscitive degli *stakeholder*; questi ultimi infatti sono interessati a ricevere informazioni, approfondite e convincenti, in merito alle prospettive del *business* in cui potenzialmente investire per formarsi un giudizio adeguato sulla loro bontà.

Anche con riferimento alle strategie competitive, quindi, il soggetto economico è chiamato a svolgere un'accurata analisi dell'opportunità di quotare l'azienda, senza rinunciare alla dovuta obiettività a causa del desiderio di consentire, ad esempio, la crescita dimensionale, la diversificazione, l'incremento delle performance ecc. È necessario dunque non farsi distogliere dagli elementi favorevoli e dalle prospettive a breve termine, ma valutare con cura anche gli elementi ostativi ed assumere una prospettiva durevole, a valere nel tempo.

3.5. Stakeholder aziendali e gestione della complessità relazionale dopo l'ingresso in borsa

La quotazione in Borsa rappresenta, come è stato più volte evidenziato, una scelta portatrice di un forte cambiamento nel sistema d'azienda.

In una fase così delicata della vita aziendale è importante che risultino ben definite non solo le caratteristiche dei nuovi *stakeholder* aziendali che entreranno in contatto con l'azienda una volta quotata, siano essi azionisti, dipendenti, *opinion leader* e così via, ma anche il ruolo ed il rapporto che, in prospettiva, l'azienda

²²⁴ Cf. GUALTIERI PAOLO (1988), *Gli effetti della quotazione ufficiale di borsa sulla gestione finanziaria aziendale*, op.cit., pagg. 110 e ss.

intende avere nei loro confronti²²⁵, cosicché risultino credibili le proposte e le prospettive ad essi rivolte²²⁶.

Il successo e la prosperità dell'azienda non possono infatti prescindere dalla sua capacità di intrattenere rapporti virtuosi con le diverse categorie di *stakeholder* e di soddisfarne le legittime aspirazioni²²⁷.

Conseguentemente, il “successo” della quotazione si lega anche alla capacità dell'azienda di soddisfare i propri interlocutori, siano essi gli istituti finanziari, il personale, i clienti, i fornitori o anche la comunità in senso ampio e, quindi, alla sua attitudine ad attrarre e trattenere le risorse ed i consensi necessari a supportare il processo di ingresso in borsa, la successiva permanenza sul listino e lo sviluppo che ne può conseguire.

La strategia sociale²²⁸ operante è influenzata inevitabilmente dalla quotazione dell'azienda; pertanto è estremamente importante condurre, prima di assumere la decisione di diventare un'azienda a capitale diffuso, un processo di valutazione

²²⁵ Piantoni in proposito definisce diverse tipologie di approccio ai suoi interlocutori (quella che lui definisce “strategia societale”): approccio passivo, reattivo, interattivo e proattivo. Cfr. PIANTONI GIANFRANCO (1984), “La gestione degli interlocutori aziendali: linee-guida alla scelta di un approccio ottimale alla strategia societale”, op.cit., pag. 119 e ss.

²²⁶ Cfr. CODA VITTORIO (1984), “La valutazione della formula imprenditoriale”, op.cit.

²²⁷ Evidentemente si sposa in questa sede la *stakeholder theory* che deriva originariamente dal lavoro di Freeman del 1984. FREEMAN R. EDWARD (1984), *Strategic management: a stakeholder approach*, op.cit. Tale teoria sostiene che l'azienda sia responsabile non solo nei confronti degli azionisti, ma anche verso tutti gli altri portatori di interessi nei suoi confronti. Pertanto, secondo tale approccio, l'azienda è chiamata a tenere comportamenti responsabili socialmente in quanto il consenso dei suoi stakeholder è funzionale al perseguimento dell'equilibrio economico aziendale e fra i suoi obiettivi rientra anche il conseguimento di adeguate performance sociali. Come ha affermato Reboa, «la piena realizzazione della ragion d'essere d'impresa passa attraverso il consenso anche di altri attori, i cosiddetti *stakeholder*, che, a vario titolo, offrono fattori produttivi e vari contributi all'attività d'impresa e, per tale motivo, nutrono legittime aspettative nei confronti della stessa. È questo il caso del personale in genere, degli istituti finanziari, dei clienti, dei fornitori e degli altri partner industriali, ma anche della comunità in senso lato. Ciò che qui preme rilevare è che la prosperità aziendale di lungo periodo non può prescindere dalla correttezza e dalla reciproca soddisfazione dei rapporti intrattenuti dall'impresa con questi interlocutori». REBOA MARCO (2002), *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, op.cit., pag. 2.

²²⁸ Cfr. CODA VITTORIO (1984), “La valutazione della formula imprenditoriale”, op.cit. Per approfondimenti si rimanda a PASTORE RICCARDO, PIANTONI GIANFRANCO (a cura di) (1984), *Strategia sociale dell'impresa*, op.cit.; CHIRIELEISON CECILIA (2002), *Le strategie sociali nel governo dell'azienda*, Giuffrè, Milano.

strategica volto ad investigare la fattibilità dei cambiamenti necessari²²⁹ e il loro contributo al conseguimento ed al mantenimento dell'equilibrio economico e dello sviluppo durevole dell'azienda.

La quotazione determina, con riferimento alla strategia sociale, tre tipologie di cambiamenti:

1. di tipo quantitativo, con riferimento all'incremento della numerosità degli *stakeholder* aziendali;
2. di tipo qualitativo, relativamente alla tipologia di “nuovi” interlocutori con cui l'azienda è chiamata a relazionarsi;
3. con riferimento alla complessità dei rapporti intrattenuti con le “vecchie” categorie di *stakeholder*.

Dal punto di vista quantitativo (*sub* 1), abbiamo già evidenziato come la quotazione comporti l'allargamento della base sociale dell'impresa a causa del mutato ruolo che, una volta entrata in borsa, l'azienda assume all'interno del mercato finanziario, del sistema competitivo e del sistema sociale in cui opera.

Lo status di società quotata può, come più volte evidenziato, contribuire a migliorare l'immagine e la reputazione aziendale²³⁰ (*reputational capital*) ed aumentare la notorietà dell'azienda, dei suoi prodotti e dei suoi marchi²³¹; ciò si lega all'attenzione che stampa, investitori, analisti e *opinion leader* ripongono sulle

²²⁹ Con riferimento alle «determinanti che possono ingenerare nell'impresa l'esigenza di adeguare i propri comportamenti alle istanze sociali» la Chirieleison parla di tre diverse tipologie: le determinanti dovute all'imposizione di «vincoli legislativi», quelle derivanti «dal mutevole configurarsi, nel concreto, dei rapporti tra l'impresa e i suoi numerosi stakeholder, sia in termini di pressioni, che in termini di opportunità» ed infine quelle che nascono «da stimoli “disinteressatamente” sociali» per cui non sussiste, in quest'ultimo caso, per l'azienda né un obbligo né un tornaconto diretto o indiretto. Cfr. CHIRIELEISON CECILIA (2002), *Le strategie sociali nel governo dell'azienda*, op.cit., pagg. 66 e ss. Nel caso della quotazione tali determinanti sono da ricondurre necessariamente sia all'esistenza di vincoli “legislativi” (ad esempio con riferimento alle disposizioni sulla trasparenza informativa) sia al differente configurarsi dei rapporti dell'azienda con alcune categorie di stakeholder.

²³⁰ Scrive la Chirieleison: «la reputazione è qualcosa di estremamente complesso da costruire. Mentre l'immagine è relativa alla capacità dell'impresa di gestire direttamente le impressioni dei suoi interlocutori, la reputazione è più difficile da manipolare ed è ancorata alle caratteristiche distintive dell'impresa». CHIRIELEISON CECILIA (2002), *Le strategie sociali nel governo dell'azienda*, op.cit., pagg. 83-84.

²³¹ Cfr. RÖELL AILSA (1996), “The decision to go public: An overview”, op.cit.; RAVASI DAVIDE, MARCHISIO GAIA (2003), “Going Public and the Enrichment of a Supportive Network”, op.cit.; PERRINI FRANCESCO, VESIN GUIDO (1998), “La quotazione in Borsa di un'azienda familiare. Obiettivi e risultati della Costa Crociere s.p.a.” in *Economia & Management*, n. 3, pag. 52.

aziende presenti nel mercato mobiliare, nonché alla maggiore affidabilità che solitamente viene riconosciuta alle imprese che raccolgono capitale in borsa, in virtù dei maggiori obblighi che la normativa impone alle aziende quotate e dell'esistenza di controlli non solo interni ma anche esterni, indipendenti ed autorevoli. Conseguentemente l'azienda risulterà più attrattiva – in virtù del “minore rischio” e delle prospettive che offre - nei confronti di nuovi *stakeholder* quali soci, finanziatori, clienti, fornitori, dipendenti ecc.

È necessario però ricordare che il superamento dell'iter di autorizzazione che precede la quotazione nonché l'esistenza di controlli periodici e continui più incisivi previsti dalla regolamentazione e dalle prassi consolidate non può escludere l'utilizzo della quotazione come un veicolo per speculazioni private del soggetto economico a scapito degli azionisti di minoranza ed in generale degli *stakeholder*. Ci sembra opportuno ricordare, infatti, che i recenti scandali finanziari che hanno coinvolto aziende quotate, spesso di grandi dimensioni, hanno segnalato in tutta evidenza come la quotazione possa essere “strumentalizzata”; tali casi hanno palesato, quindi, che l'ingresso in borsa non può essere considerato come garanzia di buona gestione e che, piuttosto, lo status di azienda quotata può consentire addirittura il perpetuarsi ed il diffondersi di situazioni patologiche che altrimenti non sarebbero state possibili.

Con riferimento ai cambiamenti di tipo quantitativo, l'azienda quotata avrà, in primo luogo, un “capitale diffuso” e conseguentemente vedrà aumentare il numero di soci con i quali confrontarsi, nonché il numero di *opinion leader* (analisti finanziari, giornalisti economici, associazioni di risparmiatori ecc.) che saranno interessati a conoscere e valutare la gestione aziendale.

La proposta progettuale che l'azienda rivolge a tutti i potenziali azionisti, tramite il prospetto informativo, nonché la pubblicità e gli incontri con la comunità finanziaria, presuppongono la definizione a priori delle tipologie di “azionista ideale” (*supportive shareholder*), nella prospettiva di individuare i soggetti che abbiano un orizzonte temporale di investimento e prospettive di remunerazione dei propri capitali adeguati alle caratteristiche dell'azienda.

I potenziali *shareholder* ed in generale i portatori di interessi di un'azienda sono molto eterogenei, con capacità differenziate di utilizzare i dati economico-finanziari e le altre informazioni veicolate nei loro confronti dall'impresa.

È principalmente a tale tipologia di socio "ideale" che il top management deve rivolgere i propri sforzi comunicativi, al fine di intercettarne i bisogni e canalizzare in modo efficace le proposte, per ottenerne gli adeguati contributi ed il necessario consenso²³².

Il medesimo ragionamento vale anche con riferimento ad altre categorie di *stakeholder*, quali ad esempio gli analisti finanziari, la stampa economica, i dipendenti ecc.

In generale, vista l'aumentata "quantità" di interlocutori con cui relazionarsi, il percorso diagnostico della strategia sociale e la valutazione della sua adeguatezza in seguito alla quotazione presuppongono, con riferimento a tutte le categorie di *stakeholder*, l'individuazione degli interlocutori "principali", nei confronti dei quali sviluppare la strategia deliberata²³³.

Tuttavia, rilevanti sforzi devono essere fatti nell'ottica di adeguare strutture e processi, per consentire all'azienda di prestare continuamente un'adeguata attenzione a tutti gli interlocutori - non solo quindi quelli "principali" - e di proporsi loro in modo proattivo. Ad esempio, come già ricordato, la raccolta ed il monitoraggio dei segnali "deboli" provenienti dall'ambiente (sulla stampa, su internet ecc.) richiede lo svolgimento di una serie di attività che non possono essere trascurate da una società quotata. Ciò comporta inevitabilmente il sostenimento di costi ulteriori, derivanti

²³² La Corvi evidenzia come il pubblico cui indirizzare la comunicazione economico-finanziaria di ogni impresa sia formato:

- ❑ dai *supportive shareholders*, cioè da coloro i quali hanno modi e finalità di investimento compatibili con le strategie aziendali;
- ❑ da quegli operatori del mercato finanziario che investono prevalentemente nel settore di attività dell'azienda;
- ❑ dagli investitori che ricercano per i propri impieghi il rispetto di determinati parametri, che anche la nostra società è in grado di soddisfare.

Cfr. CORVI ELISABETTA (2000), *Comunicazione d'impresa e investor relation: la gestione della comunicazione economico finanziaria*, op.cit., pag. 177.

²³³ Cfr. INVERNIZZI GIORGIO (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, op.cit., pagg. 181 e ss.; CODA VITTORIO (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, op.cit., pag. 55.

dalla necessità di strutturare e mantenere le procedure adatte e di reperire le risorse umane, tecnologiche e finanziarie occorrenti.

Dal punto di vista qualitativo (*sub 2*) nell'azienda quotata sono presenti tipologie di interlocutori che solitamente non si riscontrano in aziende "private", come ad esempio:

- i piccoli risparmiatori-azionisti;
- gli analisti finanziari;
- gli investitori istituzionali;
- la stampa economica;
- l'autorità di vigilanza sui mercati finanziari;
- la società di gestione del mercato;
- alcune tipologie di consulenti;
- alcune tipologie di intermediari finanziari;
- i "disturbatori" di assemblea.

Alcuni di tali interlocutori intervengono principalmente nella fase che precede la quotazione o comunque per brevi periodi (ad esempio i consulenti²³⁴ o gli intermediari finanziari che accompagnano l'azienda in borsa), altri invece entrano stabilmente nel sistema di interlocutori aziendali.

In quest'ultimo caso si tratta di interlocutori con i quali spesso l'azienda deve necessariamente "sintonizzarsi"²³⁵ (ad esempio una società quotata in Italia non può non intrattenere rapporti stabili e positivi con la Consob o con la Borsa Italiana), particolarmente qualificati e spesso dotati di "poteri sanzionatori" - di tipo amministrativo, civile, penale ma anche reputazionale - particolarmente rilevanti in caso di gestione "scorretta" delle relazioni.

²³⁴ Sulle motivazioni della scelta dei consulenti si veda BRAU JAMES C., FAWCETT STANLEY E. (2006), "Initial Public Offering: An Analysis of Theory and Practice", op.cit.

²³⁵ Coda ha affermato che la strategia sociale «è preposta all'ottenimento di un consenso duraturo da parte delle varie categorie di interlocutori sociali che mettono a disposizione dell'impresa le risorse e gli appoggi di cui ha bisogno. Essa è innanzitutto strategia di selezione degli interlocutori sociali con cui sintonizzarsi e poi strategia di comunicazione e di interazione con gli stessi». CODA VITTORIO (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, op.cit., pag. 55.

L'esistenza di interlocutori "inconsueti" per l'azienda, con i quali, almeno inizialmente, il rapporto tende ad essere caratterizzato da diffidenza a causa di una non adeguata conoscenza reciproca, richiede un rilevante impegno per instaurare un legame virtuoso e leale e, soprattutto, per evitare, con comportamenti non coordinati od improvvisati, di incrinare da subito la relazione.

È del tutto evidente, infatti, che risulterebbe notevolmente più complesso cercare di recuperare in seguito un rapporto che si è degenerato sin dall'inizio, e che, perciò, non è supportato e tutelato da una base solida di conoscenza e di fiducia reciproca.

Ai fini della valutazione della fattibilità e dell'opportunità della quotazione occorre dunque tener conto dell'aumento del numero e della tipologia di interlocutori che inevitabilmente fanno aumentare la complessità della gestione delle relazioni azienda-ambiente²³⁶; tale circostanza fa sorgere anche l'esigenza di introdurre in azienda procedure e strutture *ad hoc* (come l'*investor relation*, l'ufficio per la gestione dei rapporti istituzionali con Consob e Borsa Italiana, l'ufficio stampa etc.) e risorse dotate delle competenze adeguate a gestire il complesso sistema di rapporti che caratterizza una società quotata²³⁷.

La struttura dei costi dell'azienda, conseguentemente, ne sarà interessata e, come già affermato, si tratta in questo caso di costi "ricorrenti", che cioè periodicamente gravano sui conti economici dell'impresa²³⁸; inoltre, l'esistenza di procedure e strutture apposite, chiamate a gestire i rapporti con alcuni *stakeholder*, contribuisce anche ad "irrigidire" l'azienda, rendendola maggiormente "burocratica" e caratterizzata da una gestione maggiormente complessa.

²³⁶ Cfr. BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d'azienda*, op.cit.

²³⁷ Cfr. CHIRIELEISON CECILIA (2002), *Le strategie sociali nel governo dell'azienda*, op.cit., pag. 118.

²³⁸ Antonelli definisce i costi per le strategie sociali come "costi per la dominanza". Per approfondimenti si rimanda a ANTONELLI VALERIO (1997), *Il costo delle strategie. Aspetti evolutivi della gestione e determinazioni quantitative*, op.cit., pagg. 187 e ss.

La gestione dei rapporti con alcuni interlocutori particolarmente influenti deve, come noto, essere demandata spesso direttamente ai vertici aziendali²³⁹ che, conseguentemente, sono distolti, talvolta per periodi di tempo notevoli, dalle loro attività “consuete”²⁴⁰. Si pensi a quanto tempo il top management deve dedicare a gestire i rapporti con gli stakeholder, ad esempio, quando vengono approvati i documenti contabili periodici, quando devono essere annunciate operazioni straordinarie oppure quando occorre giustificare risultati o scelte non in linea con le aspettative o con quanto in precedenza dichiarato.

Infine, occorre riflettere sui cambiamenti che, in seguito all’ingresso in borsa, interverranno nei “rapporti di forza” fra azienda e “vecchie” categorie di *stakeholder* (*sub 3*), con riferimento in particolare all’attrattività delle proposte aziendali rivolte alle diverse categorie di interlocutori e alla complessità dei rapporti intrattenuti.

Ad esempio un’azienda quotata deve necessariamente avere la capacità di attrarre, selezionare e fidelizzare un management “prestigioso”, valido e qualificato²⁴¹. Il management a sua volta sarà attratto dalla possibilità di beneficiare degli effetti positivi che la quotazione implica in termini di immagine personale, visibilità anche internazionale e creazione di rapporti industriali e con il mondo finanziario. L’esperienza di gestione di una realtà aziendale più complessa quale quella derivante dallo “status di azienda quotata” comporterà un indubbio incremento della professionalità acquisita e, conseguentemente, una maggiore valorizzazione del proprio curriculum lavorativo.

²³⁹ Cfr. DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pag. 108.

²⁴⁰ Come ha ricordato Jovenitti, «mediante il ricorso alla finanza mobiliare, l’impresa aggiunge all’impegno e al rischio caratteristici della sua attività operativa anche l’impegno del confronto diretto con un mercato (mobiliare) diverso dal suo mercato tradizionale di riferimento: ciò esige ... un impianto organizzativo specifico, una expertise particolare, risorse umane e tecnologiche qualificate, nonché una rete consultiva esterna specialistica, per poter affrontare con efficacia la competizione anche sul mercato mobiliare». JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., pag. 13.

²⁴¹ Cfr. HIGGINS MONICA C., GULATI RANJAY (2006), “Stacking the deck: the effects of top management background on investor decision”, op.cit.; LESTER RICHARD J., CERTO S. TREVIS, DALTON CATHERINE M., DALTON DAN R., CANNELLA ALBERT A. JR (2006), “Initial Public Offering Investor Valuations: An Examination of Top Management Team Prestige and Environmental Uncertainty”, *Journal of Small Business management*, n. 44, Issue 1.

Coloro i quali ricoprono “posizioni chiave” in azienda possono avvantaggiarsi, inoltre, frequentemente di piani di diffusione dell’azionariato a proprio favore²⁴², ottenendo parte della remunerazione sulla base delle performance di borsa dei titoli (*stock option*)²⁴³; ciò consente dunque di incrementarne la motivazione e la soddisfazione, grazie alla possibilità di partecipare direttamente ai risultati aziendali ai quali hanno contribuito²⁴⁴.

La presenza di piani di azionariato o di *stock option* contribuisce infatti, come noto, a ridurre i “costi di controllo”²⁴⁵, avvicinando gli obiettivi del management a quelli degli azionisti.

La funzione motivazionale ricercata nell’avvio di piani di azionariato può riguardare talvolta anche tutti i dipendenti e non solo quelli che ricoprono posizioni manageriali (anche a quelli facenti parte di altre aziende del gruppo), al fine di migliorarne il coinvolgimento nell’attività aziendale²⁴⁶.

Abbiamo già più volte segnalato inoltre come i “rapporti di forza” con categorie di *stakeholder* quali finanziatori, fornitori e clienti solitamente subiscano alcune modificazioni in seguito all’ingresso in borsa dell’azienda, con un aumento di

²⁴² Per ottenere e mantenere la qualifica di “STAR” e quindi quotarsi sul Segmento Titoli ad Alti Requisiti della Borsa Italiana è previsto esplicitamente l’obbligo di “prevedere che una parte significativa della remunerazione degli amministratori esecutivi e degli alti dirigenti, tenuto conto della loro posizione e del loro ruolo, sia costituita da emolumenti, anche sotto forma di *stock-option* o partecipazione agli utili, legati al raggiungimento di obiettivi individuali prefissati e/o ai risultati economici conseguiti dalla società”. Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana Spa.

²⁴³ Con riferimento al tema della remunerazione degli organi di governo e controllo delle società quotate si rimanda a GARZELLA STEFANO (2006), “Il sistema delle remunerazioni nella comunicazione d’azienda”, op.cit.

²⁴⁴ Cfr. RÖELL AILSA (1996), “The decision to go public: An overview”, op.cit.

²⁴⁵ Occorre precisare che sulla base della *Teoria dell’insieme dei contratti* i costi per risolvere i cosiddetti *costi di agenzia* fra azionisti e management scaturiscono dalla somma dei *costi di controllo* da parte degli azionisti e degli *incentivi* pagati ai manager a perseguire gli interessi dell’azienda. Nel momento in cui con la definizione di *incentivi* ai manager si contribuisce a ridurre i costi di controllo, di contro si aumentano i costi derivanti dagli incentivi quali le *stock option*. Si veda in proposito JENSEN MICHAEL C., MECKLING WILLIAM H. (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, op.cit.

²⁴⁶ È evidente che anche aziende non quotate possono procedere ad avviare piani di azionariato a favore dei propri dipendenti. Tuttavia per le aziende quotate l’esistenza di un mercato regolamentato sufficientemente liquido in cui scambiare i titoli aumenta i benefici connessi alla detenzione di azioni (ad esempio per la partecipazione ai dividendi e la detenzione di un patrimonio mobiliare), in quanto rende agevole il disinvestimento (ottenimento di *capital gain* e liquidabilità del patrimonio mobiliare).

“potere” da parte dell’impresa quotata. Nei confronti di tali categorie di soggetti l’azienda si presenta come un soggetto maggiormente noto, credibile, trasparente e controllato da organismi autorevoli ed indipendenti; la sua patrimonializzazione spesso (nei casi cioè di OPS o di offerte miste) risulta migliorata, così come il livello di indebitamento. Queste circostanze migliorano, come già evidenziato, il “capitale reputazionale” dell’azienda e conseguentemente ne fanno un interlocutore con cui molti soggetti terzi volentieri entrerebbero in contatto, per instaurare relazioni finanziarie, di fornitura, di lavoro ecc.

L’incrementato potere contrattuale che un’azienda quotata acquista nei confronti dei vecchi e dei nuovi stakeholder deve tuttavia essere rapportato all’aumento della capacità di *moral suasion* che questi ultimi acquisiscono invece verso l’azienda.

Infatti, gli *stakeholder* di un’azienda a capitale diffuso hanno, rispetto a quelli delle aziende “private”, la possibilità di influenzare e condizionare maggiormente il comportamento aziendale – “spingendolo” continuamente sulla frontiera della correttezza delle relazioni e della lealtà – in virtù della maggiore importanza che riveste, per una società quotata, mantenere un’immagine sana, solida e di buon funzionamento. La rapidità con cui si diffondono le notizie che concernono le aziende di maggiori dimensioni e quelle quotate – a causa del rilievo che rivestono per l’economia di un paese ed in generale per il benessere collettivo e conseguentemente per l’attenzione che prestano loro la stampa, i sindacati, le Istituzioni socio-politiche ecc. – richiede una gestione accorta ed estremamente prudente delle relazioni con tutti gli stakeholder al fine di impedire la diffusione di notizie spiacevoli o compromettenti²⁴⁷.

²⁴⁷ La Chirieleison evidenzia infatti come un danno che deriva da comportamenti socialmente non responsabili può determinare un danno significativo sull’economicità dell’azienda e come «quanto più l’azienda fa affidamento su valori come l’immagine, la fiducia, la collaborazione, tanto più grave sarà l’entità del danno. Un danno di questo tipo, infatti, va a colpire l’impresa nella sua dotazione più preziosa, cioè le sue risorse immateriali e in particolare quelle esterne. ... Da ciò possono conseguire effetti pesanti sui rapporti con i clienti (diminuendo la fiducia sul valore del marchio e generando una tangibile riduzione delle vendite e dei ricavi), con i fornitori (che potrebbero essere indotti a scindere i legami contrattuali o comunque ad essere meno fiduciosi sull’affidabilità dell’azienda), con i concorrenti (che potrebbero approfittarne per crearsi un vantaggio competitivo puntando sull’eticità dei

Per un'azienda infatti, soprattutto se quotata, avere più visibilità significa anche essere al centro di un sistema che si comporta come una “cassa di risonanza amplificata”, capace di trasmettere le informazioni relative ad eventuali comportamenti scorretti in tempi rapidi a tutti i soggetti interessati.

In caso di problemi nella gestione dei rapporti con alcuni *stakeholder*, quindi, è possibile che il disagio si propaghi più rapidamente anche alle altre categorie di interlocutori, rendendo di fatto più semplice il deterioramento rapido dell'immagine d'impresa.

Ricerche empiriche hanno verificato in proposito l'esistenza di una relazione fra la diffusione di una notizia di azioni non socialmente responsabili, scorrette o addirittura illegali ed una diminuzione del prezzo delle azioni quotate²⁴⁸.

In particolare, inoltre, il rapporto che un'azienda quotata instaura con la comunità finanziaria, intesa come il sistema di interlocutori che animano il mercato finanziario ormai globalizzato (istituzioni di vigilanza, intermediari, “produttori di informazione derivata”, aziende quotate, investitori, ecc.) è particolarmente delicato: il verificarsi anche da parte di una sola impresa di comportamenti socialmente irresponsabili, scorretti o addirittura contrari alla normativa nei confronti di una o più categorie di *stakeholder* rischia di incrinare profondamente l'immagine dell'intera comunità, con significative ricadute sulla sua legittimità e credibilità. Come evidenzia la Chirieleison, in particolare per un'azienda quotata, «l'implementazione di strategie sociali, quindi, potrebbe essere anche vista come una garanzia per l'investitore, oltre

propri comportamenti), con i finanziatori (in particolare in relazione all'emergere della cosiddetta “finanza etica”). Non meno gravi le conseguenze sulle risorse immateriali interne e principalmente sul sistema umano, con il deterioramento del clima aziendale, la perdita di motivazione sino ad arrivare al licenziamento di quei dipendenti che ritengono inconciliabile la propria morale con i comportamenti antisociali dell'azienda». Cfr. CHIRIELEISON CECILIA (2002), *Le strategie sociali nel governo dell'azienda*, op.cit., pagg. 97 e ss.

²⁴⁸ Cfr. DAVIDSON WALLACE N. III, WARREL DAN L. (1988), “The Impact of Announcements of Corporate Illegalities on Shareholder Returns”, *Academy of Management Journal*, 3; DAVIDSON WALLACE N. III, WARREL DAN L., LEE CHUN I. (1994), “Stock Market Reactions to Announced Corporate Illegalities”, *Journal of Business Ethics*, 13:12, December; FROOMAN JEFF (1997), “Socially Irresponsible and Illegal Behaviour and Shareholder Wealth: A Meta-Analysis of Event Studies”, *Business & Society*, 36:3, September.

che per la collettività, dal momento che contribuisce a ridurre il rischio di costi futuri legati alla creazione di esternalità negative»²⁴⁹.

Si pensi a quanto è accaduto in seguito a scandali finanziari come quello della Enron e di World Com negli Stati Uniti o di Parmalat, Cirio e Giacomelli in Italia; in questi casi citati le aziende hanno fatto un uso distorto della visibilità ottenuta anche grazie alla presenza sul listino ed il loro comportamento fraudolento ha avuto ripercussioni significative sulla credibilità dell'intero sistema finanziario internazionale.

La maggiore visibilità costituisce dunque un punto di forza che, tuttavia, può trasformarsi rapidamente in punto di debolezza, nei casi in cui la strategia sociale non venga opportunamente presidiata e gestita.

È evidente quindi che la politica di comunicazione aziendale ha un ruolo fondamentale per il sostegno della strategia sociale, in quanto costituisce un meccanismo che agevola le relazioni aziendali interne ed esterne, contribuisce alla creazione di credibilità e coesione intorno ai progetti dell'impresa e concorre a sostenere l'immagine sociale. Dell'importanza della comunicazione per un'azienda quotata abbiamo più volte avuto modo di dilungarci; in questa sede ci preme solo ricordare come tale aspetto risulti preminente anche con riferimento alle strategie in oggetto e come risulti essenziale valutare, prima dell'ingresso in borsa, l'efficacia del sistema di comunicazione aziendale, al fine, se necessario, di apportare i dovuti interventi per renderlo coerente con il ruolo essenziale che dovrà ricoprire²⁵⁰. Se dunque i cambiamenti che la quotazione determina alle strategie sociali si legano all'aumento di visibilità e di notorietà, al miglioramento dell'immagine e della reputazione, all'ottenimento di una maggiore legittimazione nei confronti delle parti sociali, di contro, ai fini della valutazione di fattibilità di tali cambiamenti, è opportuno analizzare attentamente gli sforzi, in termini di costi e di aumento della

²⁴⁹ CHIRIELEISON CECILIA (2002), *Le strategie sociali nel governo dell'azienda*, op.cit., pag. 99.

²⁵⁰ Con riferimento agli spunti che il tema della comunicazione aziendale ha offerto agli studi sulla strategia sociale si veda la review in INVERNIZZI GIORGIO (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, op.cit., pag. 177.

complessità, necessari per consentire di realizzare le modifiche necessarie alla strategia sociale operante e valutare le criticità che ne possono derivare.

Come già illustrato con riferimento agli altri quattro “elementi di osservazione” del modello di analisi proposto, anche per la strategia sociale, una volta definite e analizzate le principali questioni che concernono la modifica della strategia sociale di un’azienda che voglia quotarsi (Tabella 14), all’interno del processo di valutazione della possibilità di quotare l’azienda in borsa, è necessario far seguire all’analisi di fattibilità quella di economicità e di contributo allo sviluppo aziendale durevole ed evolutivo.

Tabella 14 – Evidenziazione di alcune delle questioni che concernono la modifica della strategia sociale di un’azienda che voglia quotarsi

Cambiamenti di tipo quantitativo	<ul style="list-style-type: none"> - attivazione di un nuovo canale di finanziamento - modifica dei rapporti con i finanziatori - riduzione dell’indebitamento - aumento del grado di patrimonializzazione - condizioni contingenti del mercato finanziario -
Cambiamenti di tipo qualitativo	<ul style="list-style-type: none"> - definizione di piani e programmi condivisibili - ricerca del sostegno del mercato - adeguatezza delle risorse ottenibili - costi competitivi -
Cambiamenti nei rapporti di forza con gli interlocutori	<ul style="list-style-type: none"> - nuove categorie di azionisti - bilanciamento di esigenze di remunerazione differenti - riferimento per la decisione dei dividendi distribuibili alle condizioni di mercato -

L’evidenziazione all’interno di una tabella che sintetizzi, da un lato, i profili e, dall’altro, le questioni significative che devono essere oggetto di analisi (Tabella 15) costituisce una guida per il percorso di analisi e dunque un ausilio per giungere ad un giudizio di convenienza supportato da una visione a tutto campo delle problematiche sociali connesse all’eventuale ingresso in borsa dell’azienda.

Tabella 15 – Schema di analisi dei cambiamenti alla strategia sociale di un’azienda che voglia quotarsi

Questioni oggetto di analisi	Cambiamenti di tipo quantitativo	Cambiamenti di tipo qualitativo	Cambiamenti nei rapporti di forza con gli interlocutori
Profili di analisi			
Fattibilità			
Economicità			
Rispondenza alle esigenze di sviluppo durevole dell’azienda			

La valutazione positiva della capacità di far fronte ai cambiamenti che la quotazione induce alla strategia sociale deve quindi successivamente lasciare spazio alla considerazione del contributo che tali innovazioni possono apportare all’economicità e alla crescita dell’azienda.

Nello svolgere un’analisi dei benefici di breve, medio e lungo termine connessi alla quotazione è opportuno ricordare che talvolta i benefici per il sistema aziendale possono non coincidere con quelli per i suoi interlocutori²⁵¹; si pensi ad esempio all’eventualità in cui si proceda con la quotazione consentendo la contendibilità del controllo prima saldamente detenuto nelle mani dei soci di maggioranza relativa attuali, oppure al caso in cui il processo di ingresso in borsa venga “accelerato”, sulla base di valutazioni che si discostano dai parametri di gestione efficiente, per consentire una maggior visibilità al management, oppure ancora a come diminuisce, tendenzialmente, il “potere contrattuale” degli enti creditizi e degli altri finanziatori in seguito alla quotazione.

Nel codice di autodisciplina le società quotate hanno ritenuto di evidenziare che gli amministratori devono agire e deliberare «perseguendo l’obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti»²⁵²; in quella sede, quindi, imprenditori e manager hanno concordato nel ritenere che la posizione di una categoria di

²⁵¹ Si vedano GUELFY SILVANO (2001), *La quotazione in Borsa*, op.cit., pagg. 330 e ss.

²⁵² COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2006), *Codice di Autodisciplina*, marzo.

stakeholder, gli azionisti, sia preminente rispetto a quella degli altri e debba costituire il “faro guida” dell’attività degli organi di gestione delle aziende quotate²⁵³.

Tuttavia, il ragionamento espresso dal Codice non contrasta con la considerazione che l’azienda, anche quella che decida di quotarsi, deve porsi nella prospettiva di bilanciare gli interessi degli *shareholder* con quelli degli altri *stakeholder*, posto che eventuali comportamenti ritenuti inadeguati nei confronti di questi ultimi sono in grado di condizionare la credibilità e l’economicità aziendale, il prezzo di borsa del titolo e conseguentemente anche gli interessi dei primi.

Dunque, direttamente o indirettamente è necessario sviluppare una strategia sociale “proattiva”²⁵⁴, che sia in grado in modo virtuoso di contribuire alla crescita futura del consenso nei confronti del progetto imprenditoriale. Talvolta, come ha affermato Invernizzi, «sono alcuni elementi della strategia sociale che vengono incorporati nella formula imprenditoriale competitiva, consentendo di conseguire un vantaggio concorrenziale: la politica ambientale sviluppata nell’ambito di una strategia sociale, per esempio, può costituire uno dei contenuti della politica pubblicitaria di una specifica strategia competitiva»²⁵⁵.

Come ricordato in precedenza, è evidente che l’aumento del numero degli interlocutori con cui relazionarsi, nonché l’incremento delle loro esigenze e della complessità gestionale che l’aumento quali-quantitativo di *stakeholder* implica, impongono il sostenimento di costi aggiuntivi per la gestione strategica del consenso sociale dell’azienda che voglia quotarsi. Si tratta spesso, come già evidenziato, di

²⁵³ È evidente quindi il riferimento alla visione “teoria classica” sulla responsabilità sociale d’impresa o *stockholder theory* che tradizionalmente fa riferimento al lavoro di Friedman del 1962; tale teoria sostiene che la responsabilità dell’impresa è generare valore per gli azionisti in modo che, indirettamente, si possa raggiungere anche il benessere degli altri stakeholder e della collettività in generale. In merito si veda FRIEDMAN MILTON (1962), *Capitalism and freedom*, University of Chicago Press, Chicago. Sul tema si rimanda, fra gli altri, anche a RAPPAPORT ALFRED (2001), *La strategia del valore*, Franco Angeli, Milano e MELIS ANDREA (2002), *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, op.cit., pagg. 22 e ss.

²⁵⁴ «La strategia sociale proattiva è ricca di contenuti che si traducono in un lucido progetto imprenditoriale, chiaramente esplicitato, intorno a cui si mobilitano le energie di tutti gli interlocutori. Tutte le risorse apportate (da quelle finanziarie a quelle naturali), secondo la natura propria di ciascuna, vengono valorizzate dalla strategia sociale di questo tipo, nel senso che il singolo interlocutore vede incrementato il valore della propria risorsa». INVERNIZZI GIORGIO (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, op.cit., pag. 192.

²⁵⁵ INVERNIZZI GIORGIO (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, op.cit., pag. 189.

costi “ricorrenti” che, quindi, in seguito all’ingresso in borsa ne condizioneranno periodicamente l’economicità.

Tuttavia abbiamo già ricordato come l’aumento del numero di interlocutori garantisca una maggiore visibilità e la possibilità di sfruttare in modo virtuoso i rapporti già instaurati per dar vita ad ulteriori relazioni. Ciò impone la necessità di coordinare attentamente le comunicazioni esplicite ed implicite dell’azienda, al fine di evitare di lanciare messaggi incoerenti o che possano essere interpretati in modo non univoco.

La quotazione apre anche, come detto, opportunità rilevanti per l’azienda che, in seguito all’ingresso in borsa, voglia fare successive offerte pubbliche di azioni. Il mercato finanziario diviene infatti per l’azienda quotata una nuova e “forte” controparte, dotata delle competenze necessarie per interfacciarsi con il management anche su questioni tecniche e complesse²⁵⁶.

In particolare, ogni volta che si vorrà far ricorso a nuove emissioni di titoli queste ultime dovranno essere valutate ed “accettate” da intermediari, analisti finanziari ed investitori²⁵⁷; perciò, è necessario provvedere ad una soddisfazione delle loro esigenze conoscitive, attivando un’attenta, continua e credibile comunicazione nei loro confronti²⁵⁸.

Se l’azienda riesce a sviluppare e consolidare rapporti virtuosi con la comunità finanziaria, quindi, l’impegno richiesto per la gestione costante delle relazioni diviene meno rilevante, richiede in misura minore l’intervento diretto dei vertici aziendali e può contribuire ad agevolare operazioni quali successivi aumenti di capitale, variazioni nella politica dei dividendi ecc.

²⁵⁶ «Si può ben asserire che lo sviluppo delle capacità di analisi e valutazione strategica delle aziende da parte del mercato finanziario, delle banche, dei rappresentanti dei lavoratori, degli ambientalisti e così via è un passaggio obbligato nel processo di maturazione di un capitalismo autenticamente democratico». CODA VITTORIO (1991), “Il problema della valutazione della strategia”, op.cit., pag. 94.

²⁵⁷ Cfr. DI STEFANO GIANCARLO, (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op.cit., pagg. 112 e ss.

²⁵⁸ Con riferimento alla reazione del mercato italiano agli annunci di aumenti di capitale da parte di società già quotate si veda DE VITO GIOVANNI, NAHMIJAS ALBERTO, PERA ALBERTO (1991), “La risposta del mercato agli aumenti di capitale: 1982-1988”, op.cit., pagg. 347 e ss.

Talvolta la maggiore visibilità che accompagna le più rilevanti operazioni realizzate dalle aziende quotate diventa un elemento che ne può limitare l'operare: abbiamo già ricordato che alcuni interlocutori (ad esempio le controparti di operazioni di acquisizione) possono rivelarsi meno disponibili ad iniziare trattative con aziende soggette a regimi di *disclosure* pressanti, preferendo mantenere il riserbo e la discrezione sulle proprie decisioni.

Anche dal punto di vista delle strategie sociali, dunque, la decisione sull'opportunità di quotare o meno l'azienda dovrà scaturire dalla valutazione sistematica sia di elementi favorenti sia di elementi ostativi, al fine di pervenire ad un giudizio in grado di cogliere entrambi, ma di far prevalere alla fine quegli aspetti che, in prospettiva, si stima avranno un rilievo maggiore.

È del tutto evidente, infine, che la decisione finale sarà il risultato di una valutazione di tipo sistemico, che prenda in considerazione i molteplici aspetti emersi nel corso del percorso di analisi tratteggiato nei precedenti paragrafi e che sia, pertanto, in grado di cogliere anche le interconnessioni fra aspetti ideologico-valoriali, finanziari, organizzativi, competitivi e sociali.

3.6. La valutazione dell'opzione della quotazione in ottica sistemica: il contributo all'economicità ed allo sviluppo durevole dell'azienda

La quotazione costituisce una scelta "deliberata" del soggetto economico che, consapevolmente, decide di mettere in discussione la formula imprenditoriale ed i modelli gestionali esistenti, le idee e le decisioni precedentemente assunte; il sistema aziendale, nel prepararsi a tale evento, deve attuare spesso numerosi e significativi cambiamenti di tipo economico finanziario, organizzativo, sociale, competitivo nonché ideologico valoriale. Notevoli modifiche all'assetto strategico aziendale, inoltre, seguono l'ingresso in borsa; in alcuni casi tali modifiche rappresentano le "determinanti" stesse della decisione e dunque effetti attesi dal soggetto decisore. L'ingresso in borsa rappresenta, quindi, una scelta strategica di fondamentale rilevanza, che interessa l'azienda nella sua globalità.

Negli studi più recenti sembra ormai condiviso che la quotazione possa, se adeguatamente preparata e gestita, rappresentare un incentivo per adottare modalità organizzative più strutturate, uno stimolo alla trasparenza e all'*accountability*, uno strumento di riequilibrio e rafforzamento dell'assetto finanziario, nonché un propulsore per i progetti di sviluppo aziendali. Il verificarsi di alcuni casi di *delisting* volontario dopo una breve permanenza in borsa, nonché la constatazione dell'esistenza di numerose realtà aziendali quotabili, inducono tuttavia a riflettere sul processo che, *ex-ante*, guida il soggetto economico verso la decisione di quotare o meno l'azienda.

Valutare una strategia implica l'esprimere un giudizio complesso sul contributo che ha dato, sta dando o potrebbe dare al conseguimento della prosperità, della vitalità e dello sviluppo duraturo dell'azienda. Nella prospettiva *ex-ante*, si tratta di esprimersi su "strategie intenzionali" con l'obiettivo di comprenderne l'opportunità in termini di fattibilità, economicità e capacità di contribuire allo sviluppo durevole dell'azienda. Nel caso di strategie intenzionali, quindi, la valutazione deve consentire una stima preventiva delle conseguenze che una decisione può avere sull'azienda, anche se queste ultime non sempre si possono esprimere con determinazioni quantitative ed in termini oggettivi.

La rilevanza della decisione di entrare o meno in borsa rende quindi importante valutare attentamente gli inevitabili cambiamenti che ne conseguono, al fine di gestirli in modo efficace. L'azienda è tenuta dunque a dedicare un tempo adeguato non solo all'implementazione delle modifiche da apportare²⁵⁹, ma anche a consentire la verifica della effettiva realizzazione di tali cambiamenti²⁶⁰.

²⁵⁹ «Il processo di cambiamento ... deve essere sostenuto per un arco temporale tale da permettere il consolidamento dei nuovi valori presso un gruppo sufficientemente ampio di persone. Nel corso del mutamento si vengono a determinare circostanze in cui, per motivi molteplici, si assiste ad un calo di tensione verso il nuovo e al riaffiorare della vecchia cultura. Proprio in questi momenti la determinazione del *top management* nel proseguire lungo il sentiero intrapreso diviene elemento decisivo». MOLTENI MARIO (1990), "Direzione aziendale e proprietà di fronte al cambiamento", in INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO, CORBETTA GUIDO, *Management imprenditoriale*, Franco Angeli, Milano, pag. 38.

²⁶⁰ «Managers may be tempted to declare victory with the first clear performance improvement. While celebrating a win is fine, declaring the war won can be catastrophic. Until changes sink deeply into a company's culture, a process that can take five to ten years, new approaches are fragile and subject to

Come è stato illustrato nel corso del lavoro, il giudizio su una strategia interessa tre diversi profili, tra loro collegati sulla base di un ordine sequenziale: la fattibilità, l'economicità e la rispondenza alle esigenze di sviluppo durevole dell'azienda.

La scelta di quotarsi deve innanzitutto essere "fattibile", cioè realizzabile almeno potenzialmente, con riferimento alle risorse disponibili, all'intervallo di tempo a disposizione per attuare i cambiamenti necessari, nonché alla complessità delle circostanze da affrontare. Nel caso di un giudizio positivo di fattibilità occorrerà valutare la capacità della quotazione di contribuire al raggiungimento ed al mantenimento dell'economicità. Nell'analisi del valore di una strategia è essenziale, inoltre, assumere una prospettiva che vada ben oltre il breve termine. Pertanto, occorrerà valutare se l'ingresso in borsa risponda anche alle esigenze di sviluppo a valere nel tempo dell'azienda; il cambiamento della formula imprenditoriale indotto dalla quotazione deve avvenire cioè nella direzione di un sostegno tangibile allo sviluppo aziendale, alla crescita lungo il sentiero di creazione di valore e dell'equilibrio economico durevole ed evolutivo.

Nel caso della quotazione l'attenzione sembra concentrarsi prevalentemente sugli aspetti economico finanziari connessi all'ingresso in borsa. Tuttavia, per quanto sin qui detto, il percorso valutativo che considera quasi ultimi quali unici elementi in grado di condizionare l'opinione del decisore si rivela evidentemente inadeguato.

La quotazione influenza l'intero sistema aziendale e può portare rilevanti conseguenze di tipo finanziario ma, non solo. Nella valutazione strategica dell'ingresso in borsa, dunque, la prospettiva da assumere dovrebbe avere una valenza d'insieme.

Il modello da noi proposto per analizzare la quotazione in borsa è stato almeno in parte mutuato dallo schema, consolidato in dottrina, che rappresenta il sistema delle strategie a livello aziendale e che si articola in quattro sottosistemi, fra loro coordinati ed interrelati: strategia organizzativa, strategia economico finanziaria,

regression». KOTTER JOHN P. (1995), "Leading Change: Why Transformation Efforts Fail", op.cit., pag. 66.

strategia sociale, strategia competitiva. Tali sottosistemi sono tutti inevitabilmente coinvolti nel processo di cambiamento indotto dalla quotazione, facendo sorgere l'esigenza di esprimere una valutazione sistemica.

La quotazione, come abbiamo avuto modo di evidenziare in precedenza, a nostro parere, può essere quindi prospettata anche quando l'azienda goda di una posizione finanziaria equilibrata e, più in generale, quando si riscontri l'assenza di problematiche rilevanti dal punto di vista finanziario. È importante, infatti, che l'azienda non rinunci a considerare opzioni come la quotazione, in grado in astratto di contribuire al virtuoso e durevole sviluppo, solo perché, al momento, non si incontrano impellenti necessità finanziarie o, in generale, altre situazioni di "difficoltà".

Un ulteriore "elemento di osservazione" da considerare nel modello di analisi è rappresentato dal sistema ideologico-valoriale dell'azienda. Nel caso della quotazione in borsa infatti, come abbiamo in precedenza messo in evidenza, il timore di perdere il controllo dell'azienda, la retrosia a condividere il processo decisionale con altri soggetti estranei al nucleo imprenditoriale, la volontà di mantenere il riserbo su dati ed informazioni considerate determinanti per mantenere il vantaggio competitivo ed altro ancora, possono indurre il soggetto economico ad escludere tale opzione, senza valutare compiutamente l'opportunità di accedere al mercato di Borsa.

Il superamento di eventuali "blocchi" psicologici del soggetto economico è dunque una fase decisiva. Una scelta rilevante come quella che concerne l'ingresso o meno dell'azienda in borsa non dovrebbe, a parere di chi scrive, essere preclusa a priori all'azienda solo per preservare alcune "posizioni" consolidate.

Lo schema di valutazione strategica della quotazione è dunque rappresentabile come in Tabella 16. Le colonne della tabella rappresentano i cinque "elementi di osservazione" (sistema ideologico valoriale, strategia economico finanziaria, strategia organizzativa, strategia competitiva e strategia sociale), mentre le righe i "profili di analisi" (fattibilità, economicità e rispondenza alle esigenze di sviluppo durevole dell'azienda).

Tabella 16 - La valutazione strategica della quotazione: lo schema di analisi

Elementi di osservazione	Sistema ideologico valoriale	Strategia economico finanziaria	Strategia organizzativa	Strategia competitiva	Strategia sociale
Profili di analisi					
Fattibilità					
Economicità					
Rispondenza alle esigenze di sviluppo durevole dell'azienda					

Con riferimento al singolo “elemento di osservazione”, il superamento dell’analisi di fattibilità, nonché il *trade-off* fra onerosità stimata e benefici di breve, medio e lungo termine attesi dovrebbe guidare verso un primo giudizio sull’opportunità della quotazione in borsa.

Al momento della decisione finale tutte le eventuali questioni emerse durante l’analisi dovrebbero avere lo stesso rilievo ed essere adeguatamente apprezzate. L’esigenza di semplificare il processo di analisi e valutazione giustifica, a nostro parere, una iniziale visione separata dei cinque “elementi di osservazione” individuati, la quale si rivela di grande ausilio per individuare le diverse problematiche ed opportunità che, con riferimento a ciascun sottosistema di strategie, possono emergere. Tuttavia, assumere infine una prospettiva complessiva si rende necessario in quanto, come già più volte ricordato e come risulta ormai evidente, i cinque elementi considerati sono tutti reciprocamente interrelati e, dunque, una visione settaria discosta l’analisi e le relative conclusioni dalla realtà.

Non si sarà infatti sorpreso il lettore se, durante la trattazione, alcuni aspetti sono stati affrontati con riferimento a più di una prospettiva di osservazione; tale circostanza deriva infatti dall’esigenza di sviluppare il percorso valutativo della possibilità e dell’opportunità di quotare l’azienda in borsa da molteplici punti di vista e deve, quindi, essere interpretato come lo sforzo concreto di indagare la problematica in oggetto in una visione poliedrica.

A seguito del processo di valutazione dei cinque “elementi di osservazione” è indispensabile quindi assumere una prospettiva sistemica, in cui la riflessione tende a concentrarsi sul tutto e non sulle singole parti del modello. Ne scaturirà, quindi, una attenta riflessione che si basa su una visione a tutto campo della complessità della problematica e che spinge, anche in virtù dell’esplosione delle direttrici di analisi, a considerare anche aspetti che, ad un primo esame, possono sfuggire al decisore.

L’ottenimento di nuove risorse finanziarie dalla quotazione può servire infatti per riequilibrare la struttura finanziaria ma anche, ad esempio, per finanziare nuovi business o per l’internazionalizzazione; in questi ultimi casi gli aspetti finanziari si collegano con quelli competitivi (coordinare i business, destinare le risorse ecc.), con quelli organizzativi (definire la struttura organizzativa, creare nuove strutture ecc.) e con quelli sociali (individuare nuovi interlocutori e gestire i rapporti ecc.).

Il percorso valutativo può condurre ad esiti divergenti con riferimento ad alcuni elementi di osservazione; la sintesi finale, dunque, consente di considerare, in virtù del quadro generale di cui si dispone, non solo le interrelazioni esistenti fra gli elementi, ma anche di attribuire diversi “ordini di priorità” alle opportunità e criticità individuate, al fine di far prevalere o soccombere alcune esigenze rispetto alle altre.

Non è da escludere, tuttavia, che le analisi conducano invece ad una piena concordia delle valutazioni e che si delinei, quindi, un quadro assolutamente favorevole o, viceversa, contrario alla opportunità di quotare l’azienda in borsa.

Il soggetto economico quindi, alla fine del percorso di valutazione, avrà a sua disposizione numerose informazioni utili per formarsi un’idea ed assumere una decisione “consapevole”, che si basa sull’analisi di diversi elementi, secondo un percorso strutturato, che cerca di prevedere gli effetti futuri con una prospettiva non solo di breve ma soprattutto di medio-lungo periodo.

La logica sottesa nel giudizio di convenienza, tuttavia, potrà apparire all’osservatore esterno indeterminata e permeata da considerazioni soggettive. La decisione finale potrà infatti anche discostarsi da quelle che sono le risultanze della

valutazione di sintesi²⁶¹, senza comunque togliere valore all'analisi svolta ed alla metodologia di studio seguita. Inoltre, a prescindere dal successivo ingresso in borsa, l'azienda potrebbe ritenere comunque opportuni alcuni degli interventi necessari emersi dall'analisi effettuata e decidere, quindi, di realizzarli. L'utilità di un percorso di analisi strategica accurato come quello delineato è in grado, infatti, a giudizio di chi scrive, di apportare un rilevante contributo al processo valutativo, a prescindere dalla effettiva decisione finale di accedere alla borsa.

²⁶¹ Cfr. INVERNIZZI GIORGIO (1990), *Evoluzione dell'assetto economico e governo dell'impresa*, in INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica. Strumenti per valutare posizione competitiva, vulnerabilità, patrimonio intangibile*, op.cit., pag. 41; MIOLO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, op.cit., pag. 50.

BIBLIOGRAFIA

- AGUILERA RUTH V., CUERVO-CAZURRA ALVARO (2004), “Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?”, *Organization Studies*, vol. 25, issue 3, 417-445
- AGUILERA RUTH V., WILLIAMS CINTHIA A., CONLEY JOHN M., RUPP DEBORAH (2006), “Corporate Governance and Social Responsibility: a comparative analysis of the UK and the US”, *Corporate Governance*, Vol. 14, Issue 3, May, 147-158
- AIFI (1997), *Medie imprese, familiari, capitale di rischio e quotazione*, Quaderno n. 5, Guerini e Associati, Milano
- AIROLDI GIUSEPPE (1980), *I sistemi direzionali*, Giuffrè, Milano
- AIROLDI GIUSEPPE, FORESTIERI GIANCARLO (1998), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, ETAS, Milano
- AKERLOF GEORGE A. (1970), “The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, August, 488-500
- ALEOTTI ALESSANDRO (1990), *Borsa e Industria. 1861-1989: cento anni di rapporti difficili*, Edizioni di Comunità, Milano
- ALLEGRI MARCO, NINCI EMANUELE (2006), “La rivoluzione IAS/IFRS sui risultati delle imprese”, in *Amministrazione & Finanza*, n. 1, 15-19
- ALVINO FEDERICO (2001), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, Giappichelli, Torino
- AMADUZZI ALDO (1963), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, UTET, Torino
- AMADUZZI ALDO (1964), *Osservazioni intorno al concetto di «dimensione aziendale»*, Giuffrè, Milano

- AMATORI FRANCO, COLLI ANDREA (2001), “Corporate governance: the Italian story”, *Quaderno di Ricerca dell'Istituto di Storia Economica*, Bocconi, Maggio, n. 1
- AMIGONI FRANCO (1979), *I sistemi di controllo direzionale*, Giuffrè, Milano
- AMODEO DOMENICO (1976), *Le gestioni industriali produttrici di beni*, V Edizione, UTET, Torino
- AMOROSINO SANDRO, RABITTI BEDOGNI CARLA (a cura di) (2004), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano
- ANG JAMES, BRAU JAMES C. (2002), “Firm transparency and the costs of going public”, *The Journal of Financial Research*, Vol. XXV, n. 1, Spring, 1-17
- ANSOFF H. IGOR (1980), *Management strategico*, ETAS, Milano
- ANTONELLI VALERIO (1997), *Il costo delle strategie. Aspetti evolutivi della gestione e determinazioni quantitative*, Giappichelli, Torino
- ARGYRIS CHRIS (1977), “Double loop learning in organizations”, *Harvard Business Review*, September-October, 115-125
- AZZONE GIOVANNI (2000), *Innovare il sistema di controllo di gestione*, 2° edizione, ETAS, Milano
- BALATBAT MARIA C.A., TAYLOR STEPHEN L., WALTER TERRY S. (2004), “Corporate governance, insider ownership and operating performance of Australian initial public offerings”, *Accounting and Finance*, 44, 299-328
- BANCA D'ITALIA (2006), *Considerazioni finali dell'anno 2005*, Roma, 31 maggio
- BANNOCK GRAHAM (2002), “Financial services regulation: controlling the costs”, *The Financial Regulator*, vol. 6, n. 4, 31-35
- BARCA FABRIZIO, BIANCO MAGDA, CANNARI LUIGI, CESARI RICCARDO, GOLA CARLO, MANITTA GIUSEPPE, SALVO GIORGIO, SIGNORINI LUIGI (1994), *Proprietà, modelli di controllo e riallocazione delle imprese industriali italiane*, Il Mulino, Bologna
- BARRY CHRISTOPHER B., MUSCARELLA CHRIS J., PEAVY JOHN W. III, VETSUYPENS MICHAEL R. (1990), “The role of venture capital in the

- creation of public companies. Evidence from the going-public process”, *Journal of Financial Economics*, n. 27, 447-471
- BARUCCI EMILIO (2006), *Mercato dei capitali e corporate governance in Italia*, Carocci Editore, Roma
- BASTIA PAOLO (2004), “Il sistema di controllo interno nella governance delle imprese italiane”, in SALVIONI DANIELA (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, Franco Angeli, Milano
- BEATTY RANDOLPH P., WELCH IVO (1996), “Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 39, n. 2, October, 545-602
- BELCREDI MASSIMO, GUALTIERI PAOLO (1995), “Gli effetti della quotazione. Un’indagine empirica sulle società entrate in borsa nel periodo 1985-1990”, in *Banche e Banchieri*, n. 2, 145-160
- BERGAMIN BARBATO MARIA (1991), *Programmazione e controllo in un’ottica strategica*, UTET, Torino
- BERLE ADOLF A., MEANS GARDINER C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York (Trad. It. BERLE ADOLF, MEANS GARDINER C. (1966), *Società per azioni e proprietà privata*, Einaudi, Torino)
- BERRETTI CLAUDIO, DI MASSA FERNANDA, FARINA ANNA, ORSINI EMILIA, PELLIZZONI ENRICO (2002), “Attività, tempi e costi del processo di quotazione: un’analisi empirica per il periodo 1999-2001”, Borsa Italiana e Tamburi & Associati, Febbraio
- BERTINI UMBERTO (1969), *Introduzione allo studio dei rischi nell’economia aziendale*, Colombo Corsi, Pisa
- BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d’azienda*, Servizio editoriale universitario di Pisa, Pisa
- BERTINI UMBERTO (1990), *Scritti di politica aziendale*, Giappichelli, Torino

- BERTINI UMBERTO (1991), “Creatività e gestione strategica delle imprese”,
Creatività e sviluppo delle imprese, Giuffrè, Milano
- BERTINI UMBERTO (1995), *Scritti di Politica Aziendale*, III^a edizione ampliata,
Giappichelli, Torino
- BIANCHI MARTINI SILVIO (1993), *Politica finanziaria d'azienda*, Il Borghetto,
Pisa
- BIANCHI MARTINI SILVIO (1996), *La politica dei rischi nel sistema delle
decisioni finanziarie d'azienda*, Il Borghetto, Pisa
- BIANCHI MARTINI SILVIO, CINQUINI LINO, DI STEFANO GIANCARLO,
GALEOTTI MICHELE (2000), *Introduzione alla valutazione del capitale
economico*, Franco Angeli, Milano
- BIANCHI MARTINI SILVIO (2001), *Idee e strategia: modelli di analisi e schemi
interpretativi dell'azienda-pensiero*, Il Borghetto, Pisa
- BIANCHI MARTINI SILVIO (2005), *Introduzione all'analisi strategica
dell'azienda*, Il Borghetto, Pisa
- BIANCHI MARTINI SILVIO, DI STEFANO GIANCARLO, ROMANO GIULIA
(2006), *La corporate governance delle società quotate. Tra best practice
internazionali e tradizioni aziendali italiane*, Franco Angeli, Milano
- BIANCO MAGDA, CASAVOLA PAOLA (1999), “Italian corporate governance:
Effects on financial structure and firm performance”, *European Economic
Review*, n. 43, 1057-1069
- BLACK BERNARD S., GILSON RONALD J. (1998), “Venture capital and the
structure of capital markets: banks versus stock markets”, *Journal of
Financial Economics*, Vol. 47, 243-277
- BODNARUK ANDRIJ, KANDEL EUGENE, MASSA MASSIMO, SIMONOV
ANDREI (2004), “Shareholder diversification and IPOs”, *CEPR Discussion
Paper*, n. 4820
- BOEHMER EKKEHART, LJUNGQVIST ALEXANDER P. (2001), “The choice of
outside equity: An explanatory analysis of privately held firms”, mimeo, draft
April, 11

- BONACCORSI DI PATTI EMILIA (1999), “Fa bene quotarsi? Un confronto tra società quotate e non”, *Banca impresa e società*, Anno XVIII, n. 2, agosto, 315-345
- BONICALZI FABIO (2006), “Le stock option e la manovra finanziaria bis”, *Amministrazione & Finanza*, 18, 16-20
- BORSA ITALIANA (2003), *Guida al sistema di controllo di gestione*, Listing Guides, aprile
- BORSA ITALIANA (2003), *Guida al piano industriale*, Listing Guides, luglio
- BORSA ITALIANA (2004), *Guida alla valutazione*, Listing Guides, aprile
- BORSA ITALIANA (2005), *QMAT – Quotation Management Admission Test*, Versione Italiana
- BORSA ITALIANA (2006), *La corporate governance nelle società dell'indice S&P/MIB. Analisi dello stato di adeguamento al codice di autodisciplina*, settembre
- BRAU JAMES C., FAWCETT STANLEY E. (2006), “Initial Public Offering: An Analysis of Theory and Practice”, *The Journal of Finance*, Vol. LXI, n. 1, February, 399-436
- BREALEY RICHARD A., MYERS STEWARD C., SANDRI SANDRO (1999), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano
- BRUNETTI GIORGIO (1974), *Le decisioni finanziarie nell'economia d'impresa*, Franco Angeli, Milano
- BRUNETTI GIORGIO (1979), *Il controllo di gestione in condizioni ambientali perturbate*, Franco Angeli, Milano
- BRUNETTI GIORGIO (1989), “La finanza d'impresa: decisioni e comportamenti nell'attuale contesto economico”, in CORNO FABIO (a cura di), *L'eccellenza nella gestione delle risorse finanziarie*, Cedam, Padova
- BRUNETTI GIORGIO (1997), “Il funzionamento del Consiglio di amministrazione nella realtà italiana: problemi e prospettive sulla base di alcune evidenze empiriche”, in MOLTENI MARIO (a cura di), *I sistemi di corporate governance nelle grandi imprese italiane*, EGEA, Milano

- BRUNETTI GIORGIO (2002), “Prefazione”, in RAVASI DAVIDE, ZATTONI ALESSANDRO, BRUNI MASSIMILIANO, *Gruppi di imprese, quotazioni e privatizzazioni. La discontinuità negli assetti istituzionali*, EGEA, Milano
- BRUSA LUIGI, GUELFY SILVANO, ZAMPOGNA LUCIANA, *Finanza d’impresa. Logiche e strumenti di gestione finanziaria per creare valore*, ETAS, Milano
- BUBBIO ALBERTO (2003), “Prefazione”, in BORSA ITALIANA, *Guida al sistema di controllo di gestione*, aprile
- BUBBIO ALBERTO (2006), “Gli investimenti, colonne portanti della creazione di valore”, *Amministrazione & Finanza*, 20, 23-26
- BURTON BRUCE, HELLIAR CHRISTINE, POWER DAVID (2004), “The Role of Corporate Governance in the IPO Process: a note”, *Corporate Governance: An International Review*, Volume 12, Number 3, July, 353-360
- BUZZACCHI LUIGI, PAGNINI MARCELLO (1995), “Diritti di proprietà e mercati interni dei capitali nel modello d’impresa italiana”, *L’Industria*, anno XVI, n. 3, luglio-settembre, 503-525
- CAI JUN, WEI JOHN K.C. (1997), “The investment and operating performance of Japanese initial public offerings”, *Pacific-Basin Finance Journal*, n. 5, 389-417
- CAMMARATA STEFANIA (2002), “Interventi del Sarbanes-Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate statunitensi”, *Archivio CERADI*, Dicembre
- CAMPBELL ANDREW, GOOLD MICHAEL, ALEXANDER MARCUS (1995), “Corporate Strategy: The Quest for Parenting Advantage”, *Harvard Business Review*, March-April
- CANZIANI ARNALDO (1984), *La strategia aziendale*, Giuffrè, Milano
- CARAMIELLO CARLO (1993), *Indici di bilancio. Strumenti per l’analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano
- CARDIA LAMBERTO (2006), *Audizione del Presidente della Consob. Indagine conoscitiva sulle questioni attinenti all’attuazione della Legge 28 dicembre*

- 2005, n. 262, recante “Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari, Senato della Repubblica, 6^a Commissione permanente (Finanze e Tesoro), Roma, 27 settembre
- CARLESI ADA (1990), *Il problema finanziario nell’economia della nuova impresa*, Torino, Giappichelli
- CARROL ARCHIE B. (1989), *Business and Society: Ethics and stakeholder Management*, South Western, Cincinnati
- CASSANDRO PAOLO EMILIO (1982), *Trattato di ragioneria*, Cacucci Editore, Bari
- CATTANEO MARIO (1963), *Le imprese di piccole e medie dimensioni: tratti caratteristici con particolare riguardo all’economia delle imprese operanti nelle aree sottosviluppate*, Istituto editoriale Cisalpino, Milano
- CATTANI GINO (1998), “Il controllo strategico come strumento per il rinnovamento della formula imprenditoriale”, *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, Settembre-Ottobre, 427-443
- CEARNS KATHRYN (2006), “The First Year of IFRS in Europe: Lessons learned and challenger still to come”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, September, 335-337
- CECCHERELLI ALBERTO (1955), *Istituzioni di ragioneria*, Le Monnier, Firenze
- CHANEY PAUL K., LEWIS CRAIG M. (1998), “Income smoothing and underperformance in initial public offering”, *Journal of Corporate Finance*, n. 4, 1-29
- CHEMMANUR THOMAS J., FULGHIERI PAOLO (1999), “A Theory of the Going-Public Decision”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 12, n. 2, Summer, 249-279
- CHERUBINI UMBERTO, RATTI MARCO (1991), *Quanto valgono le matricole? L’underpricing nelle prime quotazioni: teorie economiche e analisi empirica*, in PENATI ALESSANDRO (a cura di), *Il rischio azionario e la borsa. Un’analisi del funzionamento del mercato italiano*, EGEA, Milano

- CHIARUTTINI STEFANIA (2004), *Consulenza Tecnica per la Procura della repubblica del Tribunale di Milano "Gruppo Parmalat". Profili di falsità dei bilanci*, Milano, 7 giugno
- CHIRIELEISON CECILIA (2002), *Le strategie sociali nel governo dell'azienda*, Giuffrè, Milano
- CINQUINI LINO (1997), *Strumenti per l'analisi dei costi Vol. 1*, Giappichelli, Torino
- COCHRAN PHILIP L., WOOD ROBERT A. (1984), "Corporate Social Responsibility: toward the Moral Management of Organizational Stakeholders", *Business Horizons*, vol. 34, n. 4
- CODA VITTORIO (1967), *Proprietà, lavoro e potere di governo dell'impresa*, Giuffrè, Milano
- CODA VITTORIO (1968), "Sull'attività di direzione dell'impresa", *Rivista internazionale di scienze economiche e commerciali*, n. 1, 53-73
- CODA VITTORIO (1970), "L'informativa degli azionisti in una prospettiva ideale", *Rivista dei dottori commercialisti*, 681-690
- CODA VITTORIO (1973), *Progettazione delle strutture organizzative*, Franco Angeli, Milano
- CODA VITTORIO (1976), "Aree critiche e rischio del finanziatore", *Ricerche economiche*, n. 1
- CODA VITTORIO (1984), "La valutazione della formula imprenditoriale", *Sviluppo e Organizzazione*, n. 82, 7-22
- CODA VITTORIO (1984), "La valutazione della solvibilità a breve termine", in BRUNETTI GIORGIO, CODA VITTORIO, FAVOTTO FRANCESCO, *Analisi, previsioni e simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, ETAS, Milano
- CODA VITTORIO (1984), "Valori imprenditoriali e successo dell'impresa", in AA. VV., *Valori imprenditoriali e successo aziendale*, Giuffrè, Milano
- CODA VITTORIO (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, UTET, Torino

- CODA VITTORIO (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Giappichelli, Torino
- CODA VITTORIO (1991), "Il problema della valutazione della strategia", in GOZZI ANTONIO (a cura di), *La definizione e la valutazione delle strategie aziendali. Criteri, metodi, esperienze*, ETAS, Milano
- CODA VITTORIO (1998), "Responsabilità degli amministratori e direttori, Sistemi di Controllo Interno e *Internal Auditing*", in MOLTENI MARIO (a cura di), *Verso una nuova concezione di Internal Auditing*, EGEA, Milano
- CODA VITTORIO (2004), "Responsabilità sociale e strategia dell'impresa", Università Bocconi, mimeo
- COLLIS DAVID J., MONTGOMERY CYNTHIA A. (1999), *Corporate strategy*, McGraw-Hill, Milano
- COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2006), *Codice di Autodisciplina*, marzo
- COMMITTEE ON COST, CONCEPTS AND STANDARD (1952), "Report", *The Accounting Review*, vol. XXVII, n. 2, New York
- CONSOB (2004), *Relazione annuale della Consob per l'anno 2003*, Roma
- CORBETTA GUIDO (1988), "Caso Costa: la famiglia, l'azienda", Istituto di Economia Aziendale G. Zappa, Università L. Bocconi, Milano
- CORBETTA GUIDO (1995), *Le imprese familiari: caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*, EGEA, Milano
- CORBETTA GUIDO, TOMASELLI SALVATORE (1996), "Boards of Directors in Italian Family Businesses", *Family Business Review*, Vol. 9, n. 4, Winter, 403-421
- CORNO FABIO (1989), "Introduzione", in CORNO FABIO (a cura di), *L'eccellenza nella gestione delle risorse finanziarie*, Cedam, Padova
- CORSI KATIA (2004), "Il controllo dei bilanci e il ruolo della società di revisione", in DEMARTINI PAOLA (a cura di), *Informazione, Imprese e Mercati finanziari efficienti*, Franco Angeli, Milano

- CORTICELLI RENZO (1973), *I giudizi di convenienza in economia aziendale*, Colombo Cursi, Pisa
- CORTICELLI RENZO (1979), *La crescita dell'azienda*, Giuffrè, Milano
- CORVI ELISABETTA (1994), *Immagine e trasparenza nella gestione dell'impresa*, Torino, UTET
- CORVI ELISABETTA (2000), *Comunicazione d'impresa e investor relation: la gestione della comunicazione economico finanziaria*, EGEA, Milano
- CORVINO ANTONIO (2006), "Le attività immateriali", in AZZALI STEFANO et al., *Principi contabili internazionali*, Giappichelli, Torino
- CORVIN SHANE A., HARRIS JEFFREY H. (2001), "The Initial Listing Decision of Firms that Go Public", *Financial Management*, Spring, 35-55
- DALLE VEDOVE FRANCESCO, GIUDICI GIANCARLO, RANDONE PIER ANDREA (2005), "The evolution of Initial Public Offerings in Italy", *BIItNotes* n° 14, Giugno
- DALLOCCIO MAURIZIO, SALVI ANTONIO (2005), *Finanza d'Azienda*, 2^a edizione, EGEA, Milano
- DAVIDSON WALLACE N. III, WARREL DAN L. (1988), "The Impact of Announcements of Corporate Illegalities on Shareholder Returns", *Academy of Management Journal*, 31, 195-200
- DAVIDSON WALLACE N. III, WARREL DAN L., LEE CHUN I. (1994), "Stock Market Reactions to Announced Corporate Illegalities", *Journal of Business Ethics*, 13:12, December, 979-987
- DECHOW PATRICIA M., SLOAN RICHARD G., SWEENEY AMY P. (1996), "Causes and Consequences of Earning Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, N. 1, Spring, 1-36
- DE CICCIO ROBERTO (2005), "Il collegio sindacale e la corporate governance: confronto tra Italia e altri paesi. Il caso delle banche", in BARAVELLI

- MAURIZIO, VIGANÒ ALFREDO (a cura di), *Il Collegio sindacale nelle banche*, Bancaria Editrice, Roma
- DEGEORGE FRANÇOIS, ZECKHAUSER RICHARD (1993), “The reverse LBO Decision and Firm Performance: Theory and Evidence” *Journal of Finance*, 48, 1323-1348
- DEL BENE LUCA (2005), *Aziende familiari: tra imprenditorialità e managerialità*, Giappichelli, Torino
- DEL GIUDICE ROBERTO, GERVASONI ANNA (2002), *Finanziarsi con il venture capital*, ETAS, Milano
- DE MARI MICHELE (2005), *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Giappichelli, Torino
- DEMATTE' CLAUDIO, PERRETTI FABRIZIO (a cura di) (2003), *Strategie di internazionalizzazione*, EGEA, Milano
- DEPPERU DONATELLA (1993), *L'internazionalizzazione delle piccole e medie imprese*, EGEA, Milano
- DESSY ALBERTO, GERVASONI ANNA, VENDER JODY (1989), *Le piccole e medie imprese e il capitale di rischio*, EGEA, Milano
- DESSY ALBERTO, VENDER JODY (a cura di) (2001), *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, EGEA, Milano
- DEVECCHI CLAUDIO, ANTOLDI FABIO, CIFALINÒ ANTONELLA (2003), *La quotazione delle imprese. Cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali*, McGraw-Hill, Milano
- DE VITO GIOVANNI, NAHMIJAS ALBERTO, PERA ALBERTO (1991), “La risposta del mercato agli aumenti di capitale: 1982-1988”, in PENATI ALESSANDRO (a cura di), *Il rischio azionario e la borsa. Un'analisi del funzionamento del mercato italiano*, EGEA, Milano
- DI LAZZARO FABRIZIO (2003), *La performance del valore*, Giappichelli, Torino
- DI STEFANO GIANCARLO (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano

- DOIDGE CRAIG, KAROLYI G. ANDREW, STULZ RENÉ M. (2004), “Why do countries matter so much for corporate governance?”, *ECGI Finance working paper* n. 50, September
- DONALDSON GORDON (1963), “Financial Goals: Management versus Stockholders”, *Harvard Business Review*, May-June, 116-129
- DONALDSON THOMAS, PRESTON LEE (1995), “The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications”, *Academy of Management Review*, vol. 20, n.1, 65-91
- DONNA GIORGIO (1992), *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, Giuffrè, Milano
- DONNA GIORGIO (1999), *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci Editore, Roma
- DONNA GIORGIO (2003), *L'impresa multibusiness*, EGEA, Milano
- DRAGONI GIANNI (2006), “«In Borsa per crescere»”, *Il Sole 24 Ore*, 23 gennaio
- DRAHO JASON (2004), *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham, UK
- ERNST & YOUNG (2003), “Ipo: a route to growth? Class tracking 1998-2002”, www.ey.com
- FABBRI ANDREA (1998), “Situazioni di criticità e problemi di governance relativi alle società quotate italiane”, in AIROLDI GIUSEPPE, FORESTIERI GIANCARLO, *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, ETAS, Milano
- FABRIZIO STEFANO (1998), “Le prospettive di crescita del mercato azionario italiano”, in *Rivista AIAF*, n. 27, luglio, 5-19
- FABRIZIO STEFANO, SAMÀ MARIANNA (2001), “Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long-run underperformance”, *Quaderni di Finanza*, n. 44 Consob

- FABRIZIO STEFANO (2004), “La disciplina dell’informazione societaria. Analisi economica e regolamentare” in AMOROSINO SANDRO, RABITTI BEDOGNI CARLA (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano
- FAMA EUGENE F., FRENCH KENNETH R. (2004), “New lists: Fundamentals and survival rates”, *Journal of Financial Economics*, 73, 229-269
- FAVOTTO FRANCESCO, GOZZI ANTONIO (1991), *Introduzione*, in GOZZI ANTONIO (a cura di), *La definizione e la valutazione delle strategie aziendali. Criteri, metodi, esperienze*, ETAS, Milano
- FERRARI GIAMPAOLO (1992), *Il giudizio sulla quotazione di un gruppo di “matricole”*, in MASSARI MARIO (a cura di), *Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia*, Il Sole 24 ore Libri, Milano
- FERRARIS FRANCESCHI ROSELLA (2000), “L’azienda: caratteri discriminanti, criteri di gestione, strutture e problemi di governo economico”, in CAVALIERI ENRICO, FERRARIS FRANCESCHI ROSELLA, *Economia Aziendale vol. I*, Giappichelli, Torino
- FERRARIS FRANCESCHI ROSELLA (2005), “L’azienda: caratteri discriminanti, criteri di gestione, strutture e problemi di governo economico”, in CAVALIERI ENRICO, FERRARIS FRANCESCHI ROSELLA, *Economia Aziendale vol. I II edizione*, Giappichelli, Torino
- FERRERO GIOVANNI (1966), *La valutazione economica del capitale d’impresa*, Giuffrè, Milano
- FERRERO GIOVANNI (1981), *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano
- FERRERO GIOVANNI (1987), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano
- FESE, *Monthly Statistics*, January 2006
- FIORI GIOVANNI, TISCINI RICCARDO (a cura di) (2005), *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell’informativa aziendale*, Franco Angeli, Milano
- FORESTIERI GIANCARLO (1998), “La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura”, in AIROLDI GIUSEPPE, FORESTIERI

- GIANCARLO (1998), *Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, ETAS, Milano
- FORESTIERI GIANCARLO, MOTTURA PAOLO (2002), *Il sistema finanziario*, EGEA, Milano
- FORESTIERI GIANCARLO, LAZZARI VALTER (a cura di) (2003), *Il finanziamento delle imprese. Quale futuro?*, Bancaria Editrice, Roma
- FRANKS JULIAN R., SCHAFER STEPHEN M., STAUNTON MICHAEL D. (1998), "The direct and compliance costs of financial regulation", *Journal of banking & Finance*, 21, 1547-1572
- FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2003), "La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane", *Bitnotes*, n. 7, Febbraio
- FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), "Gli effetti della quotazione. Evidenza dalla mid & small caps italiane", *Bitnotes*, n. 13, Giugno
- FREEMAN R. EDWARD, REED DAVID L. (1983), "Stockholder and stakeholder: a new perspective on corporate governance", *California Management Review*, n. 3
- FREEMAN R. EDWARD (1984), *Strategic management: a stakeholder approach*, Pitman, Boston
- FRIEDMAN MILTON (1962), *Capitalism and freedom*, University of Chicago Press, Chicago
- FRIED VANCE H., HISRICH ROBERT D. (1995), "The Venture Capitalist: A Relationship Investor", *California Management Review*, Vol. 37, n. 2, Winter, 101-113
- FROOMAN JEFF (1997), "Socially Irresponsible and Illegal Behaviour and Shareholder Wealth: A Meta-Analysis of Event Studies", *Business & Society*, 36:3, September, 221-249
- FROVA SANDRO (1992), *Le imprese private quotabili. Principali caratteristiche del campione analizzato*, in MASSARI MARIO (a cura di), *Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia*, Il Sole 24 ore Libri, Milano

- GALEOTTI MICHELE (2000), *Gli aspetti dinamici della gestione prospettica: la "razionalità" delle stime reddituali e finanziarie*, in BIANCHI MARTINI SILVIO, CINQUINI LINO, DI STEFANO GIANCARLO, GALEOTTI MICHELE, *Introduzione alla valutazione del capitale economico*, Franco Angeli, Milano
- GANDULLIA LUCA (2004), "Tassazione e sviluppo del mercato dell'equity per le Pmi", *Bitnotes*, n. 10, Febbraio
- GARZELLA STEFANO (2000), *I confini dell'azienda. Un approccio strategico*, Giuffrè, Milano
- GARZELLA STEFANO (2006), "Il sistema delle remunerazioni nella comunicazione d'azienda", in ALLEGRINI MARCO, BIANCHI MARTINI SILVIO (a cura di), *La corporate governance in Italia, Regno Unito e Stati Uniti*, Franco Angeli, Milano
- GARZONI ANTONELLO (2003), *Il controllo strategico*, EGEA, Milano
- GERANIO MANUELA (2004), "I delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze", *Newfin Working Paper*, n. 7
- GERVASONI ANNA (1999), "La quotazione in Borsa", in GERVASONI ANNA (a cura di), *Finanziare l'impresa*, seconda edizione aggiornata, Il Sole 24 ore, Milano
- GIACOMELLI SILVIA, TRENTO SANDRO (2005), "Proprietà, controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?", Banca d'Italia, *Temi di discussione del Servizio Studi*, Numero 550, Giugno.
- GIANNESSE EGIDIO (1958), *Il «Kreislauf» tra costi e prezzi come elemento determinante di equilibrio del sistema d'azienda*, Colombo Corsi, Pisa
- GIANNESSE EGIDIO (1960), *Le aziende di produzione originaria – Vol. 1 Le aziende agricole*, Colombo Corsi, Pisa
- GIANNESSE EGIDIO (1979), *Appunti di economia aziendale*, Pacini Editore, Pisa

- GIANNESSI EGIDIO (1982), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento*, Giuffrè, Milano
- GILARDONI ANDREA (a cura di) (1989), *Un nuovo mercato mobiliare per piccole e medie imprese*, EGEA, Milano
- GIUDICI GIANCARLO, PALEARI STEFANO (2003), "Should Firms Going Public Enjoy Tax Benefits? An Analysis of the Italian Experience in the 1990s", *European Financial Management*, Vol. 9, n. 4, 513-534
- GOZZI ANTONIO (1990), "Uno schema aggiornato per la valutazione strategica", *Finanza, Marketing, Produzione*, n. 4, 59-95
- GOZZI ANTONIO (a cura di) (1991), *La definizione e la valutazione delle strategie aziendali. Criteri, metodi, esperienze*, ETAS, Milano
- GOZZI ANTONIO (1991), "Le strategie di riposizionamento", in CIBIN RENATO, GOZZI ANTONIO, *La valutazione delle strategie di riposizionamento*, Franco Angeli, Milano
- GROS-PIETRO GIAN MARIA (2003), "Prefazione", in DONNA GIORGIO, *L'impresa multibusiness*, EGEA, Milano
- GUALTIERI PAOLO (1988), *Gli effetti della quotazione ufficiale di borsa sulla gestione finanziaria aziendale*, in CATTANEO MARIO, CESARINI FRANCESCO, COLOMBO GIOVANNI E., MARCHETTI PIER GAETANO, RUOZI ROBERTO (a cura di), *L'ammissione alla quotazione di Borsa*, Vita e Pensiero, Milano
- GUATRI LUIGI (1970), *Le politiche finanziarie*, Giuffrè, Milano
- GUATRI LUIGI (1982), *Investimenti e politiche finanziarie delle aziende industriali*, Giuffrè, Milano
- GUATRI LUIGI (1994), *La valutazione delle aziende*, EGEA, Milano
- GUATRI LUIGI, VICARI SALVATORE (1994), *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto*, EGEA, Milano
- GUATRI LUIGI, SICCA LUIGI (2000), *Strategie, leve del valore, valutazione delle aziende*, EGEA, Milano

- GUELFIL SILVANO (2001), “La quotazione in Borsa”, in BRUSA LUIGI, GUELFIL SILVANO, ZAMPOGNA LUCIANA, *Finanza d’impresa. Logiche e strumenti di gestione finanziaria per creare valore*, ETAS, Milano
- GUELFIL SILVANO (2001), “La politica finanziaria: la struttura delle fonti”, in BRUSA LUIGI, GUELFIL SILVANO, ZAMPOGNA LUCIANA, *Finanza d’impresa. Logiche e strumenti di gestione finanziaria per creare valore*, ETAS, Milano
- GUERRINI ANDREA (2006), “Controllo di gestione. Un approccio ‘revisionale’”, in MIOLO VITALI PAOLA (a cura di), *Problemi di costing in diversi contesti aziendali*, Edizioni Plus, Pisa
- HARTMAN THOMAS E. (2004), *The Cost of Being Public in the Era of Sarbanes-Oxley*, National Directors Institute, Foley & Lardner LLP, May 19
- HELLMANN THOMAS (2000), “Going Public and the Option Value of Convertible Securities in Venture Capital”, *Research Paper Series*, Graduate School of Business, Stanford University, Research Paper No. 1703, November
- HELWEGE JEAN, LIANG NELLIE (1996), “Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets”, Federal Reserve Bank of New York and Board of Governors of the Federal Reserve System, August
- HIGGINS MONICA C., GULATI RANJAY (2006), “Stacking the deck: the effects of top management background on investor decision”, *Strategic management Journal*, n. 27, 1-25
- HOGAN CHRIS E. (1997), “Costs and Benefits of Audit Quality in the IPO Market: A Self-Selection Analysis”, *The Accounting Review*, Vol. 72, n. 1, January, 67-86
- HOLMSTRÖM BENGT, TIROLE JEAN (1993), “Market Liquidity and Performance Monitoring”, *Journal of Political Economy*, vol. 101, n. 4, 678-709

- IBBOTSON ROGER G. (1975), "Price performance of Common Stock New Issue", *Journal of Financial Economics*, n. 2, September, 235-272
- IBBOTSON ROGER G., SINDELAR JODY L., RITTER JAY R. (1988), "Initial Public Offerings", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 1, Summer, 37-45
- INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO (1990), *Analisi di bilancio e diagnosi strategica. Strumenti per valutare posizione competitiva, vulnerabilità, patrimonio intangibile*, ETAS, Milano
- INVERNIZZI GIORGIO (1990), "La valutazione delle strategie: la convenienza economica" in INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica. Strumenti per valutare posizione competitiva, vulnerabilità, patrimonio intangibile*, ETAS, Milano
- INVERNIZZI GIORGIO (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, McGraw-Hill, Milano
- INVERNIZZI GIORGIO (a cura di) (2004), *Strategia e politica aziendale: testi*, McGraw-Hill, Milano
- JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1994), "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms", *The Journal of Finance*, Vol. 49, n. 5, December, 1699-1726
- JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1999), "The Life Cycle of Initial Public Offering Firms", *Journal of Business Finance & Accounting*, 26, 9-10, Nov./Dic., 1281-1306
- JENSEN MICHAEL C., MECKLING WILLIAM H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, n. 3, 305-360
- JOVENITTI PAOLO (1984), "Il regolamento per l'ammissione dei titoli azionari e obbligazionari alla quotazione ufficiale nelle borse valori", *Rivista delle Società*, anno 29°, luglio-ottobre, fascicolo 4°-5°, 737-768
- JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, EGEA, Milano

- KHURSHED ARIF, PALEARI STEFANO, VISMARA SILVIO (2003), “The Operating and Share Price Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience”, 16th Australasian Finance Conference, Sydney 17-19 December
- KIM WOJIN, WEISENBACH MICHAEL S. (2005), “Do firms go public to raise capital”, *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, March
- KOTTER JOHN P. (1995), “Leading Change: Why Transformation Efforts Fail”, *Harvard Business Review*, March-April, 59-67
- KRIPS NEWMAN PAULINE (1985), “The Pros and Cons of Going Public”, *Sam Advanced Management Journal*, Winter, 10-13
- LA PORTA RAFAEL, LOPEZ-DE-SILANES FLORENCIO, SHLEIFER ANDREI (1997), “Legal determinants of external finance”, *The Journal of Finance*, Vol. 52, n. 3, January, 1131-1150
- LA PORTA RAFAEL, LOPEZ-DE-SILANES FLORENCIO, SHLEIFER ANDREI (1999), “Corporate Ownership Around the World”, *The Journal of Finance*, Vol. 54, n. 2, April, 471-517
- LA ROCCA TIZIANA (2006), “Sistema finanziario, assetto istituzionale e propensione alla quotazione”, *Economia & Management*, n. 3, 99-119
- LAZZARI VALTER, GERANIO MANUELA (2003), “Il mercato delle Initial public offering nell’Europa continentale”, FORESTIERI GIANCARLO, LAZZARI VALTER (a cura di), *Il finanziamento delle imprese. Quale futuro?*, Bancaria Editrice, Roma
- LAZZINI SIMONE (2005), *Principi di accountability nei sistemi sanitari italiano e statunitense*, Giuffrè, Milano
- LEARDINI CHIARA (2003), *L’economia della quotazione in Borsa. Profili economico-aziendali*, Cedam, Padova
- LEE INMOO, LOCKHEAD SCOTT, RITTER JAY, ZHAO QUANSHUI (1996), “The cost of raising capital”, *The Journal of Financial Research*, Vol. XIX, no. 1, Spring, 59-74

- LESTER RICHARD J., CERTO S. TREVIS, DALTON CATHERINE M., DALTON DAN R., CANNELLA ALBERT A. JR (2006), “Initial Public Offering Investor Valuations: An Examination of Top Management Team Prestige and Environmental Uncertainty”, *Journal of Small Business management*, n. 44, Issue 1, 1-26
- LEUZ CHRISTIAN, TRIANTIS ALEXANDER, WANG TRACY (2004), “Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations”, working paper, University of Maryland
- LINCIANO NADIA (2004), “L’impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano”, *Quaderni di Finanza*, n. 57, Giugno, Consob
- LOPS VITO (2006), “Tre crolli dal conto salato”, *Il Sole 24 Ore* del 19 agosto
- MAHÉRAULT LOÏC (2000), “The Influence of Going Public on Investment Policy: An Empirical Study of French Family-Owned Businesses”, *Family Business Review*, vol. XIII, n. 1, March, 71-79
- MAKSIMOVIC VOJISLAV, PICHLER PEGARET (2001), “Technological Innovation and Initial Public Offerings”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 14, n. 2, 459-494
- MANACORDA FRANCESCO (2005), “La Procomac e il calvario del delisting”, *Il Sole 24 ore*, 31 gennaio
- MARANGONI ALESSANDRO (1989), “Caratteristiche e struttura dell’offerta di titoli emessi da P.M.I.” in GILARDONI ANDREA (a cura di), *Un nuovo mercato mobiliare per piccole e medie imprese*, EGEA, Milano
- MARASCO VINCENZO (1990), *La quotazione in Borsa e le altre operazioni di finanziamento azionario*, Ipsoa Informatica, Milano
- MARCHI LUCIANO (2000), *Principi di revisione aziendale*, IV edizione, Clueb, Bologna
- MARCHI LUCIANO (2003), *I sistemi informativi aziendale*, Giuffrè, Milano.

- MARCHI LUCIANO (2004), *Revisione aziendale e sistemi di controlli interni*, Giuffrè, Milano
- MARINÒ LUDOVICO (2005), *Strategie di riforma del settore pubblico in una prospettiva economico-aziendale*, Giappichelli, Torino
- MARKIDES CONSTANTINOS (1997), “Strategic Innovation”, *Sloan Management Review*, Spring, Vol. 38 Issue 3, 9-23
- MARKOVITZ HARRY (1952), “Portfolio Selection”, *Journal of Finance*, Vol. 7, N. 1, March, 77-91
- MARSTON CLAIRE, STRAKER MICHELLE (2001), “Investor relations: a European survey”, *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 6, Number 2, 82-93
- MASINI CARLO (1970), *Lavoro e Risparmio*, UTET, Torino
- MASSARI MARIO (1984), *Il valore «di mercato» delle aziende*, Giuffrè, Milano
- MASSARI MARIO (a cura di) (1992), *Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano
- MAUG ERNST (1996), “Corporate control and the market for managerial labour: on the decision to go public”, *European Economic Review*, n. 40, 1049-1056
- MAUG ERNST (2001), “Ownership Structure and the Life-Cycle of the Firm: A Theory of the Decision to Go Public”, *European Finance Review*, n. 5, 167-200
- MAYER COLIN P., ALEXANDER IAN (1991), “Stock Markets and Corporate Performance: A comparison of Quoted and Unquoted Companies”, *CEPR Discussion Paper*, n. 571, August
- MAZZOLA PIETRO (1996), *La diagnosi strategica nella gestione dell'impresa. Metodologie e strumenti per la diagnosi competitiva*, EGEA, Milano
- MAZZOLA PIETRO, MARCHISIO GAIA (2002), “The Role of Going Public in Family Businesses’ Long-Lasting Growth: A Study of Italian IPOs”, *Family Business Review*, vol. XV, no. 2, June, 133-148
- MAZZOLA PIETRO, MARCHISIO GAIA (2002), “Finanza innovativa e imprese familiari: la quotazione in borsa”, *Impresa & Stato*, n. 59, Aprile-Giugno

- MAZZOLA PIETRO (2003), *Il piano industriale: progettare e comunicare le strategie d'impresa*, EGEA, Milano
- MAZZOLA PIETRO, MONTEMERLO DANIELA (a cura di), *Gli amministratori indipendenti nelle Imprese Familiari*, Ned Community
- McCREEVY CHARLIE (2006), "The New Global Regulatory Agenda in Financial Services: Framework for the Twenty-First Century", *International Finance*, 9:3, 381-392
- MEDIOBANCA – UNIONCAMERE (2006), *Le medie imprese industriali italiane (1996-2003)*, dicembre
- MEGGINSON WILLIAM L., WEISS KATHLEEN (1991), "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, n. 3, July, 879-903
- MELIS ANDREA (2000), "Corporate Governance in Italy", *Corporate Governance*, Vol. 8, Number 4, October, 347-355
- MELIS ANDREA (2002), *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano
- MELLO ANTONIO S., PARSONS JOHN E. (1998), "Going public and the ownership structure of the firm", *Journal of Financial Economics*, n. 49, 79-109
- MERCHANT KENNETH A., RICCABONI ANGELO (2001), *Il controllo di gestione*, McGraw-Hill, Milano
- MEZZADRI ANDREA (2005), "Il passaggio del testimone", FrancoAngeli, Milano
- MICOSSI STEFANO (2004), "Aziende familiari e mercato azionario", atti del convegno "L'Italia, un paese in declino?", Roma, gennaio, in Assonime, *Note e Studi*, n. 58
- MIGLIETTA ANGELO (1994), *La valutazione di convenienza alla quotazione in borsa*, ETAS, Milano
- MIKKELSON WAYNE H., PARTCH MEGAN M., SHAH KSHITIJ (1997), "Ownership and operating performance of companies that go public", in *Journal of Financial Economics*, Vol. 44, Issue 3, June, 281-307

- MIOLO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, Giappichelli, Torino
- MOLTENI MARIO (1990), “Direzione aziendale e proprietà di fronte al cambiamento”, in INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO, CORBETTA GUIDO, *Management imprenditoriale*, Franco Angeli, Milano
- MOLTENI MARIO (1991), “La valutazione delle strategie: la fattibilità finanziaria” in INVERNIZZI GIORGIO, MOLTENI MARIO, *I bilanci preventivi nella formazione delle strategie d’impresa*, ETAS, Milano
- MOLTENI MARIO (1997), “I sistemi di corporate governance nelle imprese italiane di medie e grandi dimensioni”, in MOLTENI MARIO (a cura di), *I sistemi di corporate governance nelle grandi imprese italiane*, EGEA, Milano
- MONTEMERLO DANIELA (2000), *Il governo delle imprese familiari*, EGEA, Milano
- MONTEMERLO DANIELA, PRETI PAOLO (2005), *Piccole e medie Imprese familiari*, Collana di Management, Volume 17, Università Bocconi Editore, Milano
- MURGIA MAURIZIO (1991), “L’annuncio dei dividendi nel mercato azionario”, in PENATI ALESSANDRO (a cura di), *Il rischio azionario e la borsa. Un’analisi del funzionamento del mercato italiano*, EGEA, Milano
- MYERS STEWART C., MAJLUF NICHOLAS S. (1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, 13:2, 187-221
- OLIVIERI ANTONELLA (2002), “Bassa pressione in Borsa, piovono Opa”, *Il Sole 24 Ore, Finanza e Mercati* del 19 luglio
- ONADO MARCO (2004), *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Il Mulino, Bologna
- ONIDA PIETRO (1968), *Economia d’azienda*, UTET, Torino
- ORLANDO LUCA (2006), “L’Italia verso il raddoppio sull’Aim”, *Il Sole 24 Ore*, 17 gennaio

- PAGANO MARCO, RÖELL AILSA (a cura di) (1996), *The decision to go public and the stock market as a source of capital*, Bancaria Editrice, Milano
- PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1996), “The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy”, in *European Economic Review*, 40, 1057-1069
- PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, in *The Journal of Finance*, Vol. LIII, no. 1, 27-64
- PAGANO MARCO, RÖELL AILSA (1998), “The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public”, *Quarterly Journal of Economics*, 113,187-225
- PAGANO MARCO, RÖELL AILSA, ZECHNER JOSEF (2001), “The Geography of equity listing: why do companies list abroad?”, CEPR Discussion Paper, n. 2681, January
- PALEARI STEFANO, PELLIZZONI ENRICO, VISMARA SILVIO (2005), “A comparative study of Initial Public Offerings in Italy and the United Kingdom”, *Bitnotes*, n. 15, December
- PARRINI LORENZO, MEGNA DEBORA (2006), “Il processo di quotazione sul mercato Expandi”, *Amministrazione & Finanza*, n. 21, 45-52
- PASTORE RICCARDO, PIANTONI GIANFRANCO (a cura di) (1984), *Strategia sociale dell'impresa*, ETAS, Milano
- PELLICELLI GIORGIO (2005), *Strategia*, Collana di Management, Volume 3, Università Bocconi Editore, Milano
- PELLIZZONI ENRICO (2002), “Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa”, in *Bitnotes*, n. 6, Dicembre
- PENATI ALESSANDRO (a cura di) (1991), *Il rischio azionario e la borsa. Un'analisi del funzionamento del mercato italiano*, EGEA, Milano
- PERRINI FRANCESCO (1998), *Capitali di rischio e mercati per PMI*, EGEA, Milano

- PERRINI FRANCESCO, VESIN GUIDO (1998), “La quotazione in Borsa di un’azienda familiare. Obiettivi e risultati della Costa Crociere s.p.a.”, *Economia & Management*, n. 3, 51-65
- PERRINI FRANCESCO (1999), *Le nuove quotazioni alla borsa italiana. Evidenze empiriche delle PMI*, EGEA, Milano
- PETRELLA GIOVANNI (1997), *I nuovi secondi mercati europei. Valutazione di convenienza alla quotazione di una PMI*, EGEA, Milano
- PIANTONI GIANFRANCO (1984), “La gestione degli interlocutori aziendali: linee-guida alla scelta di un approccio ottimale alla strategia societale”, in ANSOFF H. IGOR, DE WOOT PHILIPPE, HOLL UWE, PASTORE RICCARDO, Piantoni Gianfranco, *Strategia sociale dell’impresa*, ETAS, Milano
- PIVATO GIORGIO (1976), “La quotazione di borsa di aziende societarie”, *Banche e Banchieri*, n. 9, Settembre, 531-539
- PORTER MICHAEL E. (1987), “From Competitive Advantage to Corporate Strategy”, *Harvard Business Review*, May-June, 43-59
- PORTER MICHAEL E. (1992), “Capital Disadvantage: America’s Failing Capital Investment System”, *Harvard Business Review*, September-October, 65-82
- PORTER MICHAEL E. (1996), “What is strategy?”, *Harvard Business Review*, November-December, 61-78
- PORTER MICHAEL E. (2003), “Come le forze competitive modellano la strategia”, PORTER MICHAEL E., MONTGOMERY CYNTHIA A. (a cura di), *Strategia*, Il Sole 24 Ore, Milano
- PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Ipo Watch Europe*, 2001-2005
- QUAGLI ALBERTO (2004), *Comunicare il futuro*, FrancoAngeli, Milano
- RABITTI BEDOGNI CARLA (2005), “Mercati finanziari, tutela del risparmio e ruolo degli operatori”, Convegno Annuale Assiom, Monastier di Treviso, 22 ottobre

- RAGANELLI BIANCA MARIA (2002), "I mercati regolamentati italiani: la Borsa",
Luiss, Ceradi, Luglio
- RAPPAPORT ALFRED (1983), "Corporate Performance Standards and Shareholder Value", *The Journal of Business Strategy*, Vol. 3, Issue 4, Spring, 28-38
- RAPPAPORT ALFRED (2001), *La strategia del valore*, Franco Angeli, Milano
- RAVASI DAVIDE, MARCHISIO GAIA (2001), "Family firms and the decision to go public: a study of Italian IPOs", SDA BOCCONI, Research Division Working Paper No. 01-45, March
- RAVASI DAVIDE, ZATTONI ALESSANDRO, BRUNI MASSIMILIANO (2002), *Gruppi di imprese, quotazioni e privatizzazioni. La discontinuità negli assetti istituzionali*, EGEA, Milano
- RAVASI DAVIDE (2002), "La quotazione in borsa delle imprese familiari" in
RAVASI DAVIDE, ZATTONI ALESSANDRO, BRUNI MASSIMILIANO,
Gruppi di imprese, quotazioni e privatizzazioni. La discontinuità negli assetti istituzionali, EGEA, Milano
- RAVASI DAVIDE, MARCHISIO GAIA (2003), "Going Public and the Enrichment of a Supportive Network", *Small Business Economics*, 21, 381-395
- REBOA MARCO (1989), *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, EGEA, Milano
- REBOA MARCO (2002), *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, Giuffrè, Milano
- RICHARDSON MICHAEL J. (1976), *Going Public*, Business Books, London
- RIGAMONTI SILVIA (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana*, Franco Angeli, Milano
- RITTER JAY R. (1987), "The Costs of Going Public", *Journal of Financial Economics*, 19, 269-281
- RITTER JAY R. (2003), "Differences between European and American IPO Market", *European Financial Management*, Vol. 9, N. 4, 421-434
- ROCK KEVIN (1986), "Why new issues are underpriced", *Journal of Financial Economics*, 15, n. 1/2, January-February, 187-212

- ROE MARK J. (2004), *La public company e i suoi nemici. Determinanti politiche del governo d'impresa*, Il Sole 24 ore, Milano
- RÖELL AILSA (1996), "The decision to go public: An overview", *European Economic Review*, n. 40, 1071-1081
- ROMANO GIULIA (2006), "I costi e le opportunità della quotazione: alcuni spunti di riflessione", in MIOLO VITALI PAOLA (a cura di), *Problemi di costing in diversi contesti aziendali*, Edizioni Plus, Pisa
- ROMANO GIULIA (2006), "La società di revisione ed i possibili conflitti di interesse in relazione ad "altri incarichi", in BIANCHI MARTINI SILVIO, DI STEFANO GIANCARLO, ROMANO GIULIA (2006), *La corporate governance delle società quotate. Tra best practice internazionali e tradizioni aziendali italiane*, Franco Angeli, Milano
- ROSATI ANTONIO (1995), *L'ammissione alla quotazione ufficiale di borsa*, Giuffrè, Milano
- ROSSI GUIDO (2001), "Le c.d. regole di corporate governance sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?", *Rivista delle società*, n. 46, gennaio-febbraio, 6-20
- ROSS STEPHEN A., WESTERFIELD RANDOLPH W., JAFFE JEFFREY F. (1997), *Finanza aziendale*, Edizione italiana a cura di CAPRIO LORENZO, Il Mulino, Bologna
- RUBINO SALVATORE (1989), "Gli aspetti economici della creazione e del funzionamento della rete nazionale" in GILARDONI ANDREA (a cura di), *Un nuovo mercato mobiliare per piccole e medie imprese*, EGEA, Milano
- RUGIADINI ANDREA (1979), *Organizzazione d'impresa*, Giuffrè, Milano
- RUSSO PAOLO (2000), *Decisioni aziendali e valore dell'impresa*, EGEA, Milano
- RYDQVIST KRISTIAN, HÖGHOLM KENNETH (1995), "Going public in the 1980s: Evidence from Sweden", *European Financial Management*, Vol.1, n. 3, 287-315

- SALOMON RICHARD (1977), "Second thoughts on going public", *Harvard Business Review*, September-October, 126-131
- SALVIONI DANIELA, TEODORI CLAUDIO, (a cura di) (2003), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Milano, Franco Angeli
- SARACENO PASQUALE (1971), *Il governo delle aziende*, LUE, Venezia
- SICILIANO GIOVANNI (2001), *Cento anni di borsa in Italia*, Il Mulino, Bologna
- SIMON HERBERT A. (1985), *Causalità, razionalità, organizzazione*, Il Mulino, Bologna
- SUBRAHMANYAM AVANIDHAR, TITMAN SHERIDAN (1999), "The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets", *The Journal of Finance*, Vol. 54, n. 3, 1045-1082
- SUN LAIXIANG, TOBIN DAMIAN (2005), "International Listing as a Mechanism of Commitment to More Credible Corporate Governance Practices: the case of the Bank of China (Hong Kong)", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, Number 1, January, 81-91
- TAGI GIORGIO (1966), *Gli investitori istituzionali e il contributo del risparmio al mercato dei titoli mobiliari*, Giuffrè, Milano
- TAGI GIORGIO (1971), *Il mercato finanziario*, Giuffrè, Milano
- TANTAZZI ANGELO (2004), "Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio", Audizione del Presidente di Borsa Italiana Spa, Roma 10 febbraio
- TINIC SEHA M. (1988), "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", *The Journal of Finance*, Vol. 43, n. 4, September, 789-822
- TISCINI RICCARDO (2001), *Il valore economico delle aziende di famiglia*, Giuffrè, Milano
- TISCINI RICCARDO (2004), "Le frodi contabili e la loro genesi nella realtà d'impresa", in SALVIONI DANIELA (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, Franco Angeli, Milano

- TITMAN SHERIDAN, TRUEMAN BRETT (1986), "Information Quality and the valuation of New Issues", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8, 159-172
- TRAÙ FABRIZIO (2005), "Uno schema per l'analisi dei cambiamenti organizzativi che accompagnano la crescita delle imprese", *CSC Working Paper*, n. 54, Marzo
- USEEM MICHAEL (1996), "Shareholders as a Strategic Asset", *California management Review*, Vol. 39, n. 1, Fall, 8-27
- VERONA ROBERTO (2006), *Le politiche di bilancio*, Giuffrè, Milano
- WELCH IVO, RITTER JAY (2002), "A review of IPO activity, pricing and allocations", *Yale ICF Working Paper*, n. 02-01
- YOSHA OVED (1995), "Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source", *Journal of Financial Intermediation*, n. 4, 3-20
- ZATTONI ALESSANDRO, RAVASI DAVIDE (1998), *Assetto proprietario, sistemi di governo e processi di decisione*, in AIROLDI GIUSEPPE, FORESTIERI GIANCARLO (a cura di), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, ETAS, Milano
- ZAVANI Mauro (2000), *Il valore della comunicazione aziendale, rilevanza e caratteri dell'informativa sociale ed ambientale*, Giappichelli, Torino
- ZAPPA GINO (1935), *Tecnica della speculazione di borsa*, Ravezzani Editore, Milano
- ZAPPA GINO (1937), *Il reddito d'impresa*, II edizione, Giuffrè, Milano
- ZAPPA GINO (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo Primo, Giuffrè, Milano

- ZINGALES LUIGI (1995), "Insider Ownership and the Decision to Go Public", *The Review of Economic Studies*, Vol. 62, n. 3, July, 425-448
- ZINGALES LUIGI (2004), "The Costs and Benefits of Financial Market Regulation", *ECGI Law working paper*, n. 21, April
- ZOCCHI WALTER (2004), *Il family business. Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell'imprenditore*, Il Sole 24 ore, Milano