



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PISA
Facoltà di Economia

Corso di Laurea Specialistica in
FINANZA AZIENDALE E MERCATI FINANZIARI

Gli effetti della quotazione in Borsa
Evidenze empiriche per le imprese
industriali italiane e francesi

Candidato:

Simona Beltramo

Relatore:

Chiar.mo Prof. Roberto Barontini

Anno Accademico 2007/08

Indice

Introduzione	1
CAPITOLO 1 Il mercato e la quotazione.....	4
1.1 La struttura del sistema economico-finanziario.....	4
1.2 L'arretratezza e l'evoluzione del mercato italiano.....	6
1.3 L'evoluzione storica di Borsa Italiana S.p.a. e i recenti risvolti	11
1.3.1 La struttura del gruppo Borsa Italiana	13
1.3.2 Le tipologie dei mercati e l'articolazione in segmenti.....	14
CAPITOLO 2 Il processo di quotazione: come accedere alla Borsa Italiana	21
2.1 Le fasi e i principali adempimenti del processo di quotazione.....	21
2.1.1 La tempistica dell'iter procedurale	26
2.1.2 Gli attori del processo di quotazione	28
2.2 Le caratteristiche dell'offerta.....	30
2.2.1 Le forme tecniche di raccolta del capitale	31
2.2.2 L'Initial Public Offering.....	33
2.2.3 Modalità di collocamento	34
2.2.4 La definizione del prezzo mediante l'attività di bookbuilding.....	36
CAPITOLO 3 La struttura del mercato borsistico francese	39
3.1 La Bourse de Paris e il NYSE Euronext.....	39
3.2 La struttura organizzativa dei mercati di Euronext: i mercati regolamentati e i mercati non regolamentati.....	41
3.2.1 I mercati non regolamentati	42
3.2.2 Dal <i>Nouveau Marché</i> ad <i>Alternext</i>	42
3.2.3 <i>Le Marché Libre de Paris et les autres composantes du marché</i>	44
CAPITOLO 4 Le determinanti della quotazione in Borsa	47
4.1 La decisione di quotarsi in Borsa.....	47
4.2 Le cause della quotazione e i vantaggi per i diversi stakeholder.....	48
4.2.1 I vantaggi per la società	49
4.2.2 I vantaggi per gli azionisti	54
4.2.3 I vantaggi per il management e altri stakeholder.....	56

4.3	Gli svantaggi presunti ed effettivi della quotazione	56
4.4	La quotazione: uno strumento per la crescita e lo sviluppo delle PMI.....	59
CAPITOLO 5	I costi della quotazione	62
5.1	La classificazione dei costi di quotazione.....	62
5.1.1	I costi <i>una tantum</i> e ricorrenti.....	63
5.1.2	I costi diretti e indiretti.....	66
CAPITOLO 6	Gli effetti post-quotazione	70
6.1	L'impatto della quotazione sulle imprese	70
6.2	Una rassegna dei principali studi sulle Ipo	71
CAPITOLO 7	I sistemi incentivanti.....	81
7.1	I meccanismi di incentivazione manageriale	86
7.2	Strumenti di incentivazione azionaria.....	89
7.2.1	I principali elementi di un piano di <i>stock option</i>	90
7.2.2	Gli <i>stock option plan</i> e i <i>non stock option plan</i>	92
7.3	Normativa e trattamento fiscale delle <i>stock option</i> in Italia	95
7.3.1	Il regime civilistico delle <i>stock option</i>	96
7.3.2	L'aspetto fiscale delle <i>stock option</i>	98
7.4	La diffusione dei piani di <i>stock option</i>	102
CAPITOLO 8	L'evoluzione della struttura proprietaria delle società quotate. 106	
8.1	L'assetto proprietario delle società in Europa: i casi dell'Italia e della Francia	106
8.2	La <i>corporate governance</i> delle aziende italiane e francesi: studi ed evidenze empiriche.....	110
8.2.1	Il caso dell'Italia	110
8.2.2	Il caso della Francia	114
CAPITOLO 9	Analisi empirica.....	118
9.1	Introduzione all'analisi	118
9.2	La definizione del campione di società italiane e francesi	119
9.3	Analisi dei dati	123
9.3.1	Informazioni generali sulle aziende	123
9.3.2	La verifica dell'andamento medio degli indicatori economico-finanziari con il test-T	124
9.3.3	Individuazione delle variabili determinanti le performance aziendali post- IPO mediante una regressione a effetti fissi	129

9.3.4	Gli effetti della decisione dell'ingresso in Borsa nei diversi anni successivi all'IPO	134
Conclusioni	139
APPENDICE 1	Le aziende italiane e francesi del campione	144
APPENDICE 2	151
	ICB nella classificazione delle aziende.....	151
	Industry Classification Benchmark - Industry Structure and Definitions	153
APPENDICE 3	La regressione a effetti fissi.....	163
Bibliografia	165

Introduzione

La quotazione in Borsa rappresenta il principale canale di finanziamento per lo sviluppo, una scelta strategica spesso necessaria per conseguire gli obiettivi di crescita e di espansione dell'impresa.

La quotazione identifica quel processo attraverso il quale i titoli di un'azienda vengono ammessi alla negoziazione sui mercati organizzati. Si tratta di un'operazione di finanza straordinaria poiché presenta caratteri di eccezionalità, sia dal punto di vista della frequenza con la quale essa si manifesta, sia per l'impatto che essa produce sulla situazione economico-finanziaria dell'impresa interessata.

Nella pratica si riscontrano numerose cause che concorrono ad influenzare la decisione di quotarsi in Borsa. A questo proposito si possono segnalare, oltre al finanziamento della crescita, la necessità di riequilibrare la situazione finanziaria, il tentativo di ridurre il costo del capitale, il ritorno di immagine, la maggiore facilità di liquidare una quota azionaria, l'obiettivo di perseguire più facilmente una politica di espansione mediante crescita esterna (realizzazione di *Merger & Acquisition*, stipulazione di joint venture...).

Le innumerevoli motivazioni che si possono individuare rendono la valutazione di convenienza particolarmente articolata: la quotazione, oltre ad assicurare importanti vantaggi, comporta infatti anche la necessità di sostenere costi rilevanti, in particolare relativi alla necessità di adeguare la struttura organizzativa aziendale.

È molto interessante lo studio delle implicazioni a livello di performance e di corporate governance dell'ammissione alla quotazione in Borsa: numerosi studi, per esempio, hanno delineato un peggioramento degli indicatori di performance economica delle imprese negli anni immediatamente successivi all'IPO. Inoltre, sono stati evidenziati altri effetti a livello di assetto proprietario e di ricorso a meccanismi di remunerazione del management.

Questo lavoro è focalizzato proprio sull'analisi empirica degli effetti della

quotazione per un campione di imprese industriali francesi e italiane e risulta essere suddiviso in tre sezioni: nella prima (relativa ai capitoli 1, 2, 3, 4, 5) si presenta la struttura del mercato borsistico italiano e francese e si descrive l'operazione di ammissione alla quotazione, delineandone i tratti caratteristici e tecnici, le cause e l'articolazione; nella seconda parte si esaminano i principali effetti post quotazione che emergono dalla letteratura e, infine, nella terza ed ultima sezione si espongono i risultati dell'analisi empirica condotta.

In particolare, il capitolo 1 descrive le caratteristiche del mercato finanziario italiano attraverso un'analisi della frequenza delle nuove IPO e della dimensioni delle offerte. Infine, si presenta la struttura attuale del mercato italiano, evidenziando i punti critici della sua evoluzione e descrivendo brevemente l'organizzazione di Borsa Italiana Spa.

Prima di passare alla rassegna dei benefici che possono spingere le aziende a scegliere il canale borsistico, è opportuno analizzare il processo di quotazione. Nel secondo capitolo si illustra quindi l'iter di quotazione, dalla fase preliminare dello studio di fattibilità fino alla negoziazione vera e propria, delineando i principali adempimenti e individuando i molteplici soggetti che intervengono in tale procedimento. Dopo aver evidenziato le caratteristiche dell'offerta e le varie tecniche di raccolta del capitale, si approfondirà il tema del collocamento sul mercato dei titoli di nuova emissione e della definizione del prezzo da offrire al pubblico.

Il terzo capitolo approfondisce la struttura e il funzionamento del mercato francese, mettendo in rilievo le principali differenze rispetto all'Italia in merito al processo di quotazione.

Nel quarto capitolo, con l'ausilio di una rassegna della vasta letteratura in materia, si analizzano le possibili motivazioni della scelta strategica di quotarsi. In particolare, si evidenziano i vantaggi che derivano da tale fenomeno per le diverse categorie di stakeholders e i possibili svantaggi, scaturenti soprattutto dagli obblighi che lo status di società quotata impone. Al termine di questo capitolo, si mette in luce l'importanza della quotazione per le medie imprese più dinamiche, per le quali la crescita è una sfida strategica in ragione dell'attuale contesto competitivo, caratterizzato da fenomeni di internazionalizzazione, globalizzazione, innovazione tecnologica e concentrazione del mercato distributivo.

Il quinto capitolo si occupa invece dell'onerosità del processo di quotazione. L'approdo in Borsa comporta infatti il sostenimento di costi elevati e un adeguamento organizzativo per assolvere le ulteriori responsabilità di cui una società quotata è

investita.

Il sesto capitolo sintetizza le principali implicazioni economiche evidenziate da una rassegna di studi empirici condotti a livello internazionale e nazionale, mentre, rispettivamente nei due capitoli successivi, verrà affrontata la questione dei sistemi incentivanti (*stock option*) impiegati dalle imprese quotate per promuovere l'opera dei propri manager e l'evoluzione della struttura proprietaria delle società quotate.

Dopo questo inquadramento, che ha l'obiettivo di fornire una panoramica generale sul fenomeno IPO (Initial Public Offering) sia da un punto di vista del dinamismo di mercato sia da un punto di vista delle motivazioni, dei benefici e delle implicazioni per le imprese, l'ultima parte della tesi è dedicata all'analisi empirica condotta sulle imprese industriali italiane e francesi che si sono quotate tra il 1995 e il 2005.

Per quanto riguarda la selezione dei due campioni, si è deciso di limitare l'analisi alle aziende che appartenessero al settore industriale sulla base del sistema di classificazione ICB (Industry Classification Benchmark). Quindi, sono state escluse le imprese entrate sui nuovi mercati, a causa delle loro peculiari caratteristiche operative e del particolare funzionamento di questi mercati. Per l'Italia, il campione definitivo risulta essere costituito da 64 società, mentre per la Francia da 184 aziende. Sono stati quindi calcolati i principali indicatori statistici per le grandezze aziendali al fine di individuare le più importanti differenze tra il periodo pre-IPO e post-IPO. Infine, impiegando una regressione a effetti fissi, si è cercato di identificare i principali impatti economico-finanziari e strutturali della quotazione sulle imprese.