

IANUS

Diritto e Finanza



UNIVERSITÀ
DI SIENA
1240

Rivista di studi giuridici

<https://www.rivistaianus.it>



ISSN: 1974-9805

n. 27 - giugno 2023

LA (DIFFICILE) QUOTAZIONE IN BORSA
DELLE “IMPRESE INTANGIBILI”.
CRITICITÀ E IMPATTI
SUI MERCATI DEI CAPITALI

Federico Picco

LA (DIFFICILE) QUOTAZIONE IN BORSA DELLE “IMPRESE INTANGIBILI”. CRITICITÀ E IMPATTI SUI MERCATI DEI CAPITALI[°]

Federico Picco

Senior Officer CONSOB

Il finanziamento degli investimenti in asset immateriali presenta complessità e criticità tali da portare diversi osservatori a parlare di uno strutturale “intangible financing gap”. Assodata la preferenza rispetto al debito per finanziamenti tramite capitale di rischio (stante l'impossibilità di utilizzare gli asset intangibili come collaterale), la letteratura individua comunque molteplici limiti al ricorso all'equity capital e alla quotazione in borsa. Si tratta di considerazioni che danno luogo ad altrettanti convincenti argomenti a supporto della tesi che vede nell'equity financing di tipo “privato” (venture capital e private equity) la fonte di finanziamento d'elezione per gli investimenti in asset immateriali. Alla luce di ciò, sviluppare mercati per le PMI, disegnare normative che favoriscano l'orientamento al lungo termine degli investitori, ampliare gli obblighi di disclosure sugli asset intangibili e raffinare i relativi standard contabili, sono le azioni di policy che potrebbero favorire la quotazione in borsa di imprese innovative o, semplicemente, “moderne” nel senso di maggiormente impiegate su risorse immateriali.

The financing of investments in intangible assets presents complexities and criticalities that lead several commentators to speak of a structural “intangible financing gap”. Having established a preference over debt for equity financing (given the impossibility of using intangible assets as collateral), the literature nonetheless identifies several limits to the use of equity capital and stock exchange listing. Such arguments support the thesis that sees “private” financing (venture capital and private equity) as the financing source of choice for investments in intangible assets. In the light of this, developing markets for SMEs, designing regulations that favour the long-term orientation of investors, extending disclosure obligations on intangible assets and refining the relevant accounting standards, are the policy actions that could favour the listing of innovative companies whose business is more focused on intangible assets.

Sommario:

1. “Imprese intangibili” e borsa
2. Tendenze evolutive nei mercati dei capitali
 - 2.1. Il declino della borsa
 - 2.2. La crescita dei *private markets*
3. Conclusioni

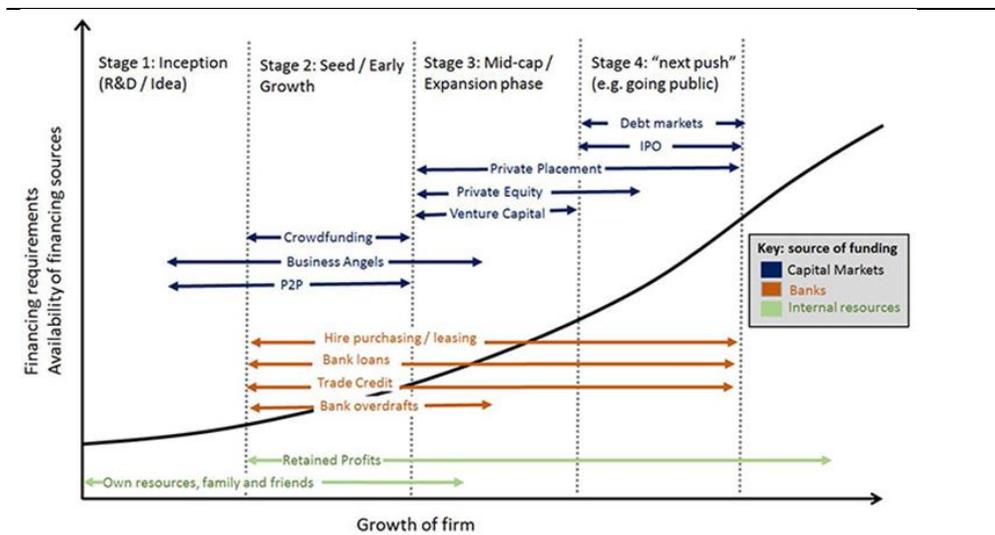
[°] Saggio sottoposto a *double-blind peer review*.

1. “Imprese intangibili” e borsa

Secondo la visione tradizionale, la quotazione in borsa è la corretta, se non addirittura necessaria, scelta strategica per finanziare lo sviluppo aziendale nell’ultima fase espansiva del suo ciclo di vita. La quotazione in borsa, infatti, dovrebbe permettere quella raccolta massiva di capitale di rischio “paziente” necessario al finanziamento in particolare dei processi di internazionalizzazione tipici di quello stadio.

Richiamando il concetto di *funding escalator*, a cui più volte si riferisce la Commissione Europea nella illustrazione delle diverse misure del *Capital Markets Union Action Plan*, il finanziamento tramite *equity capital* dovrebbe seguire una sequenza temporale che dal ricorso ai *business angel* e al *crowdfunding* per lo sviluppo dell’idea imprenditoriale (*stage 1-2*) dovrebbe passare attraverso il *venture capital* e il *private equity* (*stage 3*, espansione) per approdare all’apertura del capitale con l’ammissione a negoziazione delle proprie azioni su mercati “pubblici” (*stage 4*, “*next push*”), siano essi MTF (spesso definiti “mercati per la crescita” o *junior markets*) che Mercati Regolamentati (la borsa in senso stretto).

Fig.1 - Funding escalator



Fonte: European Commission

Oggetto, almeno iniziale, del presente intervento sarà la verifica dell’applicabilità di questo modello teorico, tendenzialmente accettato con riferimento ad una impresa generica, anche a quella specifica *species* rappresentata dalle c.d. “imprese intangibili”, ossia imprese caratterizzate da una significativa rilevanza, dal lato dell’attivo patrimoniale, di beni immateriali.

La letteratura economica pare chiaramente esprimersi in senso negativo.

Assodata la difficoltà a ricorrere al debito (bancario o di mercato) a causa dell’impossibilità di utilizzare gli *asset* intangibili come collaterale, molti studi

evidenziano come questa tipologia di imprese incontri molteplici limiti anche nel ricorso all'*equity capital*. Tra i tanti, HASKEL e WESTLAKE richiamano alcune caratteristiche delle “imprese intangibili”:

- l'esistenza di elevati *spillover effects* che, se da un lato possono portare benefici al sistema economico, dall'altro spingono i *manager*/azionisti alla riservatezza sugli investimenti maggiormente innovativi per tutelare i vantaggi competitivi raggiunti;

- l'inadeguatezza dei principi contabili alla valorizzazione degli *intangibles* (in particolare per l'approccio prudenziale della rendicontazione contabile)¹.

Questi due aspetti si combinano determinando flussi informativi di dette imprese insufficienti e qualitativamente carenti, ostacolandone la raccolta di capitale di rischio. Ciò, in particolare, riguarderebbe i processi di quotazione su *public markets*. Da un lato, infatti, gli stringenti obblighi di *disclosure* richiesti sui mercati regolamentati confliggerebbero con la richiamata tendenza alla riservatezza. Dall'altro, la ancora presente “miopia” valutativa della borsa, ossia la preferenza per risultati di breve termine, penalizzerebbe le realtà con maggiori investimenti intangibili per definizione non redditizi nell'immediato².

Diverse analisi empiriche dimostrano che una maggiore concentrazione degli assetti proprietari dell'azienda (esistenza di azionisti “di riferimento” con una visione di lungo termine) e la presenza nel capitale di investitori istituzionali dotati di maggiori competenze specifiche, favorirebbero gli investimenti in ricerca e sviluppo e, in generale, la piena valorizzazione degli *intangibles*³.

Queste considerazioni sembrano convincenti argomenti a supporto della tesi che vede nell'*equity financing* di tipo “privato” (*venture capital* e *private equity*) la fonte di finanziamento d'elezione per gli investimenti in *asset immateriali*.

2. Tendenze evolutive nei mercati dei capitali

2.1. Il declino della borsa

Una volta argomentata la presenza di una tensione tra finanziamento degli *asset* intangibili e quotazione in borsa, ci si può quindi domandare quali siano i suoi effetti sullo sviluppo del sistema economico, ed in particolare sui cambiamenti a cui stiamo assistendo, da almeno due decenni, nei mercati dei capitali.

L'OCSE testimonia come la Borsa sia divenuta un canale di finanziamento sempre meno attivo ed attraente: dal 2005 al 2019 circa 30.000 società⁴ quotate hanno proceduto ad un *delisting*, principalmente in Europa (8.000 casi) e, aspetto

¹ HASKEL - WESTLAKE, *Capitalismo senza capitale. L'ascesa dell'economia intangibile*, trad. it., Milano, 2018.

² *Ivi*, 219 ss.

³ Cfr. A. EDMANS, *Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices*, in 101 *J. Financ. Econ.*, 2011, 621 ss.; ID., *Blockholders and Corporate Governance*, in 6 *Annual Rev. Financ. Econ.*, 2014, 23 ss.

⁴ Per capire la portata del fenomeno, si consideri che il numero complessivo delle società quotate oggi, a livello globale, è circa 40 mila (dati OCSE, riferiti solo a società quotate su mercati regolamentati).

più preoccupante, nel sistema economico con mercati finanziari maggiormente sviluppati, gli USA (5.000 casi).

A destare particolare preoccupazione è la circostanza che tali uscite dal circuito dei *public markets* non siano state compensate da sufficienti flussi in entrata, in quanto ad un crescente *trend* di *delistings* si è associato un decrescente *trend* di quotazioni (IPOs). Sommando i due fattori, la Fig.2 mostra come i “*net listings*”, a livello globale, siano infatti in progressiva diminuzione dal 2005, per diventare quindi stabilmente negativi (prevalenza delle revoche sulle nuove quotazioni, ossia “*net delistings*”) sostanzialmente dal 2012.

Questo fenomeno, tra l’altro, è mitigato dall’andamento in contro-tendenza della Cina e di altri Paesi asiatici emergenti, per i quali il saldo entrate-uscite si è mantenuto costantemente positivo. Restringendo l’analisi ai soli blocchi economici occidentali, infatti, notiamo che negli USA si registrano “*net delistings*” in ogni anno del periodo 2005-2019; in Europa a partire dal 2008.

Fig.2 - Listing e delisting sui mercati globali



Fonte: OECD, 2021, *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*

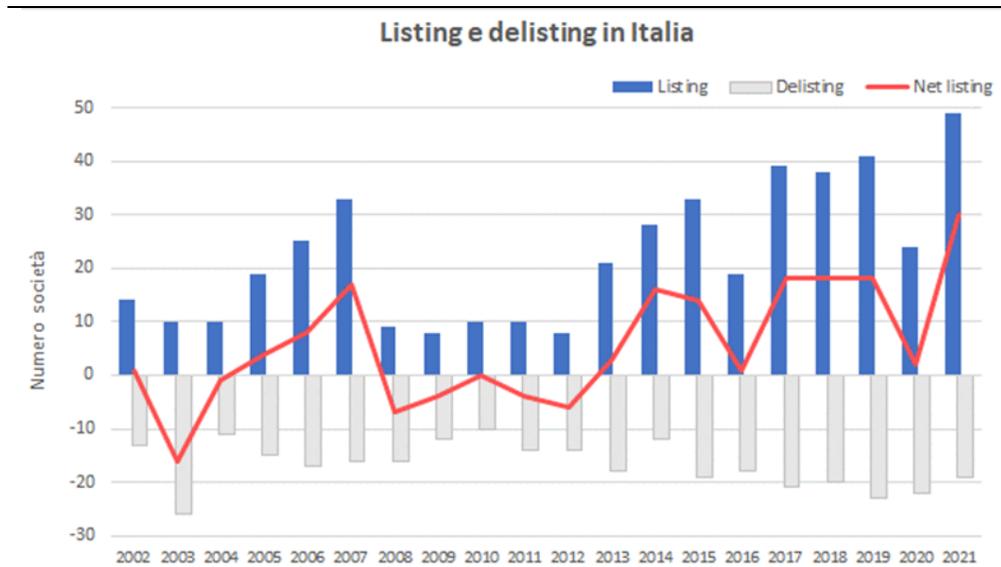
Per il duplice effetto di quotazioni in riduzione e *delisting* in aumento, il numero totale delle società quotate decresce velocemente. Guardando solamente alla borsa storicamente più sviluppata, quella statunitense, si consideri che nel 1989 erano presenti 5.895 imprese domestiche, numero cresciuto a 7.509 nel 1997, e infine più che dimezzatosi nel 2017 a 3.618 unità⁵.

Spostando l’attenzione all’Italia, la Fig.3 mostra un’analisi complessiva delle società “quotate” (mercati regolamentati + MTF) in un intervallo temporale lievemente più ampio (2002-2021). La tendenza di fondo dei “*net listing*” sembra

⁵ Cfr. DOIDGE *et al.*, *Eclipse of the Public Corporation or Eclipse of the Public Markets?*, ECGI, Finance Working Paper N° 547/2018.

essere positiva, con valori sempre positivi dal 2013 e ai massimi storici nel 2021.

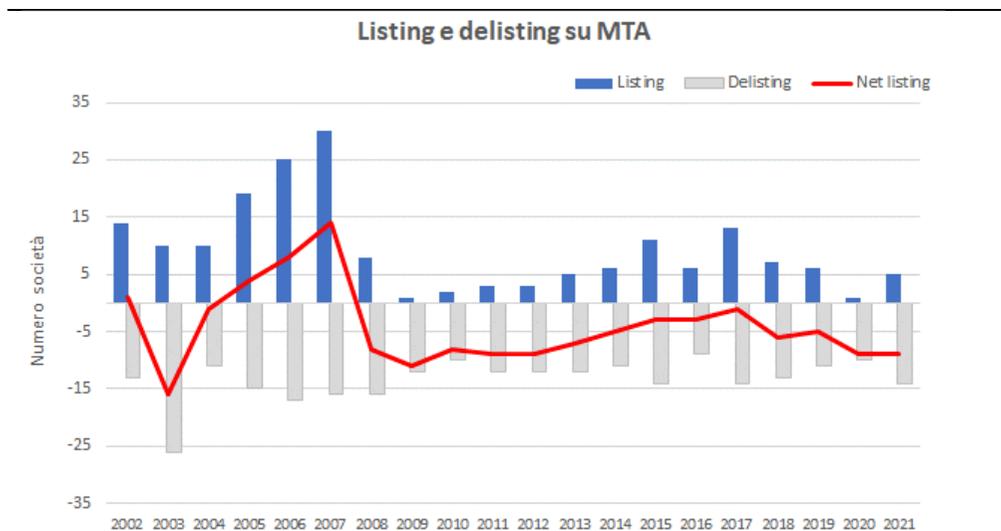
Fig. 3 - Listing e delisting in Italia



Fonte: elaborazioni su dati Consob e Politecnico/Intermonite

Il dato complessivo, tuttavia, appare chiaramente influenzato dal numero di nuove ammissioni sui mercati non regolamentati (AIM, oggi *Euronext Growth Milan*). Considerando solo l'evoluzione del mercato principale, regolamentato (MTA), si registrano infatti *net delisting* costantemente dal 2008, con un'accelerazione dal 2017 (Fig.4).

Fig. 4 - Listing e delisting in Italia - solo mercato regolamentato



Fonte: elaborazioni su dati Consob e Politecnico/Intermonite

La contrazione dimensionale della borsa in Italia è ascrivibile a un novero di nuove quotazioni molto ridotto (5 IPO in media dal 2009) a fronte di *delisting* in numero decisamente superiore benché stabile nel tempo. A destare ulteriore preoccupazione, è un *trend* di apparente sostituzione tra i *driver* che spingono le imprese ad abbandonare la borsa. Come illustrato in un recente studio della Consob⁶, negli ultimi anni, tra le cause di *delisting*, si è assistito ad un sensibile incremento delle Opa, sempre più frequentemente finalizzate alla revoca dalle quotazioni di imprese non più solo di piccola dimensione. In sintesi, laddove storicamente i *delisting* derivavano dalla perdita dei requisiti di quotazione da parte di società in crisi, o comunque di ridotta capitalizzazione e con azioni illiquide, negli ultimi anni ad uscire dalla borsa sono stati gruppi perfettamente *in bonis*, di medie-grandi dimensioni, pervenuti al *delisting* ad esito di un'operazione di mercato quale l'Opa.

Conseguentemente, la contrazione del listino domestico non è stata solo a livello di ampiezza (il numero complessivo di società quotate si è ridotto dalle 285 del 2009 – picco massimo – alle 233 del 2021), ma anche di spessore. In termini di capitalizzazione di borsa, infatti, nel ventennio considerato il saldo *listing-delisting* è negativo per tre quinquenni su quattro, con una perdita complessiva, nell'intero intervallo 2002-2021, di 31 miliardi di euro di capitalizzazione⁷.

Le cause di una così netta contrazione dei *public markets* globali sono state oggetto di numerose ricerche. Diversi studi, tra cui quelli dell'OCSE, hanno più volte sottolineato come la decisione di quotarsi in borsa sia divenuta nel tempo eccessivamente onerosa. Tale onerosità è da intendersi in senso lato, con riferimento sia alla natura dei costi (monetari/di *compliance*) che alla loro dimensione temporale (in IPO/nel continuo durante la quotazione). Benché di norma si associno i costi di quotazione a voci quali le commissioni di sottoscrizione e l'*underpricing* in sede di valorizzazione delle azioni, un recente studio sulla crisi dei mercati europei sottolinea come “*the indirect ongoing costs of being listed are often cited as having the most significant impact on the decision to seek a listing, or, indeed, deciding to delist*”⁸. In ultima analisi, la regolamentazione e la connessa vigilanza sui soggetti quotati in borsa può rivelarsi, in particolare per le imprese di minori dimensioni, un onere tale da favorire i processi di uscita dalla borsa e disincentivare il processo di quotazione.

⁶ Cfr. PICCO *et al.*, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione*, 2021, Consob Discussion Papers, 9 gennaio 2021 (con Introduzione a cura di LENER).

⁷ Unica eccezione, il quinquennio 2012-2016. I dati si riferiscono al solo impatto degli apporti di “nuova capitalizzazione” da parte delle IPO e delle perdite di capitalizzazione per il *delisting*, e non tengono in considerazione, quindi, la variazione dei prezzi di borsa nel periodo considerato.

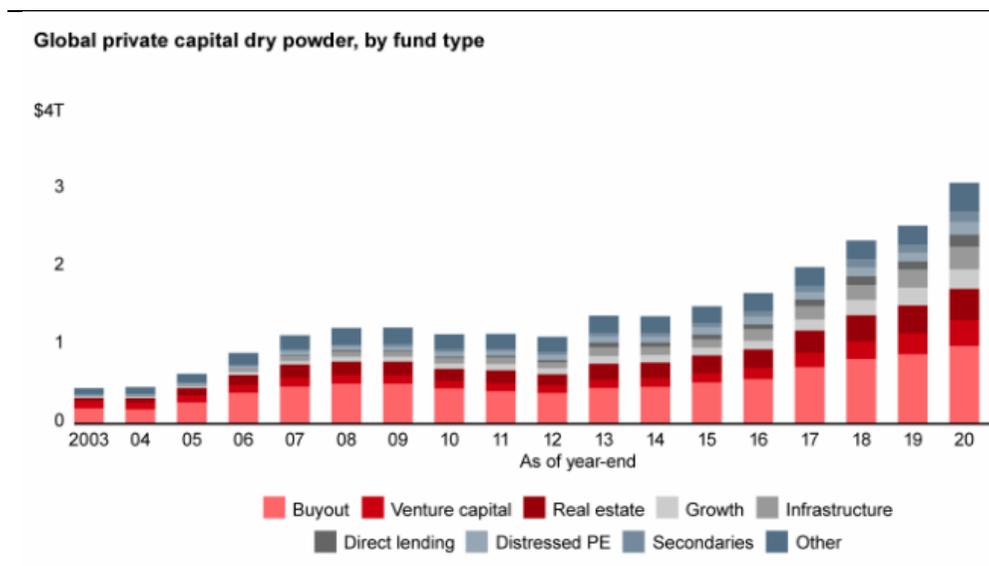
⁸ EUROPEAN COMMISSION, *Primary and secondary equity markets in the EU*, Written by Oxera Consulting LLP, November, 2020, 69.

2.2. La crescita dei *private markets*

Parallelamente alla contrazione dei *public markets* a livello globale e domestico, si è assistito ad una rapida crescita dei cd. *private markets*⁹, ossia dei canali di finanziamento alle imprese, diversi dal credito bancario, che non prevedono il ricorso al pubblico tramite l'emissione e la successiva negoziazione di strumenti finanziari.

Come mostrato dalla Fig. 5, la crescita del *private equity* – in tutte le sue categorie – è stata velocissima, in particolare negli ultimi anni, con le risorse disponibili per l'investimento (*dry powder*) quasi triplicate dal 2014.

Fig. 5 - Sviluppo dei “*private markets*”



Fonte: Bain. 2022, *Private Equity Report Midyear*

Un decennio di politica monetaria ultra-espansiva ha sicuramente favorito la crescita dei *private markets*, da un lato favorendo un'operatività storicamente incentrata sul ricorso alla leva finanziaria, dall'altro incoraggiando la raccolta di capitali presso investitori (non solo istituzionali) alla ricerca di rendimenti “accettabili” in un contesto prolungato di tassi negativi.

La brusca inversione di orientamento della politica monetaria globale, a partire da metà 2022, dovrebbe quindi tradursi nei prossimi mesi in un'acuta contrazione delle attività dei *private markets*.

⁹ Il termine *private markets*, o *private finance*, si riferisce generalmente sia al *private equity/venture capital* che al *private debt*. Nel prosieguo della trattazione, tuttavia, al fine di permettere una più coerente comparazione con la borsa, si userà l'espressione nella accezione più ristretta di *equity private markets*.

Diversi commentatori, sia accademici che istituzionali, tuttavia, si domandano se lo sviluppo dei *private markets* non abbia un carattere più strutturale, ed in particolare se non possa essere messo in relazione con il descritto “declino” dei *public markets*. Secondo questa lettura, i *private markets* sarebbero prosperati nell’ultimo decennio proprio come risposta all’eccessiva onerosità, finanziaria ma soprattutto di *compliance*, delle borse, offrendo alle imprese una fonte di finanziamento più accessibile e facilmente gestibile. Il nesso tra *private equity* e borsa, da sempre studiato attraverso le lenti della complementarità e sequenzialità (si veda, ad esempio, il modello del *funding escaltator* riportato in precedenza), si starebbe quindi evolvendo secondo una dimensione tipicamente concorrenziale, sia in ingresso che in uscita dai mercati pubblici.

Da un lato, infatti, i fondi di *private equity* non si limiterebbero a sostenere la maturazione aziendale fino all’approdo in borsa, ma sempre più spesso si offrirebbero come alternativa alla quotazione stessa, promettendo più rapidi tempi di raccolta/cessione del capitale e valutazioni, se non più generose, almeno meno volatili. Dall’altro, gli stessi fondi finanzierebbero sempre più spesso le operazioni di *delisting*, investendo in società “pubbliche” per riportarle “private”. Pur in assenza di attendibili evidenze empiriche a supporto, anche una mera osservazione delle frequenti IPO cancellate per via di una operazione di *buyout*, e soprattutto le sempre più frequenti Opa da *delisting* promosse da fondi di private equity sembrano supportare la tesi.

3. Conclusioni

Nel primo paragrafo si è sottolineato come la quotazione in borsa non sembri rappresentare la scelta ottimale per il finanziamento dello sviluppo di lungo termine di imprese caratterizzate da una prevalenza di asset intangibili. Per esse, la pur necessaria raccolta di capitale di rischio dovrebbe preferibilmente passare per un *equity financing* di tipo privato (*venture capital* e *private equity*), ossia per investitori istituzionali dotati delle competenze necessarie a valorizzare i beni immateriali della società e capaci di tutelarne i diritti di proprietà intellettuale.

Sviluppare mercati per le PMI, disegnare normative che favoriscano l’orientamento al lungo termine degli investitori, sostenere il processo di “istituzionalizzazione” degli investimenti in corso, ampliare gli obblighi di *disclosure* sugli asset intangibili e raffinare i relativi *standard* contabili sono le azioni di *policy* che potrebbero favorire la quotazione in borsa di imprese innovative o, semplicemente, “moderne” nel senso di maggiormente imperniate su risorse immateriali.

In particolare, un recente studio di due ricercatrici italiane sull’informativa in sede di IPO dimostra gli effetti benefici (in termini di maggior domanda di titoli) di una *disclosure* in materia di *intangibles* dettagliata e personalizzata a seconda degli investitori *target* (investitori istituzionali, maggiormente interessati agli

investimenti tecnologici e alla gestione delle risorse umane; investitori individuali, più focalizzati su spese di R&D, strategie, alleanze)¹⁰.

Queste e simili evidenze empiriche supporterebbero la proposta (anche dell'OECD¹¹) di rafforzati obblighi di trasparenza in materia di *asset* immateriali sia in sede di IPO che successivamente alla quotazione. Un intervento di *policy* di tale tenore favorirebbe una più corretta valorizzazione della azienda e potrebbe attirare maggiori investitori. Tuttavia, laddove nell'analisi costi/benefici dei fondatori dell'azienda prevalessero i timori di *spillover* amplificati dalla maggiore *disclosure*, tali misure otterrebbero l'effetto opposto di frenare ulteriormente la propensione alla quotazione di tale tipologia di imprese.

Misure a sostegno della quotazione dell'"impresa intangibile" non paiono quindi di facile individuazione. Pare opportuno chiedersi, tuttavia, se dette misure siano strettamente necessarie.

La funzione di un efficiente mercato dei capitali è quella di fornire alle aziende un canale diretto di finanziamento, in particolare permettendo la raccolta di capitale di rischio necessario a supportare lo sviluppo imprenditoriale di lungo periodo. La quotazione in borsa, il ricorso al risparmio di un pubblico indistinto di investitori tutelati da un rigido sistema di regole e dalla connessa architettura di vigilanza, è da sempre la principale forma di organizzazione del mercato dei capitali. Ma non è l'unica. Il secondo paragrafo ha illustrato il cambiamento in atto sui mercati dei capitali, con una diffusa e profonda contrazione delle borse mondiali accompagnata, se non direttamente causata, da una evoluzione impetuosa di *private markets*.

Questa trasformazione del sistema finanziario, che potrebbe avere natura strutturale e non temporanea, è stata prevalentemente spiegata ricorrendo a due fattori: le eccezionali condizioni della politica monetaria dell'ultimo decennio, e l'accresciuta onerosità dell'acquisizione e del mantenimento dello status di società quotata. Seguendo il filo logico di questo intervento, tuttavia, una terza spiegazione, meno indagata, può essere individuata nella circostanza che lo sviluppo dei moderni sistemi produttivi verso il paradigma di "economia dell'intangibile" necessariamente comporta una contrazione dei *public markets*. Semplificando e sintetizzando: se "l'impresa intangibile" non va in borsa, un'economia sempre più fondata su imprese intangibili non può che vedere la borsa perdere rilevanza.

GOVINDARAJAN *et al.* (2018) esprimono bene il concetto delle mutate esigenze strategiche delle moderne "imprese intangibili": «More than funds, today's evolving companies need expert manpower, contacts, strategic relationships, and investors who understand their business model and can convince other investors to provide multistage funding. Their need is better met by partnerships with sophisticated, private

¹⁰ Cfr. CARDI - MAZZOLI, *The role of intangibles disclosure in Italian IPOs - An explorative study on primary and secondary market investors' reactions*, in 31 *Eur. Bus. Rev.*, 2019, 688 ss.

¹¹ Cfr. OECD, *Bridging the gap in the financing of intangibles to support productivity: Background paper*, 2021.

*equity investors than with passive public investors»*¹². Dello stesso tenore sono anche i commenti di DOIDGE *et al.* (2018), che arrivano a profetizzare l’*“eclipse of public markets”*: «we argue that U.S. public markets have shown themselves not well-suited to satisfy the financing needs of young firms with mostly intangible capital. In that sense, what we are really witnessing is *an eclipse not of public corporations, but of the public markets as the place where young successful American companies seek their funding»*¹³.

Difficile asserire con certezza il prossimo tramonto della borsa come oggi la conosciamo. Certamente, tuttavia, il nuovo ordine capitalistico descritto da HASKEL e WESTLAKE sembra poggiarsi non solo su una rivoluzionaria articolazione dei fattori produttivi dell’impresa, con l’emersione del capitale intangibile sul capitale fisico, ma anche su una correlata riorganizzazione dei canali di finanziamento non bancario, con la prevalenza dei *private* rispetto ai *public markets*.

I mutamenti in atto, profondi e multidisciplinari, meritano certamente l’attenzione della migliore ricerca accademica. A una attenta riflessione, e ad un necessario ripensamento della propria missione e del proprio *modus operandi* sarà tuttavia chiamato anche chi, per mandato istituzionale, è preposto alla regolamentazione e vigilanza dei mercati finanziari.

¹² Cfr. GOVINDARAJAN *et al.*, *Why We Shouldn’t Worry About the Declining Number of Public Companies*, in *Harvard Bus. Rev.*, August 27, 2018, in <https://hbr.org>. Gli Aa. così concludono: «Unlike public equity investors, private equity investors create value in their investee firms by bringing sophisticated knowledge base, obtaining direct access to managers’ private information, providing timely feedback on firm’s strategic plans, actively managing firms via board representation, creating contacts with external scientific teams, and identifying and facilitating strategic partnerships. Private investors help the evolving firms to find right suppliers of human resources, marketing, production, distribution, and accounting functions, that were previously done inhouse. Today’s firms therefore prefer to stay in private equity investors’ nurturing hands longer than did capital-hungry manufacturing corporations».

¹³ DOIDGE *et al.*, *Eclipse of the Public Corporation or Eclipse of the Public Markets?*, 1, dove il riferimento è al seminale lavoro di JENSEN, *Eclipse of the Public Corporation*, in 67 *Harvard Bus. Rev.*, 1989, 61 ss.

