



**POLITECNICO
MILANO 1863**



Quaderni di ricerca Intermonte

**Quotazione in Borsa e creazione di valore:
il percorso delle IPO 'vincenti' a Piazza Affari.
Analisi empirica sul periodo 2011–2025**

Indice

	pagina
Presentazione (Intermonte SIM)	3
<i>Executive summary</i>	5
1. Quotazione in Borsa, rendimenti e multipli di valutazione: gli studi esistenti	7
2. Metodologia della ricerca e risultati empirici	9
□ Il campione di analisi	9
□ La <i>performance</i> di mercato	11
□ I multipli di valutazione	12
□ L'impatto creato dalle imprese 'vincenti'	15
□ Le variabili correlate con i rendimenti di mercato	16
3. Conclusioni: un 'decalogo' per gli imprenditori	21
Bibliografia	23
Il gruppo di ricerca	25

Presentazione

Intermonte SIM

Intermonte, *investment banking firm* di riferimento per PMI e investitori sul mercato italiano, conferma il suo impegno nel supportare la ricerca e rinnova la sua collaborazione con la School of Management del Politecnico di Milano: la nona edizione dei “Quaderni di ricerca Intermonte” analizza quali sono i fattori di successo per le imprese quotate in Borsa più ‘virtuose’, ovvero quelle che hanno mostrato valutazioni e rendimenti più significativi dopo la quotazione.

Il lavoro parte dall’analisi di 363 matricole di Borsa dal 2011 al 2025, con capitalizzazione iniziale sotto € 1 miliardo, con un’ampia rappresentanza dei settori Consumer, Industrial e Technology, ovvero i più rappresentativi della manifattura italiana e, in generale, dell’economia reale del Paese. Al momento della quotazione, l’intero campione esprimeva un fatturato aggregato di oltre € 25 miliardi e oltre 107.000 addetti.

Concentrando l’analisi sul miglior 25% del nostro *panel*, in 5 anni queste aziende hanno più che raddoppiato le vendite e triplicato gli utili, creando oltre 9.800 nuovi posti di lavoro.

Secondo la ricerca, gli elementi che hanno determinato questo successo per le società più virtuose del paniere dipendono da una serie di fattori che abbiamo raccolto in un “decalogo” di *best practice* per le società che si quotano. La quotazione appare quindi più efficace quando è preparata come un percorso di crescita e non solo come singolo evento di mercato: *governance* chiara, *pricing* equilibrato, visibilità verso gli investitori e capacità di *execution* nel post-IPO risultano elementi chiave per il successo nel lungo periodo.

Con questa analisi ci auguriamo di fornire interessanti spunti di riflessione per i numerosi soggetti coinvolti – dalle aziende agli investitori, sia privati sia istituzionali, dai gestori del risparmio agli intermediari finanziari, fino al legislatore – e siamo lieti che Intermonte possa contribuire in modo concreto al dibattito sullo sviluppo del mercato dei capitali, con l’auspicio che quest’ultimo diventi uno strumento sempre più efficiente al servizio delle PMI italiane.

Un ringraziamento particolare va al Politecnico di Milano, con cui prosegue un rapporto di collaborazione solido e proficuo, e ai colleghi dell’Ufficio Studi di Intermonte, che hanno dato come sempre un contributo fattivo all’analisi.

Guglielmo Manetti

Amministratore Delegato Intermonte SIM

Executive summary

Il 90% degli scambi sui listini di Borsa Italiana si concentra sulle 40 *blue chips* dell'indice FTSE MIB. Tutti gli altri titoli, pur rappresentando una parte minoritaria degli scambi, costituiscono una parte rilevante dell'economia 'reale' del Paese, per non parlare delle migliaia di aziende (grandi, medie e piccole) che non sono quotate a Piazza Affari.

Stimolare l'interesse del mercato verso queste imprese è stato uno degli obiettivi di *policy* principali in Europa e in Italia negli ultimi anni. Numerosi sono i provvedimenti che si sono susseguiti, dalle agevolazioni fiscali (PIR, PIR alternativi e credito d'imposta per le PMI quotate) alla riforma del diritto societario (Legge Capitali, revisione del TUF) e dei regolamenti secondari di Consob e Borsa Italiana. Tuttavia, anche a causa della volatilità dei mercati e delle crisi geopolitiche internazionali, rispetto al potenziale sono ancora poche le imprese che decidono di quotarsi.

Questa ricerca intende dare un contributo in tale direzione per capire quali sono i fattori di successo per le imprese quotate in Borsa più 'virtuose' ovvero quelle che hanno mostrato valutazioni e rendimenti significativi dopo l'ammissione a Piazza Affari. Il lavoro parte dall'analisi di 363 'matricole' di Borsa dal 2011 al 2025, con capitalizzazione iniziale sotto € 1 miliardo; ben il 65% di esse appartiene ai comparti Consumer, Industrial e Technology, ovvero ai settori più rappresentativi della manifattura italiana e in generale dell'economia 'reale' del Paese. In aggregato parliamo di aziende industriali che all'ingresso in Borsa esprimevano un volume di ricavi pari a oltre € 25 miliardi e occupavano (comprendendo anche le società finanziarie) oltre 107.000 addetti.

Focalizzando su quelle che hanno generato i risultati più brillanti in termini di rendimenti di mercato (il miglior 25%), la ricerca trova alcune evidenze e correlazioni interessanti. Dopo 5 anni la *performance* cumulata media è pari a +49,7%, che diventa +173,8%

se consideriamo solo il miglior 10%. I rendimenti sono particolarmente significativi sul segmento Euronext STAR.

L'analisi dei multipli di valutazione evidenzia per le imprese 'vincenti' una capacità di mantenere stabilità e attenzione da parte del mercato nel corso del tempo.

In 5 anni queste aziende hanno più che raddoppiato il fatturato aggregato e triplicato gli utili. Se consideriamo il miglior 10% del campione, la crescita mediana dei ricavi è pari a +195%. In termini di occupati, il miglior 25% ha registrato un incremento di oltre 9.800 posti di lavoro con una crescita degli occupati pari al 71%.

Il successo post-IPO è correlato ad una serie di fattori, legati alla *governance*, alla struttura dell'operazione, alle strategie implementate negli anni successivi, riassunti in un 'decalogo'. Le matricole con profili più solidi tendono a valorizzare la *diversity* nel CDA, con una buona rappresentanza di donne e di persone appartenenti a diverse fasce di età ed evitando la presenza di amministratori con ruoli anche in altre società quotate. Mantengono una dimensione del *management team* non troppo alta e promuovono un piano di crescita per acquisizioni. Fissano un flottante (ovvero quella percentuale del capitale collocata sul mercato presso investitori professionali e *retail* per assicurare liquidità) sufficiente ma non eccessivo; definiscono insieme ai loro *advisor* il prezzo del collocamento con maggiore attenzione rispetto alla domanda del mercato. Mantengono una base azionaria stabile e forte e danno segnali credibili di *commitment* da parte degli azionisti pre-IPO (come le clausole di *lock-up*). Indicatore di un interesse del mercato dopo la quotazione è anche l'incremento della copertura degli analisti nel corso del tempo, favorito da un'efficace azione di *investor relations*.

La quotazione appare più efficace quando è preparata come un percorso di crescita e non solo come singolo evento di mercato: *governance* chiara, *pricing* equilibrato, visibilità verso gli investitori e capacità di

execution nel post-IPO risultano elementi chiave. Naturalmente in tutto questo il fattore chiave più importante rimane quello di un pro-

getto imprenditoriale di qualità, con obiettivi di crescita credibili, capacità manageriale adeguata nel creare valore sostenibile e gestire in modo efficace le *operations*.

1. Quotazione in Borsa, rendimenti e multipli di valutazione: gli studi esistenti

Il tema della *performance* di mercato delle imprese che si quotano per la prima volta sul mercato borsistico è uno dei più studiati nel campo della finanza (Ibbotson et al., 1994). È anche un tema di grande attualità, visto l'elevato numero di imprese che negli ultimi anni (non solo in Italia ma in tutti i mercati) hanno deciso di abbandonare volontariamente la Borsa. Come richiamato dal recente studio dell'Osservatorio Consob Cetif Università Cattolica (2026), *performance* di prezzo negative e multipli di valutazione insoddisfacenti sono fra i motivi possibili della disaffezione degli imprenditori. Storicamente molti studi accademici hanno rilevato rendimenti medi più bassi per le 'matricole' di Borsa rispetto all'indice del mercato (Ritter, 1991; Loughran e Ritter, 1995; Giorgino et al., 2001) ma negli anni recenti le evidenze empiriche sono meno nette, come anche dimostrato in studi precedenti pubblicati su questa collana di Quaderni, relativi al mercato italiano. La *performance* di mercato delle 'matricole' di Borsa è abbastanza differenziata e può dipendere da numerosi fattori. Da una parte alcune imprese possono mostrare rendimenti elevati, dall'altra si possono trovare casi di insuccessi marcati.

Un primo filone della letteratura fa leva sul *market timing* della quotazione. Secondo questa ipotesi, gli imprenditori approfittano opportunisticamente di momenti di valutazione favorevole sul mercato per quotare le aziende in Borsa, sapendo che in futuro crescita e redditività saranno inferiori rispetto a quanto si possa pensare (Loughran e Ritter, 1995). Il risultato è una *performance* sfavorevole mano a mano che il mercato aggiorna le proprie aspettative. Il fatto che gli analisti incaricati di studiare e analizzare le imprese neo-quotate possano essere troppo ottimistici contribuisce a distorcere le percezioni del mercato (Rajan e Servaes, 1997).

Altri studi individuano una serie di fattori, molti dei quali considerati in questo studio, che sono correlati con i rendimenti di mercato nel medio/lungo periodo. L'*underpricing* iniziale, definito come il rendimento nel primo giorno di quotazione rispetto al prezzo di offerta, è di solito associato a una *performance* più deludente nei cinque anni successivi (Ritter, 1991); una possibile spiegazione è legata all'euforia irrazionale e alla volatilità che di solito contribuiscono a generare un *underpricing* iniziale, ma che si rivelano elementi dannosi nel lungo termine. La presenza di investitori professionali nel capitale prima della quotazione, come fondi di *venture capital* e *private equity*, può fungere da elemento di segnalazione e di certificazione e portare a rendimenti migliori (Gompers, 1996). Lo stesso effetto benefico può essere generato dal prestigio degli *underwriter* e degli *advisor* che accompagnano l'impresa nel percorso verso il mercato borsistico (Carter et al., 1998). Anche l'adozione di buone pratiche di *governance* come comitati interni, amministratori indipendenti nel *board*, codici etici, possono favorire un maggiore rendimento dei titoli azionari (La Porta et al., 1998; Yermack, 1996). La promozione della *gender diversity* all'interno del consiglio di amministrazione è considerata un altro elemento favorevole (Cardi e Lucarelli, 2017).

Le strategie che definiscono i contorni dell'offerta pubblica iniziale (IPO) finalizzata alla quotazione possono avere un effetto segnaletico. Secondo Leland e Pyle (1977) una quota maggiore del capitale mantenuta dagli azionisti controllanti (con un flottante quindi più basso) è associata con rendimenti futuri migliori, perché funge da elemento di segnalazione della qualità dell'impresa. Al contrario, una maggiore separazione fra proprietà e controllo (con una quota mantenuta dai soggetti controllanti minore, magari attraverso l'uso di azioni con diritto di voto limitato o con diritto di voto multiplo) potrebbe in-

centivare l'estrazione di benefici privati e danneggiare il valore dell'impresa (Jensen e Meckling, 1976).

Le società a controllo familiare tendono a ragionare su orizzonti temporali più lunghi; mostrano minore *turnover* manageriale e in virtù di questo generano spesso *performance* operative superiori (Villalonga e Amit, 2006).

In questo studio daremo un contributo addizionale alla letteratura esistente focalizzando l'attenzione sulle imprese con capitalizzazione inferiore a € 1 miliardo che si sono quotate sui listini di Borsa Italiana dal 2011 al 2025 e che hanno generato i rendimenti più elevati.

2. Metodologia della ricerca e risultati empirici

L'obiettivo di questo lavoro è individuare quali fattori sono risultati maggiormente e significativamente correlati alla valutazione di mercato delle matricole di Borsa diverse dalle *blue chips* che hanno meglio performato negli ultimi 15 anni.

Il campione di analisi

Sono state considerate tutte le società quotate sui listini regolamentati e non regolamentati di Borsa Italiana dal 2011 al 2025, con capitalizzazione iniziale sotto € 1 miliardo, escludendo i trasferimenti da un listino ad un altro e le ammissioni di SPAC (sono invece considerate le *business combination* fra le SPAC quotate e le aziende non quotate acquisite).

Il campione è quindi composto da 363 imprese, di cui 36 quotate sul listino principale (Euronext Milan), 31 sul segmento Euronext STAR Milan e le altre 296 su Euronext Growth Milan (in questo caso i numeri comprendono anche i 'vecchi' listini AIM Italia e MAC). Le imprese del campione che non erano più quotate al 31/12/2025 erano 106.

La Figura 2.1 descrive il flusso delle ammissioni nel corso degli anni; sono evidenti i cicli positivi e negativi che si sono alternati sui listini borsistici. Le quotazioni sul listino principale e sul segmento STAR sono state molto poche, soprattutto nell'ultimo biennio (una sola società neoquotata con capitalizzazione sotto il miliardo di euro). Più numerose sono state le imprese che hanno scelto Euronext Growth Milan, con una punta massima di 42 'matricole' nel 2021.

Per le aziende del campione sono stati raccolti i seguenti dati:

- capitalizzazione al primo giorno di quotazione;
- numero (e percentuale rappresentativa del capitale flottante) di azioni offerte nel collocamento contestuale alla quotazione, prezzo di offerta e dimensione del collocamento, considerando anche eventuali opzioni di *green shoe*, distinguendo fra azioni di nuova emissione (*primary*) e azioni già esistenti (*secondary*);

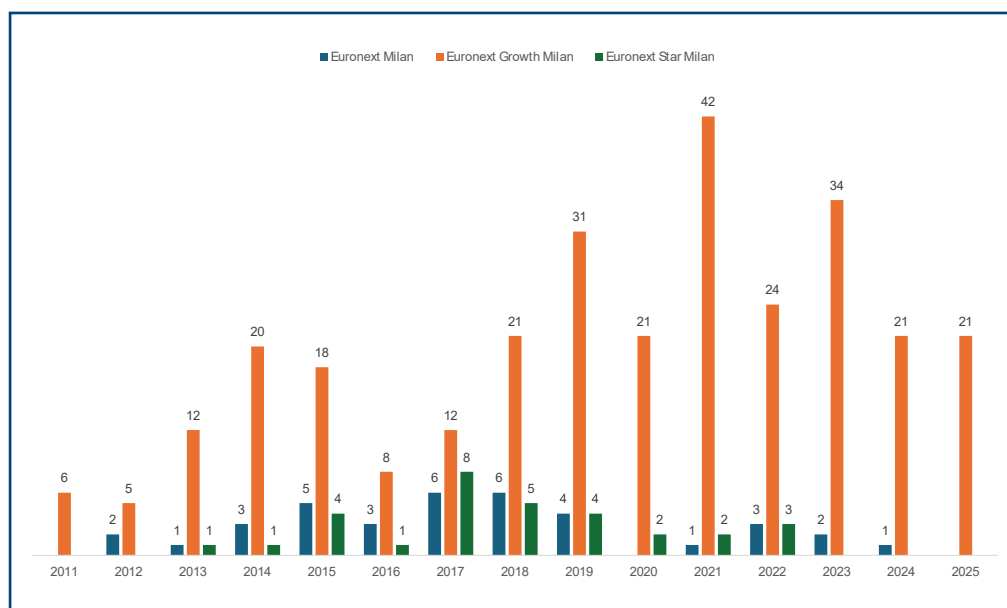
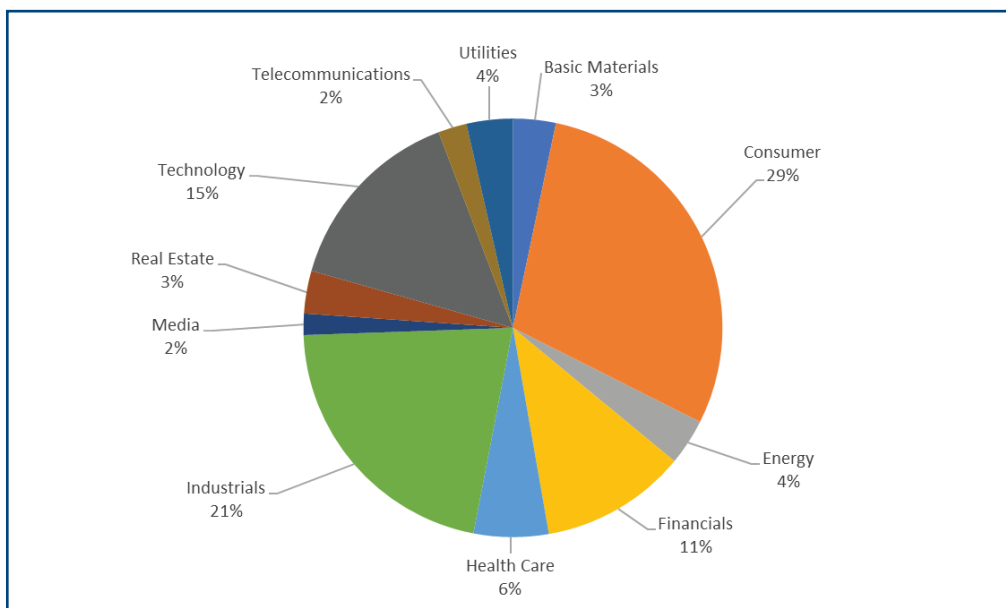


Figura 2.1

Campione di indagine: società quotate sui listini regolamentati e non regolamentati di Borsa Italiana dal 2011 al 2025, con capitalizzazione iniziale sotto € 1 miliardo, escludendo i trasferimenti da un listino ad un altro e le ammissioni di SPAC (sono invece considerate le *business combination* fra le SPAC e le aziende acquisite non quotate). I numeri di Euronext Growth Milan comprendono anche i listini AIM Italia e MAC. Fonte: Borsa Italiana

Figura 2.2

Composizione settoriale del campione di partenza.
Fonte: Borsa Italiana



- *closing price* dopo il primo giorno di quotazione, *underpricing* (definito come la differenza percentuale fra il *closing price* e il prezzo di collocamento dei titoli, rispetto al prezzo di collocamento stesso) e prezzi di mercato fino a 5 anni successivi;
- dati fondamentali dal bilancio consolidato annuale, nel periodo di quotazione (ricavi, EBITDA, utili netti, posizione finanziaria netta e indici di redditività);
- multipli di valutazione rispetto a EBITDA (EV/EBITDA definito come valore dell'*equity* più posizione finanziaria netta su EBITDA) e utili (P/E, definito come prezzo dell'azione su utili per azione); per queste metriche sono stati presi come riferimento sia i valori puntuali di fine anno del prezzo delle azioni sia la media durante l'anno;
- dati sulla *governance* e sulla composizione del CDA;
- concentrazione dell'azionariato e presenza di investitori istituzionali nel corso degli anni;
- *coverage* degli analisti (numero di analisti che mese per mese hanno pubblicato ricerche societarie sul titolo);
- attività di M&A dopo la quotazione (numero di acquisizioni finalizzate nel tempo).

La Figura 2.2 descrive la composizione settoriale del campione utilizzando la tassonomia di Borsa Italiana e mostra che la maggioranza delle imprese appartiene al settore 'Consumer' (29%); seguono il comparto 'Industrials' (21%) e 'Technology' (15%). Sommando questi tre gruppi arriviamo al 65%.

La Tabella 2.1 ci fa vedere invece il flusso delle ammissioni nel tempo, per composizione settoriale. Esso appare abbastanza omogeneo nel tempo; si può vedere un incremento dell'incidenza del settore Industrials negli ultimi anni, a svantaggio dei comparti Technology e Consumer.

Tabella 2.1

Flusso delle ammissioni nel corso del tempo, per attività di *business* delle imprese.
Fonte: Borsa Italiana

Settore	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Totale
Consumer	-	2	6	10	10	4	7	9	10	5	14	8	10	5	6	106
Financials	2	-	2	1	5	2	3	3	5	1	6	5	2	3	1	41
Health Care	-	-	-	-	1	1	2	3	3	2	4	1	2	1	1	21
Industrials	-	1	1	1	5	2	7	10	6	3	7	8	12	8	7	78
Technology	1	2	1	4	1	2	3	3	9	4	11	4	4	2	3	54
Altri Settori	3	2	4	8	5	1	4	4	5	8	3	4	6	3	3	63
Totale	6	7	14	24	27	12	26	32	38	23	45	30	36	22	21	363

La Figura 2.3 dà l'idea della rilevanza in aggregato del campione delle 363 imprese, rispetto alla capitalizzazione iniziale, al flottante medio, al numero di addetti, al volume

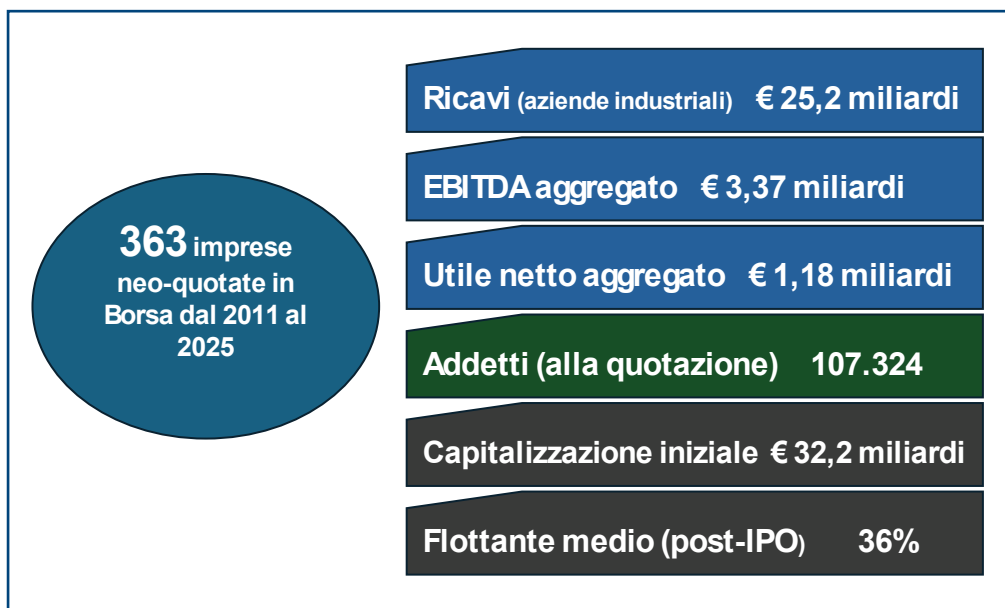


Figura 2.3

La rilevanza del campione della ricerca. Dati sulle imprese analizzate, relativi al momento della quotazione

d'affari in termini di ricavi, margini e utili consolidati (escludendo per i dati di conto economico le società finanziarie). Il volume d'affari annuale alla quotazione era pari a € 25,2 miliardi, con una media di € 306,0 milioni e un valore mediano di € 79,0 milioni, a testimoniare la presenza di molte PMI. L'EBITDA aggregato ammontava a € 3,37 miliardi (valore medio € 10,3 milioni e valore mediano € 2,8 milioni). L'utile netto aggregato valeva € 1,18 miliardi, con un valore medio uguale a € 3,8 milioni e un valore mediano pari a € 0,9 milioni. La capitalizzazione di Borsa complessiva iniziale era € 32,2 miliardi. In termini di addetti, parliamo di una 'squadra' di aziende che - comprendendo anche le società finanziarie - esprimeva 107.324 posti di lavoro al momento dell'ingresso in Borsa. Il valore medio per singola emittente era 306 persone, mentre il valore mediano scende a 79.

Il flottante medio dopo la quotazione, ovvero la quota del capitale dispersa fra gli investitori di Borsa, era il 36% (valore mediano 27%). Per quasi tutte le 'matricole' di Borsa la maggioranza del capitale era saldamente in mano a un azionista di controllo. Per individuare le società neo-quotate 'vincenti' sono stati analizzati i rendimenti che le imprese del campione hanno generato nel tempo e i multipli di valutazione attribuiti dal mercato. Si è scelto di focalizzare l'attenzione sulle imprese che hanno mostrato i migliori risultati, analizzando la distribuzione per percentili, anno per anno.

La performance di mercato

Per quanto riguarda i rendimenti dei titoli quotati, è stata calcolata la performance a 1, 3 e 5 anni dopo l'ingresso in Borsa, rispetto al prezzo di collocamento dei titoli in sede di offerta. In alcuni casi le società si sono delistate prima di queste scadenze, quindi non per tutto il campione i dati sono disponibili fino a 5 anni.

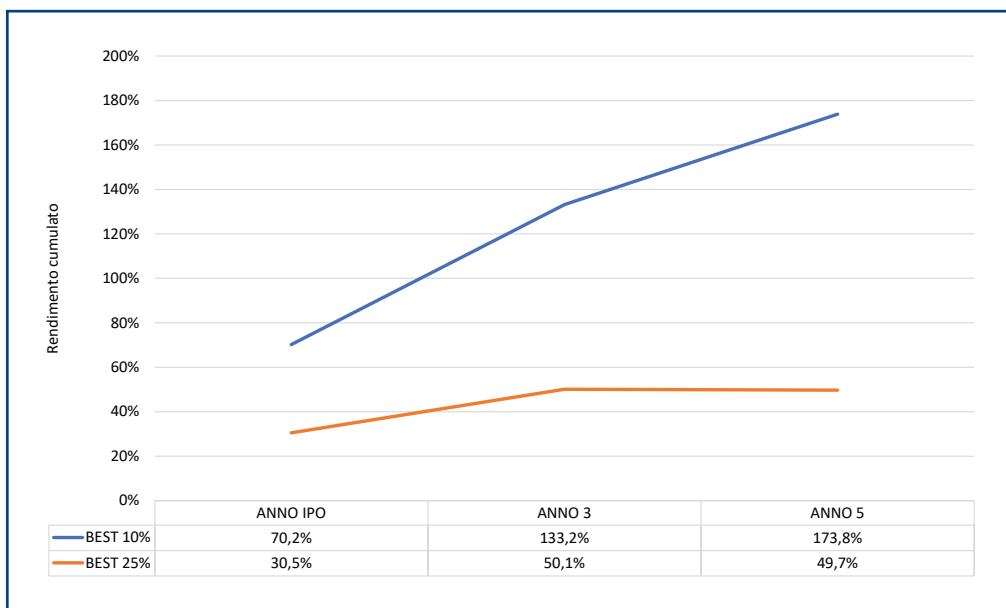
La Figura 2.4 descrive la distribuzione dei rendimenti per gli investitori, focalizzando espressamente su:

- il primo quartile, ovvero la soglia sopra la quale troviamo il miglior 25% del campione;
 - il primo decile, ovvero la soglia sopra la quale troviamo il miglior 10% del campione.
- In questo gruppo troviamo le 'matricole eccellenti' che hanno generato i rendimenti migliori per gli investitori.

Il primo quartile (ovvero il miglior 25% del campione) genera rendimenti positivi nel medio-lungo periodo: a 3 anni il rendimento cumulato è +50,1% mentre quello relativo ai 5 anni è +49,7%. Addirittura il primo decile (quindi il miglior 10% del campione) si attesta sopra un rendimento cumulato che a 3 anni vale +133,2% e a 5 anni vale +173,8%. Si deduce che il miglior 10% delle matricole quotate ha quasi triplicato il valore delle azioni dopo 5 anni.

Figura 2.4

I rendimenti delle azioni per le aziende del campione, dopo l'ingresso in Borsa, a partire dal prezzo di collocamento dei titoli fino a 1 anno, 3 anni, 5 anni: primo quartile (miglior 25%) e primo decile (miglior 10%).
Fonte: Borsa Italiana, LSEG Workspace, Factset, Bloomberg



Le Figure 2.5, 2.6 e 2.7 disaggregano il campione fra i tre principali listini considerati. È interessante osservare che i rendimenti risultano generalmente migliori per il listino principale (+168,4% a 3 anni e +166,8% a 5 anni per il primo decile) e soprattutto per il segmento STAR (rispettivamente +322,9% e +571,8%). La situazione è peggiore per Euronext Growth Milan, che per la numerosità delle imprese che hanno scelto questo listino pesa significativamente nelle statistiche generali. Il miglior 10% genera a 3 anni un rendimento pari a +96,1% e a 5 anni +126,6%.

I multipli di valutazione

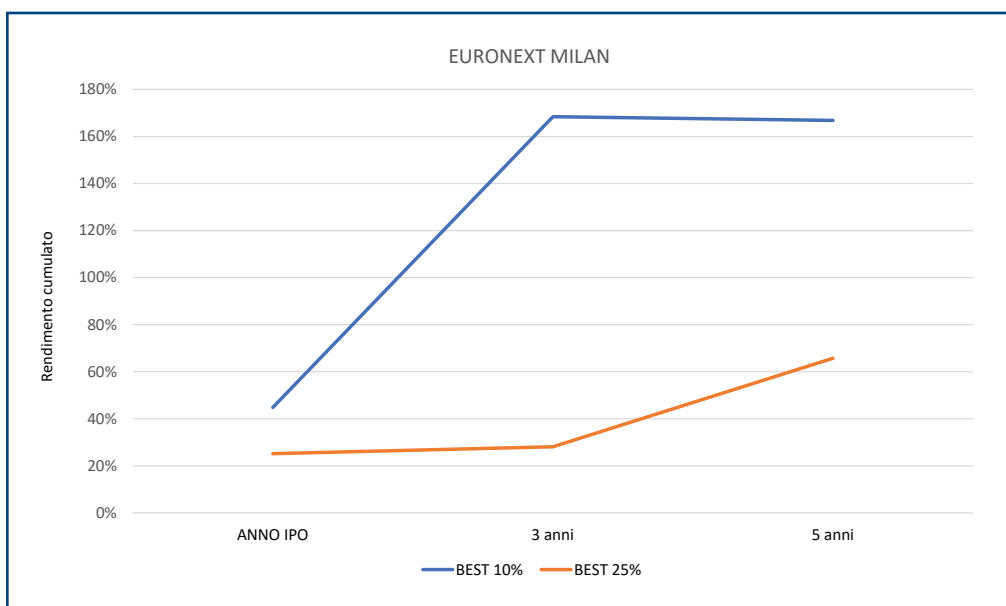
Successivamente, per tutte le società del campione sono stati calcolati dal 2015 al 2025 i multipli:

- EV/EBITDA (Enterprise Value riferito alla fine dell'anno considerato, rapportato all'EBITDA, Earnings before Interests Taxes Depreciation & Amortization relativo all'anno stesso);
- P/E (prezzo delle azioni alla fine dell'anno considerato, rapportato agli utili per azioni dell'anno stesso).

Le Figure 2.8 e 2.9 riportano la distribuzione dei multipli di valutazione nel corso del tempo, mentre le Figure 2.10 e 2.11 mostrano il dettaglio della distribuzione considerando

Figura 2.5

I rendimenti delle azioni per le aziende del campione, dopo l'ingresso in Borsa, a partire dal prezzo di collocamento dei titoli fino a 1 anno, 3 anni, 5 anni: primo quartile (miglior 25%) e primo decile (miglior 10%). Focus sul listino principale.
Fonte: Borsa Italiana, LSEG Workspace, Factset, Bloomberg



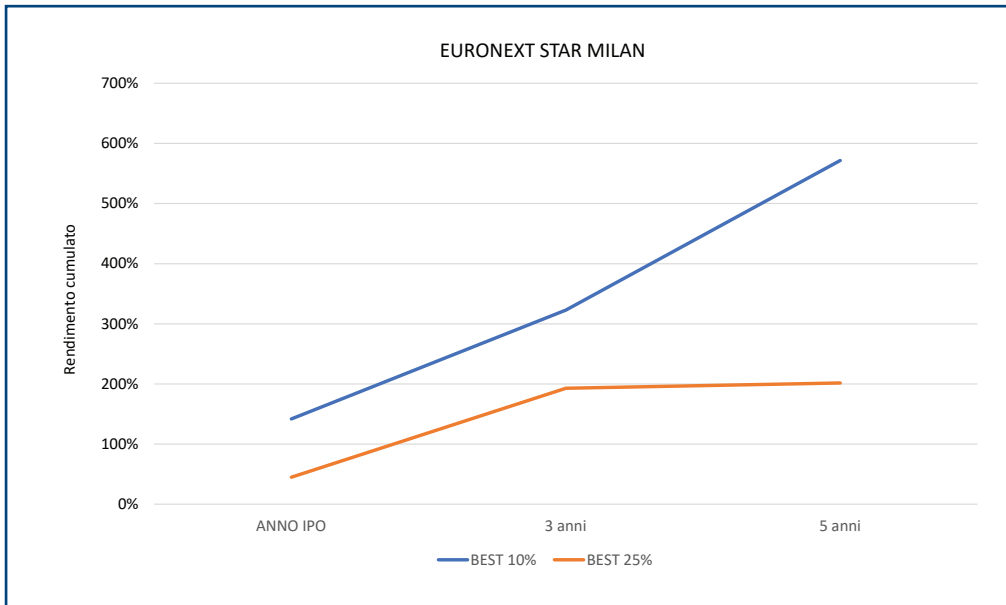


Figura 2.6

I rendimenti delle azioni per le aziende del campione, dopo l'ingresso in Borsa, a partire dal prezzo di collocamento dei titoli fino a 1 anno, 3 anni, 5 anni: primo quartile (miglior 25%) e primo decile (miglior 10%). Focus sul segmento STAR.
Fonte: Borsa Italiana, LSEG Workspace, Factset, Bloomberg

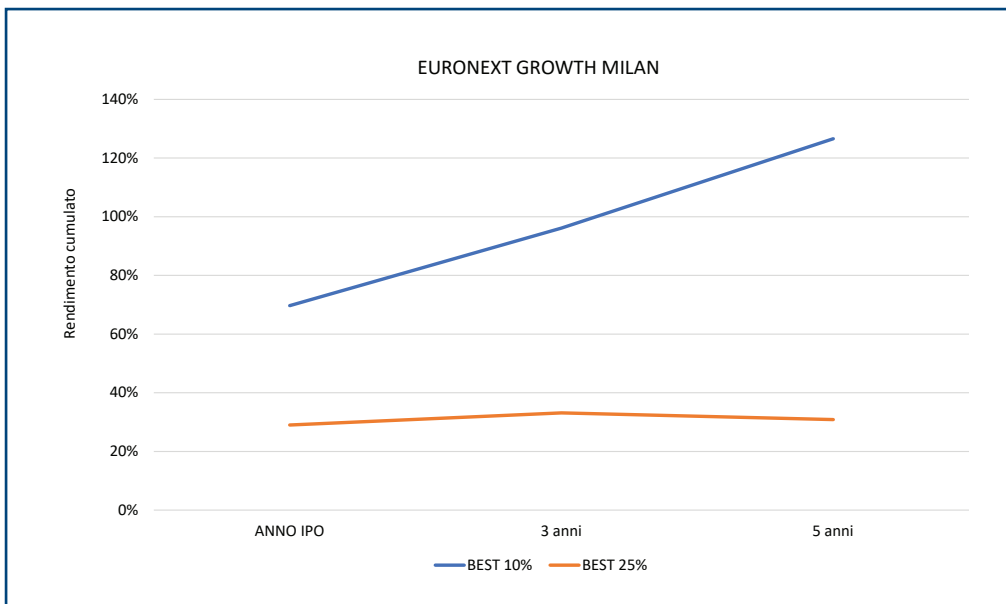


Figura 2.7

I rendimenti delle azioni per le aziende del campione, dopo l'ingresso in Borsa, a partire dal prezzo di collocamento dei titoli fino a 1 anno, 3 anni, 5 anni: primo quartile (miglior 25%) e primo decile (miglior 10%). Focus su Euronext Growth Milan.
Fonte: Borsa Italiana, LSEG Workspace, Factset, Bloomberg

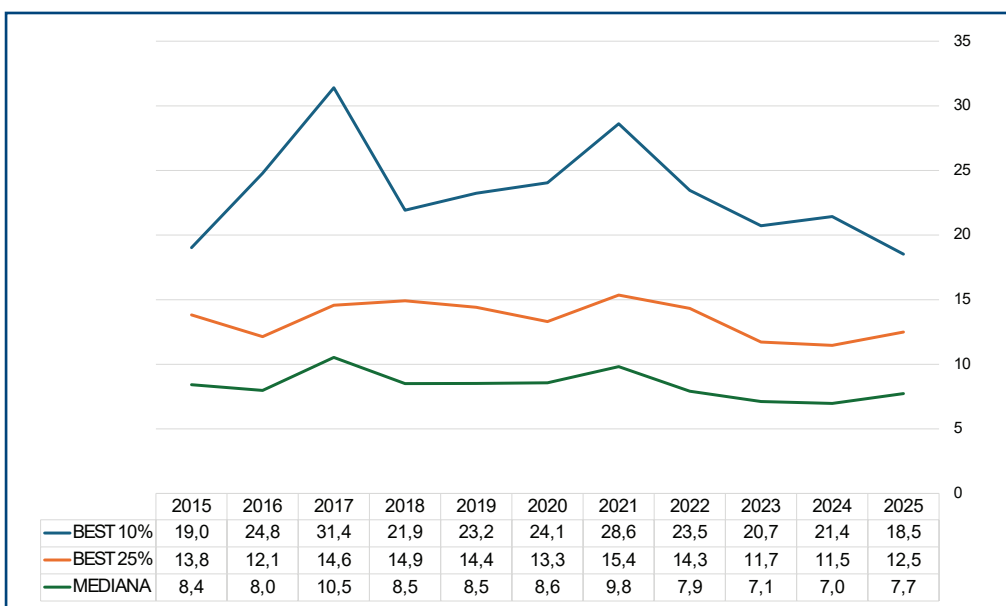
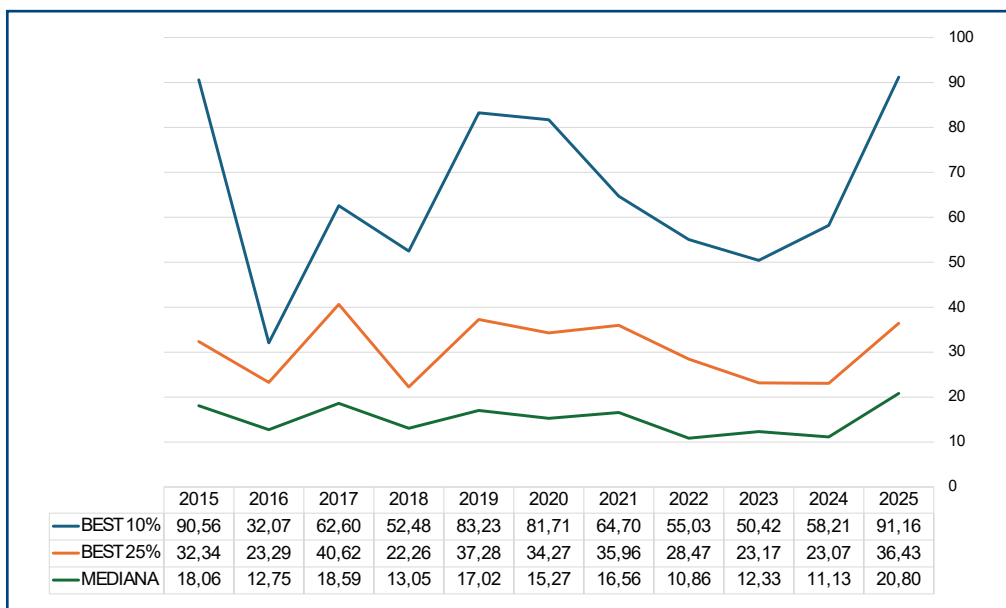


Figura 2.8

Distribuzione del multiplo di valutazione EV/EBITDA nel corso del tempo per le aziende del campione: valore mediano, primo quartile (miglior 25%) e primo decile (miglior 10%).
Fonte: Borsa Italiana, LSEG Workspace, Factset, Bloomberg

Figura 2.9

Distribuzione del multiplo di valutazione P/E nel corso del tempo per le aziende del campione: valore mediano, primo quartile (miglior 25%) e primo decile (miglior 10%).
Fonte: Borsa Italiana, LSEG Workspace, Factset, Bloomberg



campioni a composizione costante, dove focalizziamo l’attenzione sui singoli anni in cui ci sono state più ammissioni, ovvero il 2017 (26 osservazioni), il 2019 (39 matricole) e il 2021 (45). Viene riportato anche il valore mediano per un confronto.

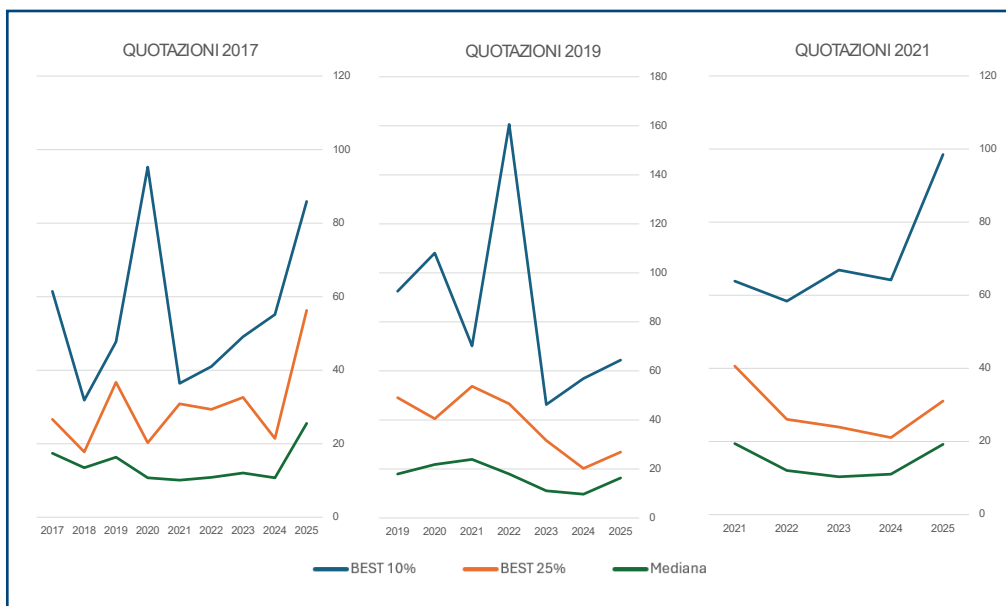
L’analisi dei multipli conferma una forte eterogeneità nelle valutazioni di mercato, che ovviamente dipende anche dall’appartenenza settoriale ma soprattutto dal ciclo di mercato. L’EV/EBITDA mediano appare relativamente più stabile, mentre il P/E è più volatile, soprattutto nelle code della distribuzione. Le coorti 2017, 2019 e 2021 mostrano traiettorie differenti, suggerendo che il mercato ha continuato a premiare selettivamente solo le società capaci di mantenere crescita e redditività nel tempo. Ovviamente prevale il ciclo generale del mercato: lo *shock* della pandemia Covid nel 2020 e lo scoppio della guerra in Ucraina nel 2022 hanno portato a una generale riduzione dei multipli, con un certo recupero nel 2025 per l’indice P/E.

Per verificare la robustezza dei risultati, sono state impiegate anche misure alternative dei multipli, utilizzando valori medi dei prezzi durante l’anno della capitalizzazione di mercato (non solo il valore puntuale a fine anno) e misure *forward-looking* di EBITDA e utili. I risultati ottenuti non sono molto diversi da quelli presentati nelle figure.

Si può quindi affermare che le matricole ‘vincenti’ sono state capaci di mantenere nel tempo una buona valutazione di mercato, legata al *market momentum*; non vi è evidenza di un progressivo disinteresse da parte degli investitori.

Figura 2.10

Distribuzione del multiplo di valutazione EV/EBITDA nel corso del tempo per le aziende quotate nel 2017, 2019 e 2021: valore mediano, primo quartile (miglior 25%) e primo decile (miglior 10%).
Fonte: Borsa Italiana, LSEG Workspace, Factset, Bloomberg



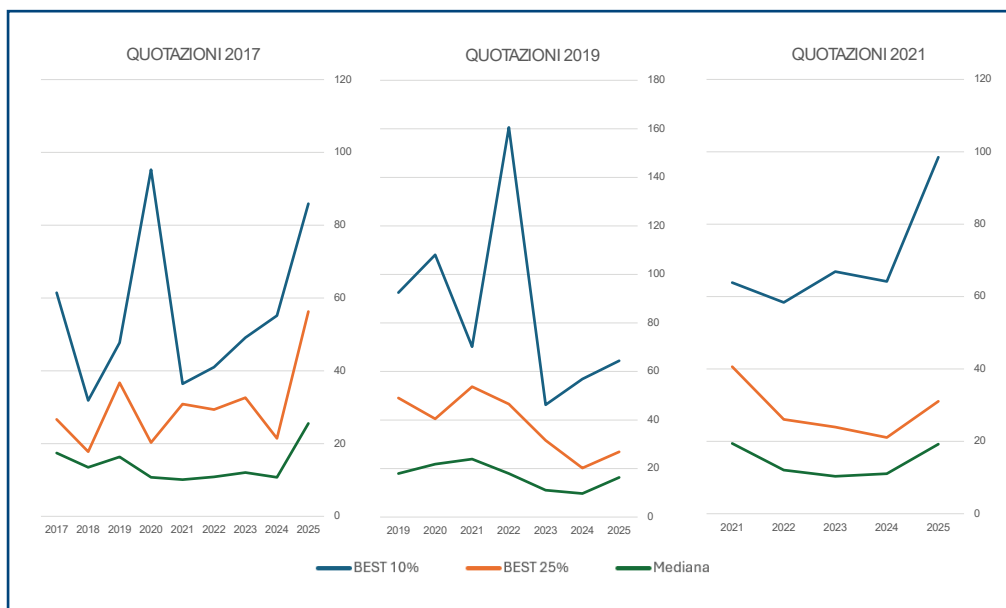


Figura 2.11
Distribuzione del multiplo di valutazione P/E nel corso del tempo per le aziende quotate nel 2017, 2019 e 2021: valore mediano, primo quartile (miglior 25%) e primo decile (miglior 10%).
Fonte: Borsa Italiana, LSEG Workspace, Factset, Bloomberg

L’impatto creato dalle imprese ‘vincenti’

È interessante vedere nella Figura 2.12 alcune misure d’impatto che caratterizzano le imprese ‘vincenti’ del campione, che hanno registrato la migliore *performance* di mercato dopo l’ingresso a Piazza Affari.

Cominciando dal 10% del campione che si posiziona in cima alla classifica vediamo un incremento aggregato dei 5 anni dopo la quotazione pari a +117%; il valore medio per ogni impresa è poco significativo a causa di alcune aziende partite da valori molto bassi che mostrano incrementi fuori scala, mentre quello mediano è +195%.

Rispetto all’EBITDA, l’aumento aggregato è +156% (mediana +261%) mentre per l’utile netto abbiamo +176% (mediana +234%). All’ingresso in Borsa le aziende contavano 4.987 addetti, che sono diventati 8.277 dopo 5 anni (+66%). La crescita è stata spesso sostenuta da acquisizioni ma non mancano i casi di emittenti capaci di sfruttare cicli positivi del mercato per incrementare autonomamente le vendite, grazie anche al capitale raccolto al momento della quotazione. Una leva importante è stata l’internazionalizzazione.

Se allarghiamo l’analisi al miglior 25% del campione, sempre nella Figura 2.12 registriamo una crescita dei ricavi aggregati per le società industriali del 102%; gli incrementi per EBITDA e utile netto sono identici (+203%). Gli addetti sono invece aumentati del 71% passando da 13.951 a 23.845.

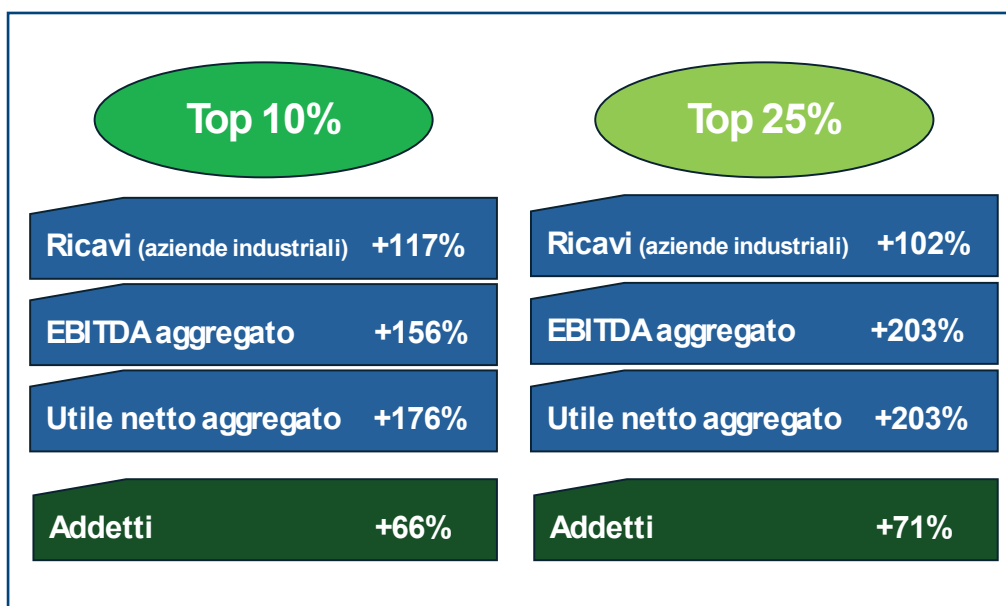


Figura 2.12
L’impatto generato dalle imprese ‘vincenti’ nei 5 anni dopo la quotazione

Le variabili correlate con i rendimenti di mercato

La prima parte del lavoro ha evidenziato che la *performance* delle società neo-quotate in Borsa è molto variegata: come abbiamo sottolineato, alcune imprese mostrano rendimenti molto buoni, ma è chiaro che questo non accade sempre. Allo stesso modo l'analisi sui multipli di valutazione mostra una certa eterogeneità: il mercato tende a premiare le opportunità future di alcune emittenti, mentre offre valutazioni prospettiche più conservative in altri casi.

La seconda parte dell'analisi è dedicata a capire quali possono essere le determinanti correlate con questa eterogeneità di risultato. In altre parole, si tratta di capire quali strategie e quali comportamenti possano essere il 'segreto' del successo per una Small Cap o Mid Cap che si appresta ad entrare in Borsa.

Le variabili che sono state considerate sono:

- la struttura proprietaria risultante dopo il collocamento (concentrazione della proprietà, dimensione del flottante);
- la presenza di investitori istituzionali come fondi di *private equity* prima dell'IPO;
- metriche relative al collocamento in Borsa (frazione di azioni offerte di nuova emissione rispetto a quelle esistenti e cedute dagli azionisti esistenti, *underpricing* iniziale, presenza di impegni di *lock-up*, presenza di *green shoe*, numero di *bookrunners* e di *advisor*)¹;
- metriche sulla *governance* adottata dopo la quotazione (numerosità del *board*, età media dei componenti, presenza di donne nel CDA o nel ruolo di CEO/*chairman*, presenza di consiglieri indipendenti, presenza di amministratori con ruoli in altre società quotate, numero di C-level nel *management*);
- strategie di *business* dopo la quotazione (operazioni di M&A condotte, incremento del *leverage* di indebitamento);
- *coverage* del titolo dopo la quotazione (numero di analisti attivi sul titolo).

Le informazioni sono state ottenute grazie al supporto di Borsa Italiana e attingendo da *database* come LSEG Workspace e Bloomberg.

Sono state condotte delle analisi di regressione statistica per individuare eventuali correlazioni robuste rispetto alla *performance* di mercato descritta nella prima parte della ricerca, su un orizzonte di 1 anno, 3 anni e 5 anni dopo la quotazione. Nel seguito descriviamo le variabili che sono risultate significativamente correlate.

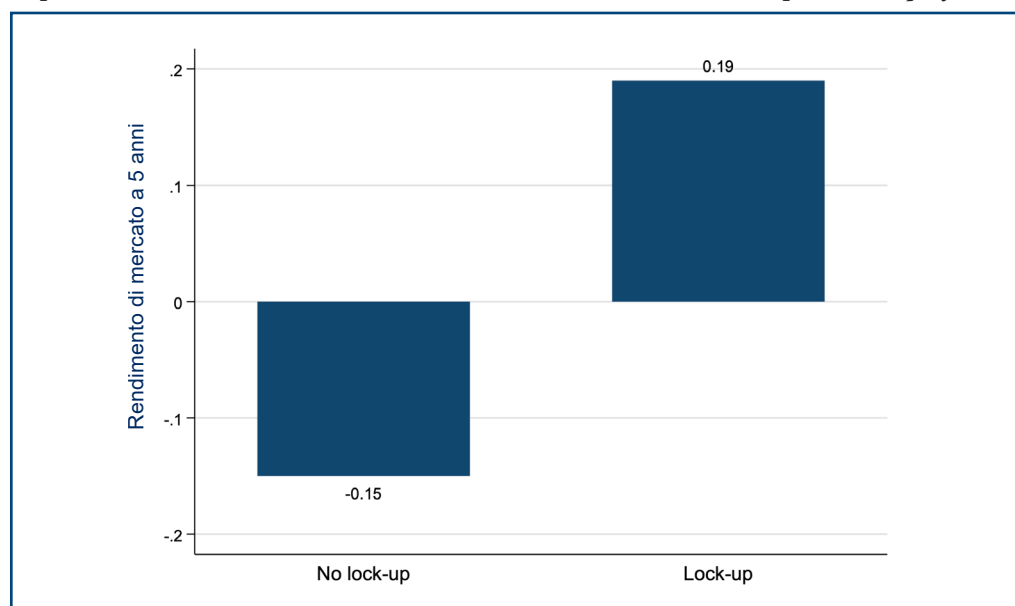
Capitale flottante

Per la dimensione del capitale flottante non è stata trovata una correlazione lineare rispetto ai rendimenti. Come dato di fatto, si osserva che le imprese *best-performer*

¹ L'*underpricing* iniziale è la differenza percentuale fra il prezzo di chiusura del titolo dopo il primo giorno di quotazione e il prezzo del collocamento in sede di IPO; le clausole di *lock-up* prevedono l'impegno da parte dei soggetti *insider* presenti nel capitale prima della quotazione a non cedere titoli rimasti in loro possesso per un certo numero di mesi. L'opzione di *green shoe* consente ai *bookrunners* (ovvero gli intermediari incaricati del collocamento in sede di IPO) di collocare una quota aggiuntiva di titoli rispetto all'offerta iniziale (di solito fra il 10% e il 15%).

Figura 2.13

Performance di mercato a 5 anni: confronto fra il campione delle società di nuova quotazione in presenza e in assenza di clausole di *lock-up*.



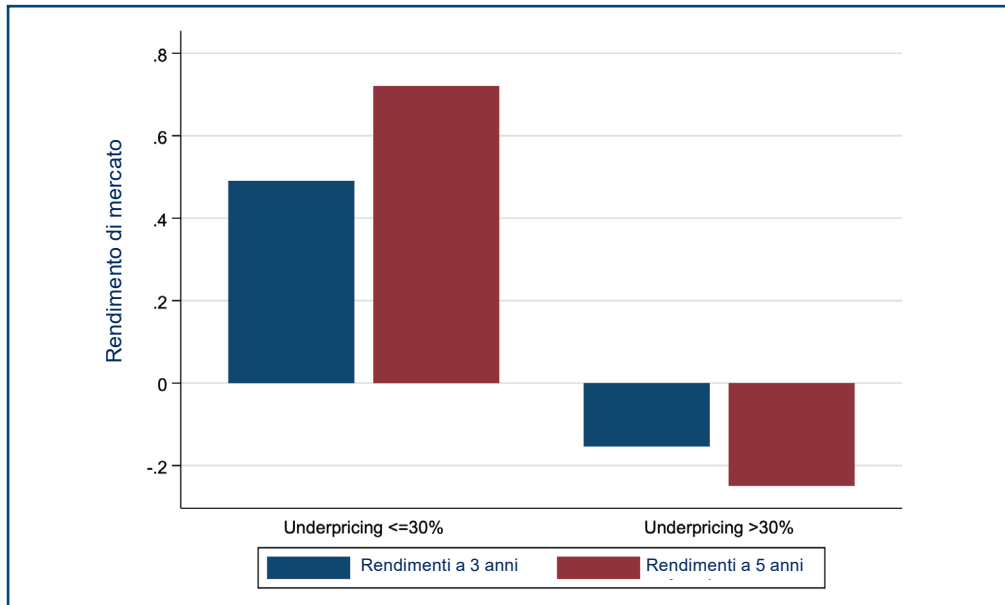


Figura 2.14

Performance di mercato a 3 e a 5 anni: confronto fra il campione delle società di nuova quotazione con *underpricing* iniziale superiore o inferiore al 30%

nel nostro campione – rispetto al rendimento cumulato a 5 anni – hanno un flottante iniziale medio pari al 42,1% e mediano pari al 31,8%.

Clausole di lock-up

Come evidenzia la Figura 2.13 si riscontrano *performance* nettamente migliori nel medio/lungo termine per le emittenti che alla quotazione hanno previsto clausole di *lock-up* che vincolano gli azionisti esistenti all'IPO a non cedere i titoli rimasti in possesso per un certo numero di mesi. Offrire clausole di *lock-up* è un segnale positivo per gli investitori.

Underpricing

La correlazione fra *performance* di lungo termine e rendimento dei titoli nel primo giorno di quotazione è negativa (Figura 2.14): quando un titolo viene 'sottovalutato' al momento del collocamento iniziale rispetto a quanto il mercato è disposto a pagare, è più probabile vedere rendimenti deludenti nel medio termine. Ciò potrebbe essere spiegato da una parte da euforie iniziali degli investitori, che gonfiano la domanda iniziale di titoli, dall'altra da una valutazione in sede di IPO troppo prudentiale, per il timore di non raccogliere sufficiente domanda o semplicemente per una attività di *book building* poco efficace nei confronti degli investitori istituzionali. Un *pricing* efficiente delle azioni al momento dell'IPO è un segnale positivo.

Dimensione del management team

Come dimostra la Figura 2.15, si individua una correlazione negativa e significativa; una dimensione del *management team* (C-level) troppo ampia indebolisce i prezzi di mercato. Mantenere un *team* manageriale sufficientemente ristretto è un segnale positivo. Non è stata riscontrata invece una correlazione significativa rispetto alla dimensione del CDA.

Board diversity: gender ed età

Coerentemente con la letteratura esistente sul tema, una maggiore *diversity* rispetto al *gender* all'interno del CDA è correlata con valutazioni migliori da parte del mercato (si veda la Figura 2.16).

Un altro risultato interessante è che i rendimenti migliori sono ottenuti dalle imprese che mantengono un'età media nel CDA intorno ai 52 anni (Figura 2.17) mentre se l'età media è molto più bassa o molto più alta le valutazioni sono peggiori; anche in questo caso il mercato sembra apprezzare una maggiore *diversity* anagrafica, con la presenza bilanciata sia di giovani sia di *experienced*. È interessante notare che questo risultato vale sia per il CDA sia per il *management team* esecutivo, per il quale l'età media 'ottimale' risulta di poco più bassa (50 anni).

Figura 2.15

Performance di mercato a 5 anni: correlazione con la dimensione del management team

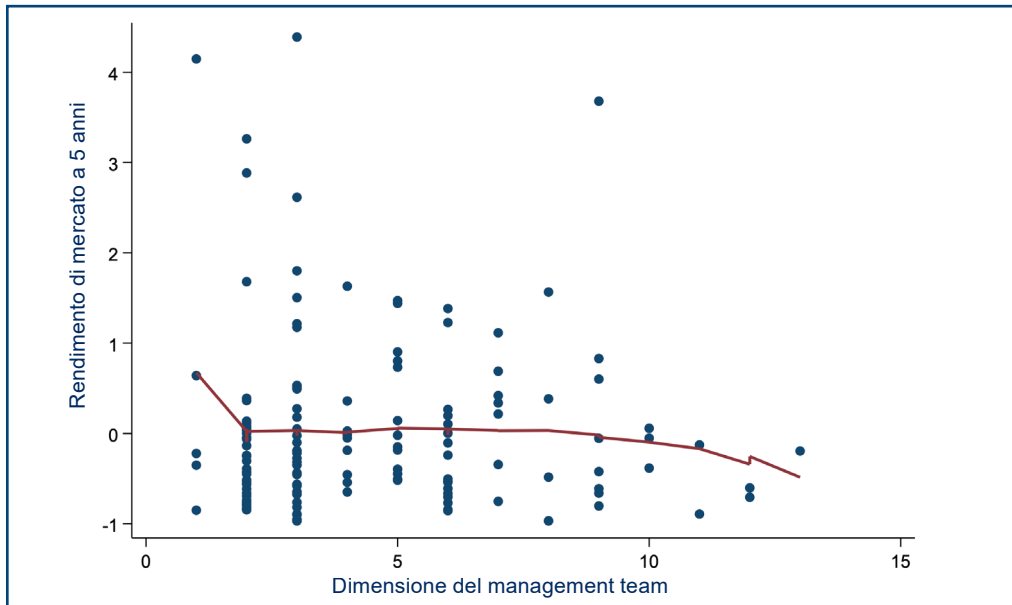


Figura 2.16

Performance di mercato a 5 anni: campione suddiviso per quartili in funzione della percentuale di donne nel CDA

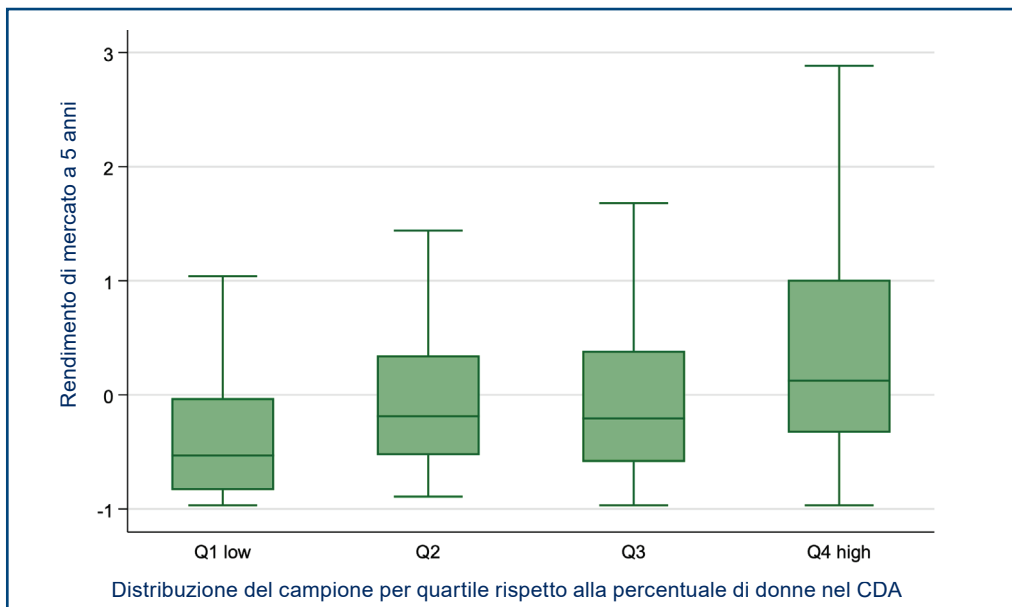
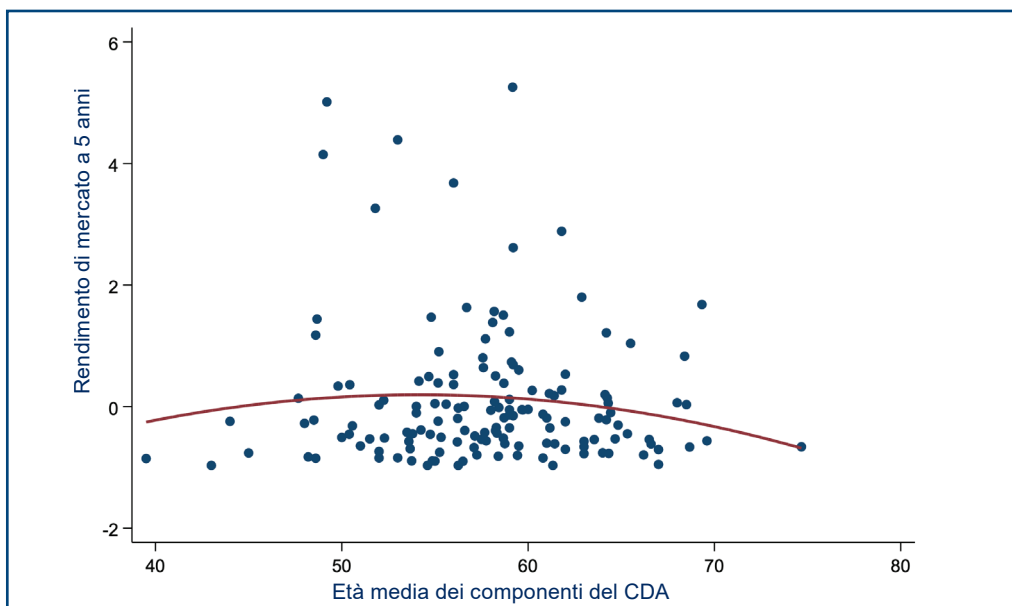


Figura 2.17

Performance di mercato a 5 anni: correlazione con l'età media dei componenti del CDA



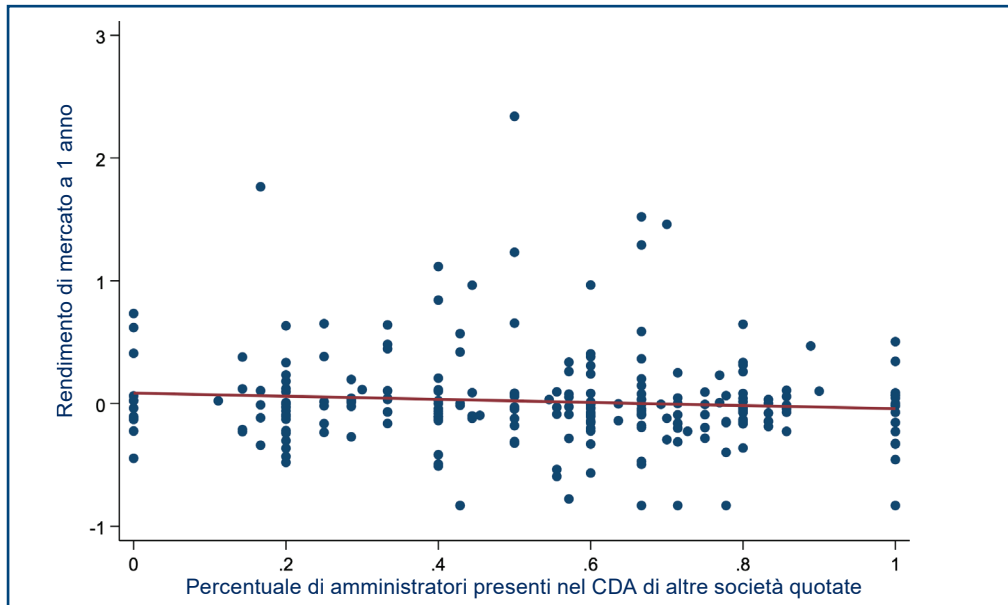


Figura 2.18

Performance di mercato a 1 anno: correlazione con la percentuale di amministratori presenti anche nel CDA di altre società quotate

Interlocking directors

Rispetto alla presenza di consiglieri di amministrazione con ruoli in altre società quotate, la correlazione è negativa (si veda la Figura 2.18); il fatto che ci siano amministratori impegnati in altre società quotate può essere percepito come un fattore di minore focalizzazione per l’impegno, se non addirittura di conflitti di interesse. Nominare amministratori che non partecipano ad altri CDA in società quotate è un segnale positivo

Concentrazione della struttura proprietaria

Le imprese che registrano una *performance* migliore sul mercato sono quelle con una concentrazione proprietaria dei primi 10 soci più elevata (Figura 2.19). Sembra che il mercato apprezzi la stabilità del nucleo azionario: la presenza di soci forti di riferimento è un segnale positivo.

Attività di M&A

Le imprese neoquotate che realizzano acquisizioni dopo l’ingresso a Piazza Affari sono associate a *performance* di mercato migliori nel lungo periodo (si veda la Figura 2.20). Il mercato apprezza le strategie di crescita esterna credibili e coerenti, soprattutto quando sono parte di un percorso strutturato di sviluppo successivo alla quotazione.

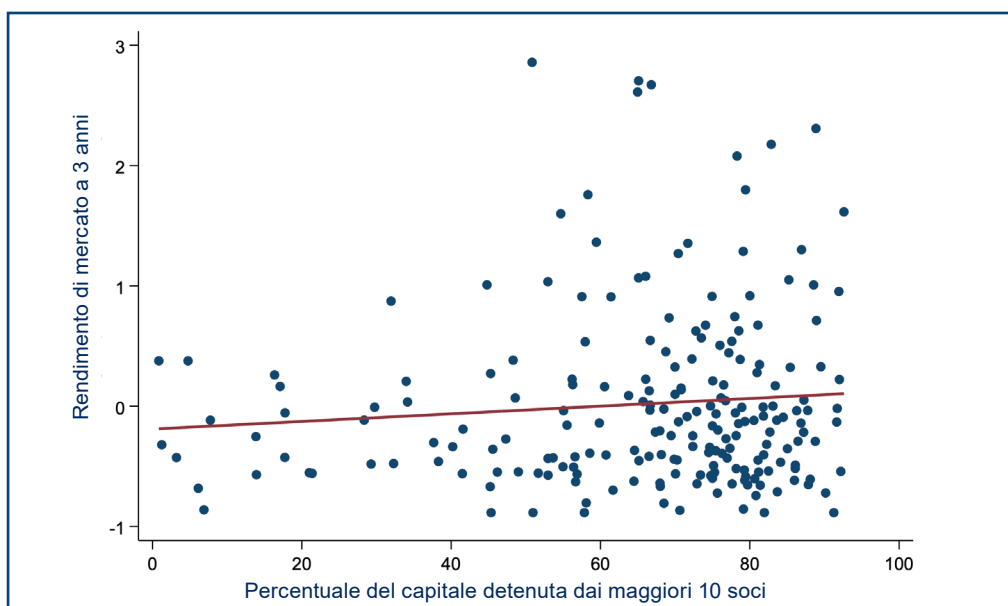
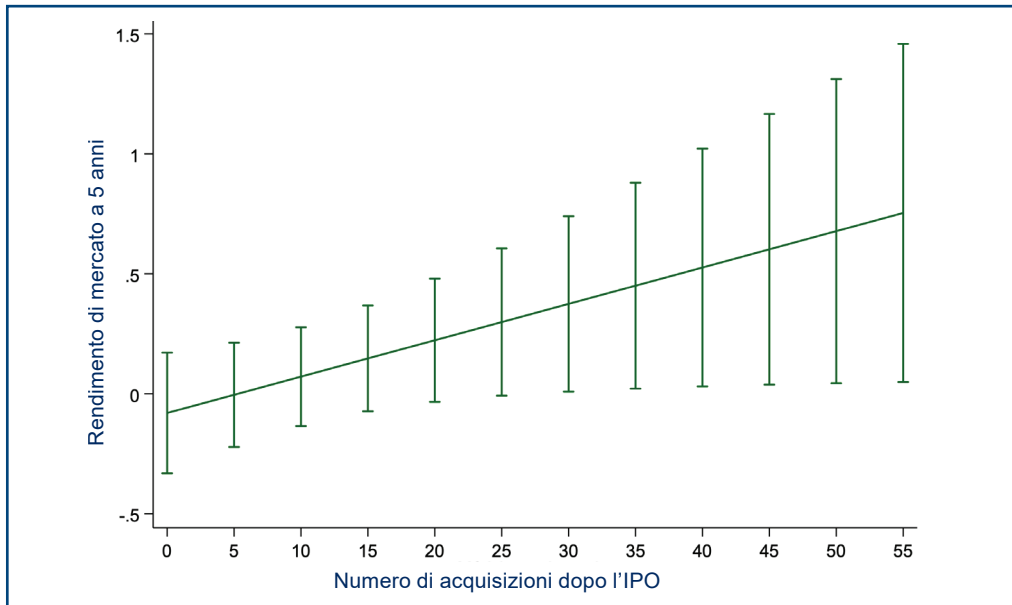


Figura 2.19

Performance di mercato a 3 anni: correlazione con la percentuale del capitale detenuta dai primi 10 soci

Figura 2.20

Performance di mercato a 5 anni: distribuzione del campione per numero di acquisizioni dopo l'IPO



Coverage degli analisti

Un risultato interessante è che i rendimenti di mercato dopo la quotazione risultano positivamente correlati con l'incremento del numero degli analisti che 'coprono' la società nel corso del tempo. Ciò potrebbe essere indice di un maggiore interesse degli investitori (o forse anche l'effetto proprio di una buona *performance*). Ne consegue che più l'impresa riesce ad acquisire nuova copertura da parte degli analisti nel corso del tempo, più positivo è il segnale verso il mercato. Un'efficace attività di *investor relationship* non può che mirare anche a questo obiettivo.

3. Conclusioni: un ‘decalogo’ per gli imprenditori

I risultati finali del lavoro consentono di identificare il modello ‘vincente’ per una società, soprattutto di piccola o media dimensione, che ha l’ambizione di quotarsi in Borsa maturando nel tempo una buona *performance* di mercato e mantenendo buoni multipli di valutazione.

I numeri dimostrano che dal 2011 al 2025 più di un quarto delle 363 società con capitalizzazione sotto € 1 miliardo che sono approdate a Piazza Affari hanno mostrato un alto profilo di sostenibilità del *business* e hanno generato ottimi rendimenti per gli investitori.

Se poi ci focalizziamo sul 10% con risultati migliori, troviamo storie di eccellenza che rappresentano casi di studio per apprezzare i vantaggi che la quotazione in Borsa può portare alle imprese. Allo stesso modo, è possibile imparare dagli errori delle altre imprese che invece sono state penalizzate.

Dall’evidenza osservata in questa ricerca siamo in grado di introdurre un ‘decalogo’ di buone pratiche da seguire da parte degli imprenditori che guardano con interesse a Piazza Affari, con l’obiettivo di mantenere un saldo vantaggio competitivo nel tempo.

Quotarsi in Borsa non è automaticamente un passaporto per la crescita e per il successo. Le imprese devono impegnarsi a dare una serie di segnali credibili e ad adottare buone pratiche considerate desiderabili dagli investitori. Il decalogo proposto nella Figura 3.1 può essere una buona base di partenza, per imparare dalle esperienze passate.

Rispetto alle scelte di *governance*, si suggerisce di evitare strutture organizzative troppo complesse, con ruoli esecutivi troppo numerosi. Inoltre va favorito un equilibrio generazionale nel CDA, con una buona rappresentanza femminile e limitando incarichi multipli degli amministratori in altri CDA di società quotate. Il collocamento azionario in sede di IPO deve essere accuratamente preparato, con un flottante ben dimensionato, clausole di *lock-up* e un *pricing* allineato al mercato, ottenuto con un efficace supporto degli intermediari incaricati del collocamento. Dopo la quotazione, un piano di acquisizioni, un nucleo azionario forte con la presenza di investitori strategici di lungo



Figura 3.1

Il ‘decalogo’ per gli imprenditori che vogliono quotare le loro aziende in Borsa

termine e l'obiettivo di incrementare la copertura degli analisti nel corso del tempo potranno supportare i prezzi dei titoli. Nondimeno, riteniamo che condizione necessaria e indispensabile per ottenere un riconoscimento dal mercato sia un'azione manageriale efficace in grado di creare un vantaggio competitivo durevole per l'azienda e sostenere i fondamentali di marginalità sui costi, crescita dei volumi e produttività del capitale. I risultati di questo lavoro sono interessanti anche per il mondo degli investitori. Investire nelle aziende quotate è un'opportunità vincente, se accompagnata dalle buone pratiche che abbiamo identificato. Da questo punto di vista è interesse degli investitori essere azionisti 'attivi' spronando le emittenti a migliorare anno dopo anno e a implementare strategie di *business* e di *governance* ottimali. Si ritiene che questo sia particolarmente importante nel caso delle PMI che vengono da un modello familiare, che hanno spesso bisogno di un accompagnamento nella necessaria trasformazione organizzativa e manageriale. Ben vengano quindi iniziative da parte di fondi e investitori istituzionali focalizzate su questa tipologia di imprese che possano dare maggiore spessore, autorevolezza e liquidità a questo segmento del mercato.

Bibliografia

- Beatty, R., Ritter, J., 1986, "Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Financial Economics* 15(1-2), pp. 139-153.
- Brau, J.C., Fawcett, S.E., 2006, "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice", *Journal of Finance* 61, pp. 399-436.
- Brennan, M., Franks, J., 1997, "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK", *Journal of Financial Economics* 45, pp. 391-413.
- Cardi, C., Lucarelli, C., 2017, "Board gender diversity in Italian IPOs", *Bancaria* 1, pp. 18-37.
- Carpenter, R., Petersen, B., 2002, "Is the growth of small firms constrained by internal finance?", *Review of Economics and Statistics* 84, pp. 298-309.
- Carter, R. B., Dark, F. H., Singh, A. K., 1998, "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks", *Journal of Finance* 53(1), pp. 285-311.
- Cassia, L., Giudici, G., Paleari, S., Redondi, R., 2004, "IPO underpricing in Italy", *Applied Financial Economics* 14(3), pp. 179-194.
- Cohen, B. D., Dean, T. J., 2005, "Information asymmetry and investor valuation of IPOs: Top management team legitimacy as a capital market signal", *Strategic Management Journal* 26(7), pp. 683-690.
- DeAngelo H., DeAngelo, L., Rice, E.M., 1984, "Going private: minority freezeouts and stockholder wealth", *Journal of Law and Economics* 27, pp. 367-401.
- Demers, E., Lewellen, K., 2003, "The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks", *Journal of Financial Economics* 68, pp. 413-437.
- Draho, J., 2010, *The IPO Decision: Why And How Companies Go Public*, Edward Elgar.
- Giorgino, M., Giudici, G., Paleari, S., 2001, *Nuove quotazioni e IPOs - L'esame alle matricole. Performance aziendali e di mercato delle neo-quotate in Borsa*, Bancaria Editrice.
- Giudici, G., Carletta, L., 2026, "Incentivi fiscali alla quotazione delle Pmi: costi pubblici e benefici fiscali", *Bancaria* 3, pp. 64-73.
- Gompers, P. A., 1996, "Grandstanding in the Venture Capital Industry", *Journal of Financial Economics* 42(1), pp. 133-156.
- Ibbotson, R. G., Sindelar, J. L., Ritter, J. R., 1994, "The Market's Problem with the Pricing of Initial Public Offerings", *Journal of Applied Corporate Finance* 7, pp. 66-74
- Jensen, M. C., Meckling, W. H., 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3(4), pp. 305-360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106(6), pp. 1113-1155.
- Lattanzio, G., Megginson W., L., Sanati A., 2023, "Dissecting the listing gap: Mergers, private equity, or regulation?", *Journal of Financial Markets* 65(c).
- Leland, H. E., Pyle, D. H., 1977, "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation", *Journal of Finance* 32, pp. 371-388.
- Lester, R. H., Certo, S.T., Dalton, C.M., Dalton, D.R., Cannella, A.A., 2006, "Initial public offering investor valuations: An examination of top management team prestige and environmental uncertainty", *Journal of Small Business Management* 44(1), pp. 1-26.
- Loughran, T., Ritter, J. R., 1995, "The New Issues Puzzle", *Journal of Finance* 50(1), pp. 23-51.
- Loughran, T., Ritter, J. R., Rydqvist, K., 1994, "Initial Public Offerings: International Insights", *Pacific-Basin Finance Journal* 2(2-3), pp. 165-199.
- Mehran, H., Peristiani, S., 2010, "Financial visibility and the decision to go private", *Review of Financial Studies* 23(2), pp. 519-547.

- Mello, A., Parsons, J., 1998, "Going Public and the Ownership Structure of the Firm", *Journal of Financial Economics* 49, pp. 79-109.
- Osservatorio Consob Cetif Università Cattolica, 2026, *Rapporto PMI e mercato dei capitali*.
- Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L., 1998, "Why do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *Journal of Finance* 53, pp. 27-64.
- Pagano, M., Röell, A., 1998, "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public", *The Quarterly Journal of Economics* 113 (1), pp. 187-225.
- Rajan, R., Servaes, H., 1997, "Analyst Following and Initial Public Offerings", *Journal of Finance* 52, pp. 507-529.
- Ritter, J. R., 1987, "The Costs of Going Public", *Journal of Financial Economics* 19 (2), pp. 269-281.
- Ritter, J. R., 1991, "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance* 46(1), pp. 3-27.
- Röell, A., 1996, "The Decision to Go Public: An Overview," *European Economic Review* 40, pp. 1071-1081.
- Stoughton, N.M., Zechner, J., 1998, "IPO-Mechanisms, Monitoring and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 49, pp. 45-77.
- Villalonga, B., Amit, R., 2006, "How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?", *Journal of Financial Economics* 80(2), pp. 385-417.
- Weir, C., Laing, D., Wright, M., 2005, "Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private", *Applied Financial Economics* 15 (13), pp. 947-961.
- Yermack, D., 1996, "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics* 40(2), pp. 185-211.

Il gruppo di ricerca

I quaderni di ricerca Intermonte sono realizzati sotto la direzione scientifica del Politecnico di Milano, School of Management.

Gruppo di ricerca: Giancarlo Giudici, Francesco Duri, Riccardo Sbarufatti (Politecnico di Milano), Guglielmo Manetti, Andrea Randone, Alberto Villa (Intermonte SIM).

La POLIMI School of Management del Politecnico di Milano, costituita nel 2003, accoglie le molteplici attività di ricerca, formazione e consulenza nel campo dell'economia, del *management* e dell'*industrial engineering*, che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.

La POLIMI School of Management possiede la "Triple crown", i tre accreditamenti più prestigiosi per le Business School a livello mondiale: EQUIS, ricevuto nel 2007, AMBA (Association of MBAs) nel 2013, e AACSB (Advance Collegiate Schools of Business) ottenuto nel 2021.

Nel 2017 è la prima *business school* italiana a vedere riconosciuta la qualità dei propri corsi erogati in *digital learning* nei master Executive MBA attraverso la certificazione EOCCS (EFMD Online Course Certification System). Inoltre, nel 2024 la Scuola ha completato con successo il processo di valutazione BSIS (Business School Impact System) ottenendo il prestigioso riconoscimento per aver generato impatto di eccellenza accademica e sociale.

Inserita nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa dal 2009, oggi è in classifica con il Full-Time MBA, il Master of Science in Management Engineering e l'Online MBA. In particolare, nel 2025 l'International Flex EMBA si posiziona 11° al mondo nel Financial Times Online MBA Ranking.

La Scuola è presente anche nei QS World University Rankings e nel Bloomberg Businessweek Ranking.

La Scuola è membro di PRME (Principles for Responsible Management Education), di Cladea (Latin American Council of Management Schools) e di GBSN (Global Business School Network).

Fanno parte della Scuola: il Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano e la POLIMI Graduate School of Management che, in particolare, si focalizza sulla formazione *executive* e sui programmi Master.

Il gruppo di Entrepreneurship Finance & Innovation (EFI) della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società private, dall'Unione Europea e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *startup* innovative, le tematiche di ESG *finance* e di *climate finance*, i finanziamenti alternativi per le PMI, i *crypto-asset*. È inoltre coinvolto in progetti di formazione *post-graduate* come il corso ESG Analysis & Investing (organizzato con CFA Society Italy) e percorsi organizzati *ad hoc* per importanti *player* finanziari.

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Management Engineering, da più di 12 anni erogata anche in lingua inglese, esiste un *major* specifico in Finance.

Internet: www.som.polimi.it

Quaderni di ricerca precedenti:

- n. 1 Le IPO '*venture-backed*' sul mercato italiano (marzo 2016)
- n. 2 L'IPO come mezzo per finanziare la crescita: raccolta di capitale e utilizzo dei *proceeds* (aprile 2017)
- n. 3 I Piani Individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano (marzo 2018)
- n. 4 Economia reale e Private Banking: una analisi dell'impatto del settore sul Paese (gennaio 2020)
- n. 5 Le strategie di comunicazione delle *mid & small cap* quotate su Borsa Italiana in ambito ESG: un'analisi di *benchmarking* (dicembre 2020)
- n. 6 *Sliding doors*: il flusso di *listing* e *delisting* sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021) (febbraio 2022)
- n. 7 La presenza dei fondi di investimento nel mercato azionario di Borsa Italiana: un'indagine sugli indici FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap e FTSE Italia Small Cap (febbraio 2024)
- n. 8 Economia reale e Private Banking: cosa è cambiato in Italia negli ultimi anni (settembre 2025)

