

## DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E FINANZA

Cattedra di diritto dei mercati e degli intermediari finanziari corso progredito (c.p.)

# IL DELISTING DELLE SOCIETÀ QUOTATE: ANALISI TEORICA ED EVIDENZE EMPIRICHE NEL MERCATO ITALIANO

## **RELATORE**

Prof.ssa Mirella Pellegrini

**CANDIDATO** 

**CORRELATORE** 

Pasquale Vastano

Prof.ssa Paola Lucantoni

Matricola 694001

Anno accademico 2018/2019

## **INDICE**

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1: DELISTING: PANORAMICA E REGOLAMENTAZIONE	6
1.1Inquadramento del fenomeno e le due maggiori ondate	6
1.2 Regolamentazione europea	12
1.3 Quadro normativo statunitense	14
1.4 Focus sugli azionisti di minoranza	16
1.5 Sarbanes-Oxley Act	21
1.5.1 Analisi costi-benefici del Sarbanes-Oxley Act	24
1.6 Regolamentazione italiana	26
1.7 Delisting e Corporate Governance	29
1.7.1 L'impatto della regolamentazione sul governo societario	30
1.7.2 Meccanismi di governo societario per le imprese	32
CAPITOLO 2: MOTIVAZIONI E FATTISPECIE DEL DELISTING	34
2.1 Motivazioni che spingono le aziende ad abbandonare la quotazione	34
2.1.1 Incentivi tradizionali	34
2.1.2 Incentivi derivanti dalla teoria dei costi di agenzia	36
2.1.3 Incentivi relativi alla struttura finanziaria	37
2.2 Delisting involontario	39
2.2.1 Ragioni per la cancellazione	40

	2.2.2 Strategie dei manager per evitare il delisting	43
	2.2.3 Performance post-delisting e relativo impazzo sulla ricchezza degli investitori	<b>4</b> 4
2.3 Squeez	e-out	45
	2.3.1 Connotati dell'istituto	47
2.4 II fenor	meno del Going dark	52
2.5 Leveraş	ged buy-out	56
2.6 Cross-c	lelisting	63
	2.6.1 Ipotesi segmentazione del mercato	64
	2.6.2 Vantaggi basati su informazioni asimmetriche	65
	2.6.3 Fattori culturali	68
CAPITOLO 3: EVID	ENZE EMPIRICHE SUL DELISTING IN ITALIA	69
3.1 Le cara	tteristiche del sistema economico italiano e del mercato azionario	69
3.2 La rela	zione tra le operazioni di delisting e l'andamento del listino	<b>7</b> 4
3.3 Classifi	cazione dei delisting in base alla motivazione tecnica	77
3.4 Analisi	empirica sui rendimenti anomali cumulati	80
3.5 Risultar	ti finali in base alle evidenze empiriche	85
CONCLUSIONI		88
BIBLIOGRAFIA		92
SITOGRAFIA		97

## **INTRODUZIONE**

Dalla fine degli anni '80, un numero crescente di aziende ha iniziato a considerare il processo di delisting come una decisione strategica.

Il termine "delisting" si riferisce al fenomeno della rimozione di una società quotata dalla Borsa Valori in cui opera. Nonostante l'importanza di questo fenomeno nella vita di un'organizzazione e il numero crescente di aziende che nel 21° secolo decidono di diventare private, il processo di delisting è ancora poco studiato, in particolare in Borse meno mature come quella italiana. Diverse motivazioni possono spiegare i pochi studi a riguardo: da un lato, ciò può essere dovuto alle caratteristiche interne del mercato italiano, al basso numero di società quotate e il conseguente numero esiguo dei casi di delisting registrati. D'altra parte, c'è ancora resistenza nel vedere il delisting come una possibile strategia vincente: l'annuncio di una IPO è visto da un'azienda come motivo di orgoglio, il delisting, invece, è ancora considerato dal management come un evento traumatico e negativo.

Data la complessità e l'eterogeneità delle transazioni da pubblico a privato (PtP), è di solito utile distinguere tra delisting volontario e involontario. Il focus di questa ricerca sarà il primo caso, anche se saranno introdotti alcuni concetti sul delisting involontario se considerati utili ai fini del confronto. Il delisting volontario si verifica quando le parti che hanno il controllo dell'azienda decidono di rendere la società privata uscendo dal mercato azionario; d'altra parte, come suggerisce il nome, il delisting involontario viene avviato dalla società di gestione del mercato (Borsa Italiana S.p.A. in Italia) quando l'impresa non ha più i requisiti minimi per essere quotata.

La scelta di concentrarsi sul delisting volontario è guidata dal fatto che questo è il tipo più comune di transazione da pubblico a privato in Europa, a differenza degli Stati Uniti dove anche il numero di delisting involontari è molto alto, viste le stringenti regole da rispettare per essere quotati.

Al fine di avere una chiara e profonda comprensione del fenomeno, nel primo capitolo verrà fatto un excursus sul fenomeno del delisting, dalla nascita ai giorni nostri, ponendo maggior attenzione a quelle che sono state le due grandi ondate di manifestazione del fenomeno, causate essenzialmente dall'inefficienza dei mercati e da una regolamentazione sempre più stringente. Successivamente, l'analisi si sposterà proprio sulla regolamentazione evidenziandone le principali caratteristiche e norme che disciplinano il delisting e la protezione nei confronti degli azionisti di minoranza, i quali rappresentano senza dubbio la parte debole che più di tutti può essere lesa durante il processo di delisting.

In riguardo alla regolamentazione, verrà analizzata la regolamentazione europea con le sue linee guida per gli Stati membri, la regolamentazione italiana con la sua disciplina dell'offerta pubblica di acquisto (OPA) e di altri meccanismi che portano al delisting, ed infine la regolamentazione statunitense, con un approfondimento sul Sarbanes-Oxley Act: dalle novità introdotte da questa legge federale, ai vantaggi e svantaggi associati alla sua applicazione, fino ad arrivare ad una conclusione sul suo campo di applicabilità. A concludere il primo capitolo, un'analisi dell'impatto che la regolamentazione e il delisting hanno sulla governance di una società; infatti, per evitare una transazione da pubblico a privato è fondamentale che gli amministratori riescano a sfruttare al massimo le potenzialità di un'azienda, basandosi su una struttura di governance il più efficiente possibile.

Successivamente, nel secondo capitolo, l'analisi si sposterà sui motivi che spingono le società ad abbandonare il mercato azionario. Motivazioni che, come verrà analizzato successivamente, variano in base alla regolamentazione del paese e al grado di sviluppo dei mercati. Infatti, una significativa differenza emerge tra un paese come l'Italia e uno con un mercato molto più sviluppato, come gli Stati Uniti.

Il mercato italiano è caratterizzato da una forte concentrazione della proprietà in mano ad un singolo azionista o da società soggette ad una conduzione familiare, e questo non causa il dover fronteggiare pesanti costi d'agenzia, come invece avviene negli Stati Uniti. Un'altra grande differenza sono i costi di quotazione ai quali le società sono soggette, costi molto più elevati nel mercato americano. Tutte queste osservazioni e differenze tra i due mercati fanno sì che, nella maggior parte dei casi, ciò che spinge al delisting in Italia e negli Stati Uniti siano motivazioni del tutto differenti: come il caso di delisting promosso dalla famiglia proprietaria per paura di perdere gran parte del proprio controllo, fattispecie molto comune in Italia che non trova mai applicazione negli Stati Uniti.

L'attenzione si sposterà poi sui vari meccanismi che le società utilizzando per uscire dal mercato azionario. In un primo momento sarà introdotto il delisting involontario, i vari meccanismi per evitarlo e le sue conseguenze; per passare poi alla descrizione della parte principale di questo lavoro, e, cioè, i vari meccanismi di delisting volontario (squeeze-out, going dark, leveraged buy-out, cross delisting) analizzandone: le circostanze di attuazione, le conseguenze, gli aspetti legali, e gli altri elementi che lo caratterizzano; il tutto tenendo sempre presente quali sono le differenze con il mercato americano.

In conclusione, nel terzo capitolo, verrà in un primo momento presentato il mercato italiano e analizzate quelle che sono le sue caratteristiche; in seguito, attraverso un'analisi empirica, verrà analizzato il fenomeno del delisting nel mercato italiano.

Nello specifico, l'analisi empirica sarà suddivisa in tre parti. Nella prima parte verrà analizzato l'andamento del FTSE Italia all-share per studiarne la correlazione con il numero di delisting verificatosi; nella seconda parte lo studio empirico riguarderà esclusivamente il delisting, e le varie motivazioni tecniche, pubblicate da Borsa Italiana, che portano le società ad abbandonare il mercato; la terza e ultima parte, invece, riguarderà i rendimenti anomali che genera un annuncio di delisting.

Il rendimento anomalo non è altro che la differenza tra il rendimento previsto dagli analisti e quello realmente osservato, ed ogni volta che c'è un annuncio pubblico di delisting i rendimenti della società oggetto dell'annuncio fanno registrare dei forti scostamenti dalle previsioni. Quindi il primo passo sarà proprio il calcolo di questi rendimenti anomali e, attraverso una regressione, verrà successivamente evidenziato da cosa sono maggiormente influenzati. Infine, il capitolo si concluderà con delle considerazioni sui risultati finali ottenuti dalle evidenze empiriche.

#### CAPITOLO 1

## **DELISTING: PANORAMICA E REGOLAMENTAZIONI**

#### 1.1 Inquadramento del fenomeno e le due maggiori ondate

La letteratura sulla finanza aziendale discute spesso della decisione di diventare pubblica. Il fenomeno inverso - diventare privato - è meno studiato nonostante la sua importanza nella vita dell'azienda. Se la decisione di diventare pubblica è comunemente considerata una fase della crescita di un'azienda, rimangono molte domande in merito alle condizioni in cui un'impresa pubblica esce dal mercato pubblico e alla logica di questa mossa.

"Con il termine *delisting* si indica la cancellazione di un titolo azionario dal listino di un mercato organizzato. Il titolo in oggetto cesserà quindi di essere negoziato tramite le procedure e le regole fissate dalla borsa".

Il termine *delisting* deriva dalla parola *listing* che rappresenta esattamente la situazione opposta, in quanto con il listing una società entra a far parte del mercato borsistico attraverso l'ammissione del proprio titolo alla quotazione. In Italia suddetto potere è attribuito a Borsa Italiana SPA (società di gestione del mercato)<sup>2</sup>, e presuppone il possesso di una serie di requisiti nonché il dover fronteggiare una serie di costi. Dietro la decisione di una società di quotarsi in borsa ci possono essere innumerevoli motivazioni, come ad esempio la possibilità di ampliare e diversificare le proprie fonti finanziarie, un accrescimento della visibilità e del prestigio aziendale in campo internazionale, miglioramento dello standing creditizio nei confronti di fornitori e investitori e soprattutto fornire maggiore liquidità alle azioni.

Con il *delisting*, invece, la società precedentemente entrata a far parte della borsa valori abbandonerà lo Stock Exchange. A partire dagli anni novanta il delisting è diventato un fenomeno comune sia negli Stati Uniti che in Europa e si può riassumere in due grandi ondate di going private. La prima ondata si osserva negli Stati Uniti negli anni '80. Secondo Mitchell e Mulherin (1996)<sup>3</sup> tra il 1982 e il 1989, il 57% delle società statunitensi quotate è diventato l'obiettivo di acquisizioni (principalmente acquisizioni ostili) o è stato sottoposto a ristrutturazione. Le transazioni *public-to-private* (PtP)<sup>4</sup> sono

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> Geranio, I delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze, Newfin Working Paper, 2004.

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Borsa Italiana è nata dalla privatizzazione dei mercati di borsa nel 1998 e, in particolare, si occupa dell'ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari e operatori dalle negoziazioni ( http://borsaitaliana.it ).

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Mitchell e Mulherin, The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity, Report, 1996.

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> Public-to-private: circostanza in cui una società viene venduta a un investitore privato e le sue azioni vengono ritirate dal mercato azionario.

state eseguite principalmente tramite LBO, ma l'elevato livello di indebitamento e l'assenza di regolamenti hanno prodotto molti fallimenti nella seconda metà degli anni '80. L'alto numero di fallimenti delle società ha innescato le normative anti-acquisizione, il controllo sull'elevata leva finanziaria delle società, gli interessi più elevati e una stretta creditizia, che ha determinato la fine della prima ondata di PtP. Il fenomeno del delisting raggiunse rapidamente la Borsa di Londra (il primo acquisto da parte del management è stato registrato nel 1985). Anche se di dimensioni più ridotte, l'onda britannica assomigliava a quella americana, con il picco raggiunto anche nel 1989.

La tendenza al delisting è diminuita fino alla fine degli anni '90, quando sia gli Stati Uniti che il Regno Unito ne hanno vissuto una seconda ondata, che ha raggiunto il picco nel 1997. In entrambi i paesi il valore totale dell'attività è stato inferiore al periodo precedente (65 miliardi di USD nel periodo 1997-2002 rispetto a circa 250 miliardi di USD della prima ondata)<sup>5</sup>. L'aumento del delisting questa volta è dovuto principalmente, da un lato, alle piccole società che non hanno potuto beneficiare dei mercati regolamentati a causa del basso volume degli scambi (a causa della riduzione della copertura degli investitori istituzionali) e, dall'altro, dall'introduzione di sfavorevoli regolamenti che aumentano i costi di quotazione (come il Sarbanes-Oxley Act negli Stati Uniti). Inoltre, secondo Renneboog e Simons (2005)<sup>6</sup> un altro importante fattore determinante della seconda ondata è stata il maggior affidamento a finanziatori di private equity e di debito che hanno rilevato alcune società. La fine degli anni '90 fu anche il periodo in cui le transazioni PtP emersero nei mercati dell'Europa continentale, poiché durante la prima ondata avevano sperimentato solo i primi casi di società di delisting. Durante questo periodo, il valore totale dell'attività LBO in Europa è stato di 28 miliardi di euro e dal 1995 al 2005, il 25% delle società quotate in Europa è stato oggetto di delisting tramite LBO e non LBO<sup>7</sup>.

Rispetto al Regno Unito, l'attività PtP nell'Europa continentale è stata meno pronunciata sia nel numero di operazioni sia nel valore. Gli studiosi hanno proposto diverse ragioni per questa differenza. Innanzitutto, le società di private equity erano più riluttanti a intraprendere il processo di delisting rischioso e costoso. In secondo luogo, i diversi paesi europei si sono comportati diversamente a causa dell'influenza culturale. Ad esempio, i manager tedeschi di solito sono riluttanti a rendere pubbliche attraverso la quotazione le loro società perché non riconoscono i vantaggi; mentre i manager italiani sono orgogliosi di essere in grado di quotare le loro aziende e quindi sono meno propensi al delisting<sup>8</sup>. Infine, le normative legali e fiscali europee sono meno favorevoli agli LBO rispetto a quelle del Regno Unito.

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> Bettinelli et al, Going private in Italy. Characteristics and motivations of PtP transaction, Paper, 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> Renneboog, Simons, Public-to-Private transactions: Lbos, Mbos, Mbis and Ibos, Paper, 2005.

<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> Macey, O'Hara, Down and out in the stock market. The law and Economics of the delisting process, Research, 2008.

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> Renneboog, Simons, Public-to-Private Transaction, Paper, 2005.

L'evidenza che il delisting si verifica a ondate è stata teorizzata da Helwege e Liang (2004) che affermano che nei periodi in cui i mercati sono caratterizzati da tendenze positive (mercato caldo) c'è un numero più elevato di IPO e il delisting si verifica quando i mercati sono in risultato negativo (mercato freddo)<sup>9</sup>. In altre parole, suggeriscono che quando l'economia si sta espandendo, le aziende giudicano i progetti con un flusso di cassa previsto più elevato e di solito gli investitori sono troppo ottimisti, quindi le aziende hanno più incentivi ad essere quotate. D'altra parte, diversi motivi possono spiegare il maggior numero di delisting durante periodi di mercato "freddi": durante questi periodi i mercati sono caratterizzati da prezzi bassi, nonché sottovalutazioni, pochi casi di grandi sottoscrizioni e grandi offerte, tutti elementi che rendono più difficile la sopravvivenza. Inoltre, secondo alcuni studiosi<sup>10</sup> la teoria dell' hot and cold market implica che le società che entrano nel mercato durante la fase calda sono spesso caratterizzate da opportunismo gestionale e irrazionalità degli investitori, e quindi le imprese non sono selezionate sulla base della loro qualità al momento delle IPO e ciò causa una maggiore probabilità di delisting quando i mercati rallentano.

Tra le poche ricerche trovate sul fenomeno nel mercato italiano, si nota come le onde di quotazione sembrano essere simmetriche alle transazioni PtP, suggerendo che le decisioni degli investitori sono in parte influenzate da eventi macro che sono più o meno favorevoli a quotazione o delisting. Questa elaborazione può essere usata per supporre l'applicabilità della teoria di Helwege e Liang al contesto italiano.

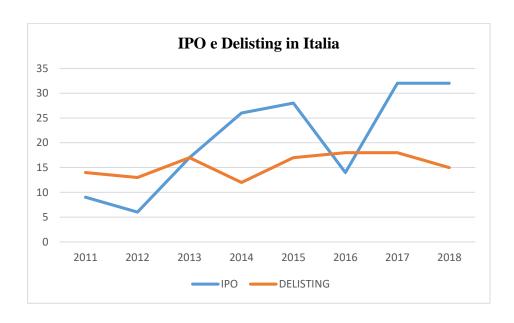


Grafico n.1: Andamento IPO e delisting nell'arco temporale 2011-2018

Fonte: elaborazione dati Borsa Italiana

<sup>&</sup>lt;sup>9</sup> Teoria del "hot and cold market".

<sup>&</sup>lt;sup>10</sup> Loughran, Ritter, Initial public offerings:international insights, Paper, 1994.

A partire dal 2000, le transazioni da pubblico a privato diventano un processo sempre più comune sia negli Stati Uniti che in Europa. Secondo le ricerche condotte da You (2008)<sup>11</sup>, l'80% dei 73.254 delisting si verifica dopo il 2000. Si potrebbe sostenere che il maggior numero di delisting potrebbe essere dovuto all'aumento del numero assoluto di società quotate, ma Chaplinsky e Ramchand (2006) affermano che negli intervalli di cinque anni tra il 2001-2005 il rapporto tra il numero di cancellazioni e le nuove quotazioni sono aumentate nel tempo. In media, il 12,3% del totale delle società quotate alla Borsa di Londra è stato cancellato ogni anno nel periodo 1997-2008<sup>12</sup>. Anche i mercati dell'Europa continentale registrano un significativo aumento del numero di imprese che diventano private nell'ultimo decennio; ad esempio, in Germania ogni anno dal 2000 al 2010 sono oggetto di delisting in media 50 aziende. Il picco delle attività del XXI secolo si è verificato principalmente negli anni precedenti la crisi finanziaria del 2007-2009 e 2010-2011 (Martinez et Serve, 2011).

Diverse ragioni sono alla base del fenomeno del delisting in corso che aumenta drammaticamente nel corso del XXI secolo. Secondo You et al. (2012)<sup>13</sup> le principali forze motrici possono essere riassunte come segue:

- a) INEFFICIENZA DEI MERCATI DEI CAPITALI. Maggiore volatilità dei prezzi e minore fiducia degli investitori a causa dell'esplosione della bolla dot.com<sup>14</sup> e della crisi finanziaria del 2008 e del 2011. Questi fatti riducono i volumi degli scambi e la performance del titolo.
- b) REGOLAMENTO. L'introduzione in molti paesi di norme e requisiti più rigorosi da rispettare in caso di quotazione, che determinano costi più elevati per esserlo. In Europa, inoltre, l'introduzione di nuove leggi sulla fusione fornisce uno stimolo alle transazioni PtP. In Italia, ad esempio, dal 2003 grazie a una nuova legislazione, l'offerente può "utilizzare le attività della società target per garantire il proprio debito" <sup>15</sup>.

È importante notare che le ragioni alla base del fenomeno sono molto diverse a seconda dei diversi mercati. In mercati maturi e consolidati come gli Stati Uniti, il Canada e il Regno Unito, il delisting è per lo più involontario. Secondo Djama et al. (2012)<sup>16</sup> le ragioni principali per questo tipo di transazioni private sono "la violazione dei requisiti di borsa" o "scarse performance aziendali". Per quanto riguarda

<sup>&</sup>lt;sup>11</sup> Dato presente nell'articolo di Kalak, Azevedo, Tunaru: Voluntary delisting timing: a real option model and empirical, Paper, 2018.

<sup>&</sup>lt;sup>12</sup> Croci, Del Giudice, Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe, European Financial Management, 2014.

<sup>&</sup>lt;sup>13</sup> You, Why Do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market?, Paper, 2012.

<sup>&</sup>lt;sup>14</sup> Tra il 1995 e il 2000, i titoli azionari legati al nuovo settore Internet ebbero uno spettacolare e rapido rialzo dei corsi negli Stati Uniti e nel resto del mondo. La bolla speculativa scoppiò nel 2000 facendo scendere le quotazioni lentamente ma in modo inesorabile e molti investitoti si rovinarono continuando ad acquistare mentre i prezzi scendevano, incapaci di capire perché il mercato puniva delle società molto promettenti.

<sup>&</sup>lt;sup>15</sup> Renneboog, Simons, 2005.

<sup>&</sup>lt;sup>16</sup> Djama, What's to Know About Delistings? A Survey of the Literature, Paper, 2012.

i mercati dell'Europa continentale, invece, le aziende di solito effettuano delisting volontari, il più delle volte attraverso squeeze-out (BOSO) o M&A. L'attuale secolo non è solo caratterizzato da un aumento del numero di transazioni da pubblico a privato, ma anche da importanti differenze tra società quotate e società oggetto di delisting. Nel periodo 1961-2006 le società straniere quotate negli Stati Uniti hanno registrato un calo della durata della quotazione. Durante gli anni '80, le compagnie straniere rimasero in media in una borsa degli Stati Uniti per 33 anni, nel 1996-00 le compagnie straniere si ritirarono dopo 6 anni<sup>17</sup>. Osservando le società nazionali e straniere quotate nei principali mercati statunitensi, nel 1980 circa il 98% delle imprese è rimasto sul mercato per oltre 10 anni, ma la percentuale scende al 30% considerando le società quotate dopo il 1990. Il motivo principale per questo cambiamento costante e persistente sembra essere la peggiore qualità dei concorrenti successivi, sia in termini di dimensioni che di prestazioni, rispetto ai primi concorrenti. Altre ragioni che devono essere prese in considerazione per spiegare questo cambiamento sono lo scoppio della bolla dot.com e l'applicazione di norme e regolamenti più severi (anche se quest'ultimo punto dipende dai paesi e non può essere applicato indiscriminatamente in tutto il mondo). Vi è una scarsità di lavoro sull'impatto della crisi finanziaria sul processo di delisting. Tuttavia, tutti gli studiosi<sup>18</sup> prevedono che un tumulto finanziario dovrebbe portare ad un aumento del numero di imprese che diventano private poiché questa strategia può essere attraente per diversi motivi. Ventoruzzo (2010)<sup>19</sup> spiega che, da un lato, la crisi finanziaria ha ridotto la disponibilità di liquidità necessaria per il leveraged buyout. D'altra parte, tuttavia, a causa del calo del mercato azionario, potrebbe essere più conveniente per gli azionisti di controllo o gli investitori istituzionali acquistare le minoranze. Se il prezzo pagato è equo, l'accordo potrebbe anche essere prezioso per le minoranze, che ricevono un corrispettivo più elevato rispetto a quello che avrebbero ricevuto dal mercato. Secondo Gupta et al. (2013)<sup>20</sup> durante la crisi i mercati azionari sono "meno efficienti nell'incorporare informazioni specifiche dell'impresa" e questo fatto può essere una ragione per decidere di uscire dal mercato. Il vicepresidente dell'Aiaf (Associazione Italiana degli Analisti Fianziari) del 2012, Antonio Tognoli, afferma che le informazioni sono ancora più importanti in periodi di crisi, quando gli investitori vogliono investire in società che hanno un piano credibile per crescere, e non in società che raccolgono capitali esclusivamente per rimborsare il debito. In un particolare contesto, il problema non è solo la mancanza di informazioni, ma anche l'assenza di specialisti in grado di garantire liquidità nel mercato. Questo è il caso, ad esempio, delle small e midcap italiane che sono le più soggette al processo di delisting rispetto alle grandi aziende: quasi il 40% del trading complessivo italiano è focalizzato su large cap. Invece, le società anglosassoni che hanno

\_

<sup>&</sup>lt;sup>17</sup> Chaplinsky, Ramchand, What drives delistings of foreign firms from U.S.Exchanges?, Research, 2012.

<sup>&</sup>lt;sup>18</sup> Croci e Del Giudice (2014), Ventoruzzo (2010).

<sup>&</sup>lt;sup>19</sup> Ventoruzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals, Paper, 2010.

<sup>&</sup>lt;sup>20</sup> Gupta, Economic and business environment, Paper, 2013.

attuato il delisting sono caratterizzate da una variegata capitalizzazione di mercato. Infine, Ventoruzzo (2010) afferma che durante la crisi le aziende dovrebbero essere più disposte a revocare il servizio a causa dell'incertezza sulle normative future e sulle decisioni dei policy maker.

Tabella n.1: Le principali ondate di delisting

Periodo	Principali paesi coinvolti	Principali motivazioni	Modalità principali
1980/1989	USA	Costi di agenzia	LBO
1997/2008	USA/EUROPA	Recessione del mercato	LBO,MBO,BOSO

Fonte: elaborazione personale

Il fenomeno del delisting include transazione eterogenee, innanzitutto è opportuno distinguere tra delisting volontari e involontari. Nel contesto di un delisting involontario, l'impresa subisce un delisting perché sta fronteggiando difficoltà finanziarie o è stata fusa e/o acquisita da un'altra società. In quest'ultimo caso, il delisting è la pura conseguenza tecnica delle fusioni e acquisizioni e della modifica della base azionaria. Al contrario, quando un'azienda decide di diventare privata, questo delisting volontario viene definito " Going Private Transaction " (GPT). Un GPT viene avviato dagli investitori esistenti o da nuovi investitori che concentrano la proprietà nelle loro mani e che non cercano di negoziare pubblicamente le loro azioni.

In secondo luogo, un GPT può assumere forme diverse a seconda del paese. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, un GPT assume principalmente la forma di un LBO: la società quotata viene acquisita da investitori di private equity utilizzando ingenti prestiti e viene quindi eliminata. Nella maggior parte dei casi, viene creata una società non quotata specificamente creata per l'acquisizione. Questa transazione, chiamata anche transazione da pubblico a privato (PtP), è spesso diretta verso società con una bassa concentrazione della proprietà. A differenza dei paesi anglosassoni, la maggior parte delle aziende europee, specialmente nell'Europa continentale, ha una vasta base di azionisti<sup>21</sup> e la pratica

<sup>&</sup>lt;sup>21</sup> Faccio, Lang, The ultimate shareholdership of western european corporations, Report, 2002.

dominante per un GPT è un'offerta di acquisto con Squeeze-Out (BOSO). Uno squeeze-out22 è un'operazione in cui gli azionisti di controllo possono esercitare il loro diritto legale di acquisto sulle azioni residue in seguito alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto; questa transazione chiude il capitale dell'azienda e lo rende privato. In Europa, l'operazione BOSO, stabilita dalla tredicesima direttiva sulle acquisizioni<sup>23</sup> consente all'azionista di maggioranza, a una soglia strettamente definita (95% o più dei diritti di voto in Italia ), di costringere gli azionisti di minoranza a vendere le proprie azioni in cambio di indennità. A differenza di un LBO, il BOSO è avviato da una società o dalla famiglia proprietaria e non da investitori di private equity. In alcuni casi, un BOSO può essere avviato dall'azionista di controllo della società che rafforza il proprio controllo per raggiungere la soglia per lo squeeze out. Date le differenze tra un BOSO e un LBO, è probabile che gli incentivi e i fattori trainanti di questi tipi di GPT differiscano. In terzo luogo, l'entità del fenomeno del delisting è fortemente legata alla presenza di meccanismi istituzionali che rafforzano il governo societario. Meccanismi esterni come l'attuazione della legge Sarbanes-Oxley (SOX) negli Stati Uniti o la legge sulla sicurezza finanziaria (FSL) in Francia sono spesso citati come catalizzatori per il processo di delisting dati i forti costi di conformità imposti da questi nuovi regolamenti. Viceversa, meccanismi aziendali efficaci possono proteggere un'azienda dal delisting. In effetti, le aziende con un governo societario debole hanno l'incentivo a diventare private per eliminare i conflitti tra addetti ai lavori e outsider.

#### 1.2 Regolamentazione Europea

L'Unione europea è un partenariato economico e politico tra 28 Stati membri che è nato più di mezzo secolo fa. Nonostante la sovranità indipendente dei propri membri, in settori come l'economia e la finanza, tutti gli Stati membri, osservando i loro codici, sono tenuti a rispettare le direttive sulle emissioni dell'UE o, almeno, a verificare che la legge statale non sia contraddittoria.

Per quanto riguarda il regolamento sulle acquisizioni, l'UE ha pubblicato nel 2004 la direttiva 2004/25/CE, che stabilisce misure per coordinare le leggi e i regolamenti relativi alle offerte pubbliche di acquisto (OPA) relative alla negoziazione in mercati regolamentati in tutti gli Stati membri<sup>24</sup>. Come è possibile osservare dalla direttiva 2004/25/CE, l'organismo internazionale non ha fissato alcuna norma da seguire rigorosamente, ma ha fornito a tutti gli stati linee guida per coordinare i propri codici

<sup>&</sup>lt;sup>22</sup> Come discusso da Ventoruzzo (2010), il termine "squeeze-out" non ha una definizione giurisprudenziale e può essere usato in modo intercambiabile con il termine "freeze-out".

<sup>&</sup>lt;sup>23</sup> Direttiva Europea 2004/25/EC sulle offerte pubbliche di acquisto.

<sup>&</sup>lt;sup>24</sup> Direttiva 2004/25/EC, Art. 1.

normativi tra loro, al fine di aiutare le aziende, gli investitori e tutti gli altri agenti che lavorano sui mercati dei capitali.

Analizzando in dettaglio la Direttiva, l'offerente, la persona fisica o giuridica che fa l'offerta, date le soglie specifiche in termini di diritti di voto, può avanzare un'offerta volontaria o obbligatoria, al fine di ottenere il pieno controllo dell'obiettivo. Mentre un'offerta volontaria è un'offerta che l'acquirente fa per acquistare una percentuale predeterminata di azioni, quella obbligatoria richiede all'offerente di acquistare la totalità delle azioni sul mercato. Come verrà osservato più avanti in questo capitolo, le offerte obbligatorie non sono presenti nella legislazione degli Stati Uniti, poiché non è obbligatorio acquistare l'intero patrimonio netto dell'impresa target. Tuttavia, esistono alcune limitazioni per quanto riguarda l'entrata in vigore dell'offerta obbligatoria e queste soglie sono stabilite individualmente dagli Stati membri. In ogni caso, è vincolante fare un'offerta ogni volta che viene acquisita una posizione di controllo nell'impresa<sup>25</sup>: le soglie possono variare, ma la maggior parte degli Stati membri fissa l'asticella al 30%<sup>26</sup> della totalità dei diritti di voto, tra cui, ad esempio, ci sono Francia, Germania e Italia.

Il secondo pilastro della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto è costituito dalla neutralità del consiglio di amministrazione. Nel dettaglio, il consiglio di amministrazione, una volta appreso di un'offerta finalizzata all'acquisizione, non può fare altro che informare la base degli azionisti e cercare offerte alternative, prima che l'assemblea generale degli azionisti esprima la propria volontà attraverso un voto<sup>27</sup>. Ciò significa che, al fine di non influire sulla procedura naturale in caso di offerta, il consiglio di amministrazione non può adottare alcuna misura difensiva, anche se sembra appropriata, data la natura dell'offerta (ad esempio l'obiettivo potrebbe aver dovuto affrontare offerte ostili). La neutralità decade una volta che l'assemblea generale autorizza a procedere con tali misure difensive. È molto interessante che la direttiva consenta esplicitamente solo un tipo di misure difensive dell'acquisizione ed escluda tutte le altre<sup>28</sup>. La ricerca di offerte alternative consiste, in effetti, nella cosiddetta difesa del "cavaliere bianco", mentre, ad esempio, non è consentito l'uso di "pillole di veleno" per diluire la partecipazione delle imprese acquirenti.

La regola dell'innovazione è un altro strumento importante che la Direttiva UE fornisce all'offerente, perché, in base all'art. 11, ha consentito a tutti gli accordi di pre-offerta tra gli azionisti esistenti, o tra la società target e i suoi azionisti, di decadere una volta che l'offerta pubblica di acquisto è stata portata

<sup>&</sup>lt;sup>25</sup> Direttiva 2004/25/EC, Art. 5.

<sup>&</sup>lt;sup>26</sup> Commissione delle Comunità europee, 2007, Relazione sull'attuazione della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, documento di lavoro dei servizi della Commissione.

<sup>&</sup>lt;sup>27</sup> Direttiva 2004/25/EC, Art. 9.

<sup>&</sup>lt;sup>28</sup> Magnuson, Regolamento sulle acquisizioni negli Stati Uniti e in Europa: un approccio istituzionale, Pace International Law Review, 2009.

avanti<sup>29</sup>. È, infatti, correlato ad accordi come i diritti di voto, dal momento che nessuna azione può avere più voti una volta che viene fatta un'offerta e condividere i trasferimenti, data l'abrogazione di tutte le limitazioni esistenti. È singolare il modo in cui questa regola viene giudicata diversamente: mentre il documento di lavoro dei servizi della Commissione dell'UE lo considera una regola significativa per facilitare le acquisizioni, consentendo agli offerenti di avere rapidamente successo<sup>30</sup>, esperti e ricercatori lo definiscono come uno degli strumenti più controversi e problematici della direttiva<sup>31</sup>.

Seguendo il percorso degli articoli nella legislazione UE sull'acquisizione, è possibile formulare l'ultimo commento sulla possibilità per gli Stati membri di non considerare le ultime due disposizioni che abbiamo analizzato qui: neutralità del consiglio di amministrazione e regola di innovazione<sup>32</sup>. Come sottolineato in precedenza in questa sezione, l'UE lascia sempre spazio ai suoi Stati al fine di salvare la propria cultura e tradizioni, anche in campo economico e finanziario. La direttiva, indipendentemente dal fatto che uno Stato non consideri queste due regole, offre a tutte le imprese costituite in quel determinato paese l'opportunità di applicarle su base volontaria. Andando nei dettagli, 18 paesi hanno deciso di seguire la regola sulla neutralità del consiglio di amministrazione e, in 13 di questi, questo concetto non era completamente nuovo. Per quanto riguarda la regola dell'innovazione, invece, la maggior parte degli Stati l'ha resa facoltativa per le imprese: ogni paese stabilisce la propria soglia per applicare la disposizione<sup>33</sup>.

#### 1.3 Quadro normativo statunitense

Il sistema legislativo degli Stati Uniti differisce da quello europeo poiché il primo è un sistema federale completo, composto da 50 stati e 1 distretto federale. Le società statunitensi quotate sui mercati dei capitali non seguono la legge federale, ma sono organizzate dalla legge statale. La distribuzione delle imprese non è equivalente in tutti gli Stati federali negli Stati Uniti, dal momento che nel Delaware sono costituite oltre il 50% delle imprese quotate in borsa e, tra queste, vi sono circa i due terzi (64%) della Fortune 500, la più importante lista statunitense<sup>34</sup>. La domanda da porsi è quindi: "Perché

<sup>&</sup>lt;sup>29</sup> Direttiva 2004/25/EC, Art. 11.

<sup>&</sup>lt;sup>30</sup> Commissione delle Comunità europee, 2007, Relazione sull'attuazione della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, documento di lavoro dei servizi della Commissione.

<sup>&</sup>lt;sup>31</sup> Edwards, La direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, European Company and Financial Law Review, 2004.

<sup>&</sup>lt;sup>32</sup> Direttiva 2004/25/EC, Art. 12.

<sup>&</sup>lt;sup>33</sup> Commissione delle Comunità europee, 2007, Relazione sull'attuazione della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, documento di lavoro dei servizi della Commissione.

<sup>&</sup>lt;sup>34</sup> Sito dello Stato del Delaware: http://corp.delaware.gov/.

Delaware?" Lewis S. Black Jr. ha cercato di rispondere a questa domanda, dicendo che non c'è solo una motivazione, ma è "una serie di cose" che porta le aziende a scegliere questo particolare Stato: uno degli statuti più flessibili e avanzati tra tutti gli stati, la sua rispettata Corte della Cancelleria, ma anche fattori piccoli e meno tangibili, come la mentalità aperta<sup>35</sup> della popolazione pro-business.

Nonostante il fatto che la legge federale non regoli l'organizzazione interna delle imprese, ci sono due importanti atti che devono essere considerati quando parliamo di acquisizioni o accordi di fusione e acquisizione in generale: il Securities Act del 1933 e il Securities Exchanges Act del 1934. Per quanto riguarda il primo, infatti, le disposizioni vengono applicate se l'accordo consiste nello scambio di titoli o, per meglio dire, l'impresa acquirente ricompensa gli azionisti del target con i titoli dell'offerente, piuttosto che attraverso una transazione interamente in contanti. Poiché le norme dell'atto sono molto rigide in termini di obblighi di segnalazione, la procedura è dispendiosa in termini di tempo e denaro<sup>36</sup> per gli acquirenti stranieri che non hanno quotato le loro azioni, né si sono registrati, sugli scambi pubblici statunitensi: devono divulgare e presentare al SEC, solo per citarne alcuni, relazioni annuali, trimestrali e intermedie.

Il secondo atto federale, il Securities Exchanges Act del 1934, consiste in due serie significative di regole: la delega e le regole di offerta pubblica, che sono state introdotte nell'atto con l'emendamento del 1968 dal cosiddetto Williams Act. Questo emendamento ha stabilito le regole alla base di qualsiasi accordo di fusione e acquisizione: i requisiti di informativa sulle caratteristiche dell'offerta e le procedure che regolano le offerte di gara<sup>37</sup>. Nel dettaglio, indipendentemente dal fatto che un offerente acquisisca più del 5% delle azioni con diritto di voto di una società, la persona deve divulgare ulteriori informazioni sulla natura dell'acquisizione e ulteriori piani rispetto all'obiettivo, al fine di proteggere la base di azionisti esistente<sup>38</sup>. È molto interessante sottolineare la differenza in termini di partecipazione rilevante tra i paesi europei e gli Stati Uniti, poiché non esiste alcun requisito specifico in questo senso, specificando solo la soglia che evidenzia il controllo in un'impresa (pari al 30% per la maggior parte degli Stati membri). Data la differenza nella tradizione e nella struttura della proprietà tra le imprese, la legge degli Stati Uniti è più attenta alla partecipazione nelle imprese anche per percentuali che potrebbero non sembrare rilevanti per la maggior parte dei paesi dell'Europa continentale.

Inoltre, il Williams Act ha introdotto la struttura di un'offerta pubblica, senza considerare, come ha fatto l'UE nella sua direttiva, le offerte obbligatorie. Non esistono tipi diversi di offerte, ma requisiti minimi sia in termini procedurali, relativi alla durata e al prezzo da pagare, che devono essere uguali a

15

<sup>&</sup>lt;sup>35</sup> Black Jr., perché le società scelgono Delaware, Dipartimento di Stato del Delaware, Division of Corporations, 2007.

<sup>&</sup>lt;sup>36</sup> Clifford Change, Una guida alle acquisizioni negli Stati Uniti, Clifford Change Europe LLP,2010.

<sup>&</sup>lt;sup>37</sup> Magnuson, Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach, Pace International Law Review, 2009.

<sup>&</sup>lt;sup>38</sup> Sezione 13 (d), Securities Exchanges Act del 1934.

tutti gli azionisti, sia in termini qualitativi, evidenziando nuovamente motivazioni e possibili cambiamenti futuri nella struttura dell'impresa target<sup>39</sup>.

Concentrandosi ora sulla legge statale, che include la maggior parte delle disposizioni da seguire in caso di acquisizioni, poiché gli Stati Uniti sono regolati dalla giurisprudenza, i regolamenti sono nuovamente influenzati da casi reali. Dagli anni '80, infatti, i tribunali, in particolare quello del Delaware, hanno sviluppato un quadro per stabilire i doveri fiduciari. In questa sezione, al fine di non fuorviare l'attenzione dall'argomento principale, verrà evidenziato solo un esempio. Questo riguarda il caso Unocal Corp. contro Mesa Petroleum Co., che è una pietra miliare nella giurisprudenza degli Stati Uniti relativa ai doveri degli amministratori durante le acquisizioni ostili. Il tribunale del Delaware ha dichiarato, infatti, che gli amministratori, in caso di acquisizioni ostili, sono mossi da conflitti di interessi, poiché è molto probabile che l'offerente sostituisca il consiglio di amministrazione, a condizione che l'acquisizione sia completata<sup>40</sup>. Pertanto, i giudici hanno svolto un test in due parti per determinare se il consiglio di amministrazione potesse utilizzare qualsiasi misura difensiva per limitare l'acquisizione ostile. Durante la prima parte, gli amministratori hanno dovuto motivare in modo ragionevole la natura pericolosa della transazione. La seconda sezione ha costituito, invece, l'esposizione delle misure difensive che gli amministratori volevano attuare, dimostrando ragionevole efficacia alle minacce precedentemente enunciate. Il tribunale, dopo questo test in due parti, ha concluso affermando che il consiglio di amministrazione ha dimostrato motivazioni giudiziose "mostrando buona fede e indagini ragionevoli", autorizzandole ad adottare tali misure difensive senza l'approvazione dell'assemblea generale degli azionisti. Questo caso è diventato uno dei più influenti nella legge di acquisizione degli Stati Uniti, finendo con la possibilità per gli amministratori di adottare arbitrariamente misure difensive se mostrano "buona fede e indagini ragionevoli" 41 dopo il test in due parti.

## 1.4 Focus sugli azionisti di minoranza

La letteratura esistente, analizzando le normative e le reali operazioni di fusione e acquisizione in oltre 50 anni di storia, evidenziano l'esistenza di 3 classi di attori ogni volta che si verifica una transazione: l'acquirente, che può essere un individuo o una società, gli azionisti della società target e il consiglio di amministrazione. In ciascuna operazione, questi tipi di agenti possono affrontare conflitti di interesse,

-

<sup>&</sup>lt;sup>39</sup> Sezione 14 (d), Securities Exchanges Act del 1934.

<sup>&</sup>lt;sup>40</sup> Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>&</sup>lt;sup>41</sup> Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

dati i loro diversi obiettivi da perseguire<sup>42</sup>. L'acquirente, infatti, ha l'obiettivo di chiudere l'affare offrendo agli azionisti un prezzo che incarna un premio superiore al prezzo di mercato delle azioni, ma che gli consente comunque con un VAN superiore a zero, di assumere il controllo dell'impresa target. Gli amministratori, d'altra parte, come già sottolineato nella sezione precedente, prima di intraprendere qualsiasi tipo di azione, vogliono avere garanzie sui loro ruoli dopo la transazione, vista la possibilità di essere licenziati se l'offerente fornisce un cambiamento nella struttura di gestione. Per concludere, gli azionisti della società target decideranno di offrire le loro azioni al prezzo di offerta sulla base delle loro aspettative: se il prezzo è considerato equo, accetteranno l'offerta e usciranno dall'investimento; se, invece, il prezzo di offerta è impostato troppo basso, non accetteranno l'offerta, poiché ritengono di poter guadagnare di più restando azionisti (strappando un prezzo di offerta più elevato o guadagnando dai guadagni futuri con una struttura di proprietà diversa).

La classe di azionisti deve essere divisa in due parti, decomponendo la maggioranza dalle minoranze. Il motivo per cui questa distinzione deve essere fatta è il disallineamento di obiettivi e prospettive rispetto a qualsiasi accordo, a maggior ragione quelli che riguardano l'uscita dai mercati dei capitali e il successivo disinvestimento degli azionisti. Possono sorgere conflitti nella base degli azionisti data la tipologia dell'offerta. Se, ad esempio, lo scopo dell'offerente non è il pieno controllo, prendendo il 100% della società target, ma solo mantenere una posizione rilevante, l'acquirente può seguire un percorso più semplice ed economico anziché acquistare le azioni sul mercato: negoziare con gli azionisti di controllo e quindi liquidare le minoranze attraverso i cosiddetti "squeeze-out", che saranno l'argomento principale del prossimo capitolo. Pertanto, offrendo alla maggioranza una parte degli utili previsti dall'acquisizione, l'acquirente non prenderà in considerazione le minoranze, consentendo loro di essere ricompensate con un importo per azione inferiore al previsto<sup>43</sup>. Un'altra situazione in cui possono verificarsi conflitti tra azionisti di maggioranza e di minoranza è nel caso di offerte su due livelli. Questo tipo di procedure era molto popolare negli anni '80 negli Stati Uniti ed è diventato obsoleto dopo l'introduzione di una nuova norma da parte della Commissione per gli scambi di sicurezza in merito al prezzo equo in caso di offerte pubbliche<sup>44</sup>. La società acquirente, in questo genere di transazioni, avanzava un'offerta pubblica finanziata dal debito, al fine di ottenere il controllo della società target. Una volta posseduta la maggior parte delle azioni, la società si fondeva con una controllata dell'offerente, quella che ha emesso debito per finanziare l'offerta pubblica. In questo modo, il prezzo delle azioni dell'impresa target si abbassava e gli azionisti rimanenti, che rappresentavano le

\_

<sup>&</sup>lt;sup>42</sup> Magnuson, Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach, Pace International Law Review, 2009.

<sup>&</sup>lt;sup>43</sup> Gilson, Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy, European Corporate Governance Institute, 2005.

<sup>&</sup>lt;sup>44</sup> Muller, Panunzi, Tender Offers and Leverage, The Quarterly Journal of Economics, n° 4, 2004.

minoranze disperse, potevano essere acquisiti con una seconda offerta pubblica, il cui prezzo delle azioni sarebbe stato molto probabilmente inferiore rispetto al primo livello<sup>45</sup>.

Tuttavia, questi sono solo due esempi evidenti di possibili danni agli azionisti di minoranza. Pertanto, la protezione delle minoranze, negli ultimi decenni, è diventata una delle questioni più importanti nel diritto societario, ma allo stesso tempo una delle più difficili<sup>46</sup>. Nonostante il voto a maggioranza, che è stato identificato come una delle pietre miliari per la corretta performance delle imprese, in ciascuna entità, come già sottolineato sopra, tutte le parti coinvolte devono lottare tra di loro riguardo ai propri interessi. Pertanto, anche all'interno della base azionaria, esiste una sottile, ma definita, linea che separa gli interessi degli azionisti di maggioranza e di minoranza.

Inoltre, non esiste una definizione chiara, da un punto di vista normativo, sugli azionisti di minoranza, a parte la pura spiegazione numerica<sup>47</sup>, che consente di definire la proprietà di minoranza in una società come quella che detiene meno del 50% del numero totale delle azioni senza avere un posizione rilevante. Pertanto, può accadere che la minoranza appellativa possa essere attribuita a un singolo investitore che ha solo un numero molto limitato di azioni nel suo portafoglio, un fondo pensione che detiene il 3% di una società di proprietà e una persona che possiede il 20% dell'intero patrimonio netto in un'azienda familiare.

Negli ultimi vent'anni il diritto societario ha fatto fronte agli interessi degli azionisti di minoranza nei vari paesi. Guardando il consiglio di amministrazione e la nomina dei suoi membri, gli Stati Uniti sono stati i primi a segnalare questo problema attraverso il Sorbanes-Oxley Act del 2002, richiedendo ad esempio a tutte le società quotate in borsa sui maggiori mercati (NYSE e NASDAQ), di avere la maggioranza degli amministratori indipendenti<sup>48</sup>. Per essere selezionato come amministratore indipendente, tra gli altri parametri rigidi, una persona deve essere esterna all'azienda, nel senso che non deve essere impiegata dall'azienda, così come qualsiasi altro individuo con cui la persona ha relazioni.

Per quanto riguarda l'UE, vista la differenza nel diritto societario tra gli Stati membri, l'attenzione si concentrerà sull'Italia. In Italia, tre anni dopo, nel 2005, è stato stabilito un regolamento specifico sulla nomina degli amministratori, dando la possibilità alle minoranze di scegliere almeno un membro del consiglio di amministrazione, senza interferenze degli azionisti di maggioranza. Per la prima volta, il

<sup>&</sup>lt;sup>45</sup> Gilson, Kraakman, Delaware's Intermediate Standards for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?, The Business Lawyer, 1989.

<sup>&</sup>lt;sup>46</sup> Wyckaert, Geens, Cross-Border Mergers and Minority Protection: An Open-ended Harmonization, Utrecht Law Review, 2008.

<sup>&</sup>lt;sup>47</sup> Wyckaert, Geens, Cross-Border Mergers and Minority Protection: An Open-ended Harmonization, Utrecht Law Review, Vol. 4, 2008.

<sup>&</sup>lt;sup>48</sup> Chhaochharia, Grinstein, Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules, The Journal of Finance, Vol. 62, 2007.

diritto societario italiano ha affrontato la questione degli azionisti di minoranza e ha cercato di superare questo problema consentendo loro di nominare almeno un amministratore "dalla lista di minoranza che ha ottenuto il maggior numero di voti e non è collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con la lista che si è classificata al primo posto per numero di voti "49. Inoltre, nel 2006, una versione riveduta del Codice di Autodisciplina, emesso da Borsa Italiana, ha evidenziato un problema di coesistenza tra maggioranza e minoranze, sostenendo di prendere in considerazione nell'elezione degli organi sociali sia gli interessi della maggioranza che quelli delle minoranze. Secondo una pubblicazione di Mukwiri<sup>50</sup>, la legge sull'acquisizione emessa dalla Commissione europea non ha la protezione degli azionisti di minoranza come uno degli scopi finali, ma è stata utilizzata solo come uno strumento meramente accessorio al vero obiettivo, che risulta essere facilitare una ristrutturazione aziendale all'interno dell'Unione Europea. Seguendo il suo punto di vista, la legge inglese offre una migliore protezione delle minoranze in questo campo. Su questo argomento, il Financial Times ha riportato una delle ultime notizie sulla modifica del diritto societario del Regno Unito<sup>51</sup>. Quest'ultimo miglioramento delle normative rafforza ulteriormente la protezione delle minoranze in caso di delisting di un'azienda. In base a questa nuova proposta, infatti, gli azionisti di controllo, al fine di rimuovere l'impresa target dai mercati dei capitali, devono avere l'approvazione della maggioranza degli amministratori indipendenti. Questa modifica è stata apportata perché la soglia data dal voto nell'assemblea generale degli azionisti (75% dei diritti di voto totali) non era sufficiente a fornire una protezione completa nei confronti delle minoranze. Pertanto, anche considerando gli ultimi emendamenti, la legge del Regno Unito è quella che si preoccupa di più degli interessi delle minoranze in caso di operazioni di fusione e acquisizione e delisting di una società.

I concetti di neutralità del consiglio e offerte obbligatorie che sono stati spiegati nella sezione precedente in merito al quadro normativo dell'UE sono stati ispirati dalla legge britannica. La legge inglese sulle acquisizioni è stata infatti la prima a garantire gli interessi dell'intera base azionaria, non guardandola come se ci fossero solo azionisti di controllo. Tuttavia, la disposizione sulla neutralità del consiglio di amministrazione, che cambierebbe la prospettiva da quella manageriale a quella orientata agli azionisti<sup>52</sup>, ricordando l'art. 12, non è obbligatoria nell'UE, in disallineamento rispetto al quadro del Regno Unito, il quale la rendeva obbligatoria. Per quanto riguarda le offerte obbligatorie, il regolamento UE non lo ha reso facoltativo nella sostanza, consentendo agli Stati membri di modificare

\_

<sup>&</sup>lt;sup>49</sup> Malberti, Sironi, The Mandatory Representation of Minority Shareholders on the Board of Directors of Italian Listed Corporations: An Empirical Analysis, Bocconi Legal Studies Research Paper, n° 18.

<sup>&</sup>lt;sup>50</sup> Mukwiri, Takeovers and incidental protection of minority shareholders, European Company and Financial Law Review, Vol. 10, 2013.

<sup>&</sup>lt;sup>51</sup> Allen, Minority shareholders' rights to be beefed up, Financial Times, 20 April 2014.

<sup>&</sup>lt;sup>52</sup> Johnston, The European Takeover Directive: Ruined by protectionism or respecting diversity?, Company Lawyer, Vol. 25, 2004.

solo le soglie che sottolineano la posizione di controllo nella società. Nel caso di imprese a conduzione familiare, gli azionisti di minoranza farebbero meglio ad aderire alle offerte e uscire dalla società prima che sia troppo tardi, al fine di evitare una probabile riduzione del prezzo delle azioni dopo l'efficacia dell'orizzonte temporale delle offerte<sup>53</sup>. Pertanto, questa disposizione potrebbe eliminare la possibilità di affrontare gli offerenti opportunisti<sup>54</sup>, poiché il prezzo dell'offerta pubblica deve essere equo e, pertanto, l'acquirente dovrebbe pagare un premio considerevolmente al di sopra del prezzo attuale delle azioni, osservando la performance operativa e le opportunità di crescita del target. Inoltre, sempre guardando alla protezione delle minoranze, ci sono due settori in cui la Direttiva UE è più forte della regolamentazione del Regno Unito. Secondo la letteratura esistente<sup>55</sup>, il diritto comune, di fatto, non pone molta enfasi sulla parità di trattamento degli azionisti e sulla divulgazione di informazioni in caso di acquisizione. Il motivo per cui l'UE sceglie di trattare equamente gli azionisti nelle operazioni di fusione e acquisizione è dato dalla volontà di eliminare il rischio che una minoranza subisca una tattica di front-end, quella che è stata evidenziata come esempio all'inizio di questa sezione.

Per concludere, la protezione delle minoranze è presente anche nelle fusioni transnazionali disciplinate dall'UE tra gli Stati membri. Anche se facoltativo, poiché la direttiva lascia spazio a ciascuno Stato membro per disciplinarla, questa questione offre alle imprese due vie d'uscita: ogni volta, durante la transazione, i voti dell'assemblea generale, devono approvare che le minoranze possano ottenere sollievo nel proprio stato a spese dell'azienda sopravvissuta; in alternativa, la fusione può essere effettuata solo se tutti gli azionisti di minoranza sono stati equamente ricompensati<sup>56</sup>. Andando nei dettagli, concentrandosi sull'Italia come uno degli Stati membri, anche se la legge non esplicita il particolare delle fusioni transfrontaliere, nel 2004<sup>57</sup> sono stati introdotti i diritti di recesso per gli azionisti di minoranza, lasciando che la legislazione italiana si traduca in uno degli Stati più sviluppati su questo problema.

-

 $<sup>^{53}</sup>$  Ehrhardt, Nowark, Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation – Empirical Evidence from IPOs of German Family-Owned Firms, CFS Working Paper n° 61, 2001.

<sup>&</sup>lt;sup>54</sup> Mukwiri, Takeovers and Incidental Protection of Minority Shareholders, European Company and Financial Law Review, Vol. 10, 2013.

<sup>&</sup>lt;sup>55</sup> Ferrarini, Hopt, Winter, Wymeersch, Reforming Company and Takevoer Law in Europe, Oxford University Press, 2004.

<sup>&</sup>lt;sup>56</sup> Wyckaert, Geens, Cross-Border Mergers and Minority Protection: An Open-ended Harmonization, Utrecht Law Review, Vol. 4, 2008.

<sup>&</sup>lt;sup>57</sup> Art. 3D.Lgs 17.01.2003, n. 6, con decorrenza dal 01.01.2004.

#### 1.5 Sarbanes-Oxley Act

Il Sarbanes – Oxley Act del 2002 (Pub.L. 107-204<sup>58</sup>, 116 Stat. 745, emanato il 30 luglio 2002), noto anche come "Public Accounting Reform and Investor Protection Act" (al Senato) e "Corporate and Auditing Accountability and Responsibility Act" (alla Camera) e comunemente chiamato Sarbanes – Oxley, Sarbox o SOX, è una legge federale degli Stati Uniti emanata il 30 luglio 2002<sup>59</sup>, che stabilisce standard nuovi o migliorati per tutti i consigli di amministrazione pubblica statunitensi, società di gestione e contabilità pubblica. Prende il nome dal senatore degli Stati Uniti Paul Sarbanes e dal rappresentante degli Stati Uniti Michael G. Oxley.

Il disegno di legge è stato emanato in risposta a una serie di importanti scandali societari e contabili, tra cui quelli riguardanti Enron, Tyco International, Adelphia, Peregrine Systems e WorldCom. Questi scandali, che sono costati agli investitori miliardi di dollari quando i prezzi delle azioni delle società interessate sono crollati, hanno scosso la fiducia del pubblico nei mercati dei titoli della nazione.

Non si applica alle società private. La legge contiene 11 titoli o sezioni, che vanno dalle responsabilità aggiuntive del consiglio di amministrazione alle sanzioni penali e richiede che la Securities and Exchange Commission (SEC) attui le decisioni sui requisiti per conformarsi alla nuova legge. Harvey Pitt, il 26 ° presidente della Securities and Exchange Commission (SEC), guidò la SEC nell'adozione di decine di regole per attuare il Sarbanes – Oxley Act. Ha creato una nuova agenzia, il Public Company Accounting Oversight Board, o PCAOB, incaricato di supervisionare, regolamentare, ispezionare e disciplinare le società di revisione contabile nei loro ruoli di revisori di società pubbliche. La legge copre anche questioni quali l'indipendenza dei revisori, il governo societario, la valutazione del controllo interno e una migliore informativa finanziaria.<sup>60</sup>

Il dibattito sui benefici e sui costi percepiti di SOX è sempre attuale. I sostenitori sostengono che la legislazione era necessaria e ha svolto un ruolo utile nel ristabilire la fiducia del pubblico nei mercati dei capitali nazionali rafforzando, tra l'altro, il controllo della contabilità aziendale. Gli oppositori del disegno di legge affermano che ha ridotto il vantaggio competitivo dell'America nei confronti dei fornitori di servizi finanziari stranieri, affermando che SOX ha introdotto un ambiente regolamentare

<sup>59</sup> L'atto è stato approvato dall'Assemblea con un voto di 421 a favore, 3 contrari e 8 astenuti e dal Senato con un voto di 99 a favore, 1 astenuto. Il presidente George W. Bush lo firmò in legge, affermando che includeva "le riforme più profonde delle pratiche commerciali americane dai tempi di Franklin D. Roosevelt".

 $<sup>^{58}\</sup> http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-107publ204/content-detail.html.$ 

<sup>&</sup>lt;sup>60</sup> L'atto è stato approvato dall'Assemblea con un voto di 421 a favore, 3 contrari e 8 astenuti e dal Senato con un voto di 99 a favore, 1 astenuto. Il presidente George W. Bush lo firmò in legge, affermando che includeva "le riforme più profonde delle pratiche commerciali americane dai tempi di Franklin D. Roosevelt". Sarbanes-Oxley summary, Amadeo, 2019.

troppo complesso nei mercati finanziari statunitensi<sup>61</sup>. I sostenitori della misura affermano che SOX è stata una "manna dal cielo" per migliorare la fiducia dei gestori di fondi e di altri investitori in merito alla veridicità dei bilanci aziendali.<sup>62</sup>

Sarbanes – Oxley contiene 11 titoli che descrivono mandati e requisiti specifici per l'informativa finanziaria. Ogni titolo è composto da più sezioni, riassunte di seguito.

## 1. Ente di controllo della contabilità delle società pubbliche (PCAOB)

Il titolo I è composto da nove sezioni e istituisce il consiglio di sorveglianza della contabilità delle società pubbliche, incaricato della supervisione indipendente delle società di contabilità pubblica che forniscono servizi di revisione contabile ("revisori"). Crea inoltre un consiglio di sorveglianza centrale incaricato di registrare i revisori, definendo i processi e le procedure di conformità specifiche per gli audit, ispezionando e sorvegliando la condotta e il controllo di qualità e applicando la conformità con i mandati specifici di SOX.

#### 2. Indipendenza del revisore

Il titolo II è composto da nove sezioni e stabilisce norme per l'indipendenza del revisore esterno, al fine di limitare i conflitti di interesse. Affronta inoltre i nuovi requisiti di approvazione del revisore, la rotazione del partner di revisione e i requisiti di segnalazione del revisore. Impedisce alle società di revisione di fornire servizi non di revisione (ad es. Consulenza) per gli stessi clienti.

#### 3. Responsabilità aziendale

Il titolo III è composto da otto sezioni e si riferisce ai dirigenti senior i quali si assumono la responsabilità individuale dell'accuratezza e della completezza delle relazioni finanziarie aziendali. Definisce l'interazione dei revisori esterni e dei comitati di revisione aziendale e specifica la responsabilità dei funzionari aziendali per l'accuratezza e la validità delle relazioni finanziarie aziendali. Enumera i limiti specifici sui comportamenti dei funzionari aziendali e descrive le concessioni specifiche di benefici e sanzioni civili per inadempienza. Ad esempio, la Sezione 302 richiede che i "funzionari principali" della società (in genere l'Amministratore Delegato e il Direttore finanziario) certifichino e approvino l'integrità dei loro rapporti finanziari della società ogni trimestre<sup>63</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>61</sup> Uno studio di Mckinsey & Company commissionato dal sindaco di New York Michael Bloomberg e dal senatore degli Stati Uniti Charles Schumer, (D-N.Y.), cita questo come uno dei motivi per cui il settore finanziario americano sta perdendo quote di mercato a vantaggio di altri centri finanziari in tutto il mondo.

<sup>&</sup>lt;sup>62</sup> E.Righini, Behavioural law and economics, FrancoAngeli, 2012.

<sup>&</sup>lt;sup>63</sup> Kuschnik, Bernhard, The Sarbanes Oxley Act: "Big Brother is watching" you or Adequate Measures of Corporate Governance Regulation? 5 Rutgers, Business Law Journal, 2008.

## 4. Divulgazione finanziaria migliorata

Il titolo IV è composto da nove sezioni. Descrive requisiti di rendicontazione migliorati per le transazioni finanziarie, comprese le transazioni fuori bilancio, i dati pro-forma e le operazioni di borsa dei funzionari aziendali. Richiede controlli interni per garantire l'accuratezza delle relazioni e delle informazioni finanziarie e impone audit e relazioni su tali controlli. Richiede inoltre una comunicazione tempestiva dei cambiamenti sostanziali delle condizioni finanziarie e revisioni specifiche rafforzate da parte della SEC o dei suoi agenti di relazioni aziendali.

## 5. Conflitti di interessi degli analisti

Il titolo V è costituito da una sola sezione, che comprende misure volte a ripristinare la fiducia degli investitori nella segnalazione dei titoli da parte degli analisti. Definisce i codici di condotta per gli analisti di titoli e richiede la divulgazione di conflitti di interesse conoscibili.

#### 6. Risorse e autorità della Commissione

Il titolo VI è composto da quattro sezioni e definisce le pratiche per ripristinare la fiducia degli investitori negli analisti dei titoli. Definisce inoltre l'autorità della SEC di censurare o escludere i professionisti in titoli dalla pratica e definisce le condizioni alle quali una persona può essere vietata dalla pratica di broker, consulente o rivenditore.

#### 7. Studi e relazioni

Il titolo VII è composto da cinque sezioni e richiede che il controllore generale e la SEC eseguano vari studi e riferiscano i loro risultati. Studi e relazioni comprendono gli effetti del consolidamento delle società di contabilità pubblica, il ruolo delle agenzie di rating del credito nel funzionamento dei mercati dei titoli, le violazioni dei titoli e le azioni di controllo e se le banche di investimento hanno aiutato Enron, Global Crossing e altri a manipolare gli utili e offuscare le vere condizioni del capitale finanziario.

## 8. Responsabilità da frode aziendale e penale

Il titolo VIII è composto da sette sezioni ed è anche denominato "Legge sulla responsabilità delle frodi societarie e penali del 2002". Descrive sanzioni penali specifiche per manipolazione, distruzione o alterazione dei registri finanziari o altre interferenze con le indagini, fornendo al contempo determinate protezioni per gli informatori.

#### 9. Miglioramento della pena per il crimine del colletto bianco

Il titolo IX è composto da sei sezioni. Questa sezione è anche chiamata "Legge sul potenziamento della pena per i crimini del colletto bianco del 2002". Questa sezione aumenta le sanzioni penali associate ai crimini e alle cospirazioni dei colletti bianchi. Raccomanda linee guida più severe in materia di condanne e in particolare aggiunge la mancata certificazione dei rapporti finanziari aziendali come reato.

#### 10. Dichiarazione dei redditi delle società

Il titolo X è composto da una sezione. La sezione 1001 afferma che l'Amministratore Delegato dovrebbe firmare la dichiarazione dei redditi della società.

#### 11. Responsabilità da frode aziendale

Il titolo XI è composto da sette sezioni. La Sezione 1101 raccomanda un nome per questo titolo come "Corporate Fraud Accountability Act del 2002". Identifica le frodi aziendali e registra le manomissioni come reati penali e unisce tali reati a sanzioni specifiche. Revisiona anche le linee guida per le sentenze e rinforza le loro pene. Questo consente alla SEC di congelare temporaneamente transazioni o pagamenti che sono stati considerati "grandi" o "insoliti".

#### 1.5.1 Analisi costi-benefici del Sarbanes-Oxley Act

Esiste un corpus significativo di ricerche accademiche e opinioni in merito ai costi e ai benefici del SOX, con differenze significative nelle conclusioni. Ciò è dovuto in parte alla difficoltà di isolare l'impatto del SOX dalle altre variabili che incidono sul mercato azionario e sugli utili societari<sup>64</sup>. Le conclusioni di molti di questi studi e le relative critiche sono riassunte di seguito:

#### 1)Costi di conformità

• Sondaggio FEI (annuale): Finance Executives International (FEI) fornisce un sondaggio annuale sui costi della Sezione 404 SOX. Tali costi hanno continuato a diminuire rispetto ai ricavi dal 2004. Lo studio del 2007 ha indicato che, per 168 aziende con ricavi medi di \$ 4,7 miliardi, i costi medi di conformità sono stati di \$ 1,7 milioni (0,036% di entrate). Lo studio del 2006 ha indicato che, per 200 società con ricavi medi di \$ 6,8 miliardi, i costi medi di conformità sono stati di \$ 2,9 milioni (0,043% dei ricavi), in calo del 23% rispetto al 2005. I costi per le aziende decentralizzate (ovvero quelle con più segmenti o divisioni) erano notevolmente maggiori di quelli delle società centralizzate.

I punteggi dei sondaggi relativi all'effetto positivo di SOX sulla fiducia degli investitori, sull'affidabilità dei bilanci e sulla prevenzione delle frodi continuano ad aumentare. Tuttavia, quando è stato chiesto nel 2006 se i benefici della conformità con la Sezione 404 hanno superato i costi, solo il 22% ha concordato.

• Foley & Lardner Survey (2007): questo studio annuale si è concentrato sui cambiamenti nei costi totali di essere una società pubblica statunitense, che sono stati significativamente influenzati da SOX. Tali costi comprendono le spese per i revisori esterni, l'assicurazione di amministratori e dirigenti

\_

<sup>&</sup>lt;sup>64</sup> Five years of Sarbanes–Oxley, The Economist. 26/07/2007.

(D&O), i compensi del consiglio, la perdita di produttività e le spese legali. Ognuna di queste categorie di costi è aumentata in modo significativo tra il 2001 e il 2006. Quasi il 70% degli intervistati ha indicato che le società pubbliche con entrate inferiori a \$ 251 milioni dovrebbero essere esentate dalla sezione 404 del SOX.<sup>65</sup>

- Zhang (2005)<sup>66</sup>: questo documento di ricerca ha stimato costi di conformità SOX fino a \$ 1,4 trilioni, misurando le variazioni del valore di mercato in base agli "eventi" legislativi chiave del SOX. Questo numero si basa sul presupposto che il SOX sia stato la causa delle relative variazioni del valore di mercato di breve durata, che l'autore riconosce come uno svantaggio.<sup>67</sup>
- Butler / Ribstein (2006)<sup>68</sup>: il loro libro ha proposto una revisione completa o l'abrogazione del SOX e una varietà di altre riforme. Ad esempio, indicano che gli investitori potrebbero diversificare i propri investimenti azionari, gestendo in modo efficiente il rischio di alcuni fallimenti aziendali catastrofici, dovuti a frodi o concorrenza. Tuttavia, se ogni azienda è tenuta a spendere una notevole quantità di denaro e risorse per la conformità al SOX, questo costo è a carico di tutte le società quotate in borsa e pertanto non possono essere diversificate dall'investitore.

## 2) Vantaggi per le imprese e gli investitori

- Arping / Sautner (2010): questo documento di ricerca analizza se SOX ha migliorato la trasparenza aziendale. <sup>69</sup> Osservando le società straniere quotate negli Stati Uniti, il documento indica che, rispetto a un campione di controllo di società comparabili non soggette al SOX, le società quotate in borsa sono diventate significativamente più trasparenti dopo il SOX. La trasparenza aziendale viene misurata in base alla dispersione e alla precisione delle previsioni sugli utili degli analisti.
- Iliev (2007): questo documento di ricerca ha indicato che SOX 404 ha effettivamente portato a utili dichiarati prudenti, ma ha anche ridotto, giustamente o erroneamente, le valutazioni azionarie delle piccole imprese<sup>70</sup>. Gli utili inferiori spesso causano una riduzione del prezzo delle azioni.
- Skaife / Collins / Kinney / LaFond (2006): questo documento di ricerca indica che i costi di finanziamento sono più bassi per le aziende che hanno migliorato il loro controllo interno, tra 50 e 150 punti base (da 0,5 a 1,5 punti percentuali).<sup>71</sup>

<sup>66</sup> Zhang, the value premium, Paper, 2005.

<sup>65</sup> Foley & Lardner Study, 2007.

<sup>&</sup>lt;sup>67</sup> Zhang, Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act, Paper, 2005.

<sup>&</sup>lt;sup>68</sup> Butler, Ribsteing, The Sarbanes-Oxley debacle, Paper, 2006.

<sup>&</sup>lt;sup>69</sup> Arping, Sautner, The Effect of Corporate Governance Regulation on Transparency: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act of 2002, Report, 2010.

<sup>&</sup>lt;sup>70</sup> Iliev, The Effect of the Sarbanes–Oxley Act (Section 404) Management's Report on Audit Fees, Accruals and Stock Returns, Report, 2007.

<sup>&</sup>lt;sup>71</sup> Skaife, Collins, Kinney, Lafond, The Effect of Internal Control Deficiencies on Firm Risk and Cost of Capital, Research, 2006.

- Rapporto Lord & Benoit (2006): i vantaggi di 404 superano il costo? Uno studio condotto su una popolazione di quasi 2.500 società ha indicato che le persone che non avevano carenze sostanziali nei loro controlli interni, o le società che li correggevano in modo tempestivo, hanno registrato aumenti molto maggiori dei corsi azionari rispetto alle società che non lo hanno fatto<sup>72</sup>. Il rapporto indicava che i vantaggi, per una società conforme, nel prezzo delle azioni (10% sopra l'indice Russell 3000) erano superiori ai costi della sezione 404 del SOX.
- Institute of Internal Auditor (2005): il documento di ricerca indica che le società hanno migliorato i propri controlli interni e che i rendiconti finanziari sono considerati più affidabili<sup>73</sup>.

Da questi numerosi studi e diverse considerazioni è facilmente intuibile che il dibattito sull'applicabilità del Sarbanes-Oxley Act non sarà di breve durata, e probabilmente non si arriverà mai ad una conclusione ragionevole per tutti. In merito a tutto ciò la cosa che più è emersa è come la legge federale abbia portato le aziende a migliorare i propri controlli interni, e garantire una maggiore trasparenza. Visti questi effetti positivi sarebbe dunque irragionevole promuovere un annullamento della norma; per contro tutto questo prevede ingenti costi, che spesso le piccole imprese non riescono a sostenere.

Una possibile soluzione potrebbe essere lo stabilire una soglia di fatturato (o valore aziendale) al di sotto del quale le aziende non sono costrette a conformarsi ai principi del SOX, o, altrimenti, prevedere benefici fiscali per chi decide di seguire le indicazioni della legge federale; ma di certo l'annullamento della norma sarebbe come fare un passo indietro e perdere anche parte della fiducia degli investitori, i quali non si sentirebbero più "protetti" in termini di trasparenza e affidabilità.

#### 1.6 Regolamentazione italiana

Per quanto riguarda l'Italia la regolamentazione sulla tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate ha subito un excursus, le prime norme a riguardo sono andate poi modificandosi e divenute ancora più specifiche con l'emanazione del Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998 n.58 Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), fino ad arrivare alle innovazioni apportate dalla riforma del diritto societario nel 2003.

L'emanazione del codice civile avvenuta nel 1942 ha disciplinato la società per azioni senza fare grossa distinzione riguardo le dimensioni e quindi le disposizioni riguardavano sia le grandi che le piccole società ed è stato proprio questo a generare numerose critiche. Una prima svolta a tal riguardo c'è stata nel 1956 quando Ascarelli affrontò il tema delle minoranze e dei diritti legati a quest'ultime. In

\_

<sup>&</sup>lt;sup>72</sup> Lord & Benoit Report, 2006.

<sup>&</sup>lt;sup>73</sup> Istitute of internal auditor, IIA Research SOX Looking at the Benefits, IIA research, 2005.

particolare Ascarelli nei suoi studi individuò tre problemi nella società per azioni, che sono: la tutela dei creditori sociali e del singolo socio, e la tutela degli azionisti di minoranza. Per ovviare a questi problemi le proposte innovative del giurista italiano furono la riduzione dei quorum per le denunce al collegio sindacale e la possibilità di intraprendere azioni di responsabilità su iniziativa di una minoranza rappresentativa del 10% del capitale sociale. Sulla scia di queste novità introdotte, il progetto De Gregorio ne affina gli strumenti, fino ad arrivare ad un importante svolta nella disciplina delle società per azioni, svolta che si ebbe con la legge 7 Giugno 1974 n.216 che stabilì l'istituzione della Commissione nazionale per la Società e la Borsa (Consob). Una prima importante distinzione tra società quotata e non riguarda gli obblighi in capo alla prima, infatti le società quotate sono sottoposte ad obblighi di trasparenza e di informazione, il che le porta a dover rendere a disposizione del pubblico tutti gli eventi e le notizie riguardanti l'andamento economico-finanziario della società, e quelle che possono in qualche modo influenzare il prezzo delle azioni. Per quanto riguarda l'obbligo di informazione quest'ultima si divide in periodica (es. relazione finanziaria annuale), continua (es. informazione privilegiata), straordinaria (es. fusioni e acquisizioni). Non è solo questo a bastare però, infatti le società quotate sono anche sottoposte ad un continuo controllo da parte della Consob, controllo che riguarda l'esattezza di tutto ciò che la società ha reso pubblico e comporta anche la pubblicazione di ulteriori notizie.

A riguardo della tutela degli azionisti di minoranza in Italia la svolta più importante c'è stata con l'introduzione dell'OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) avvenuta nel 1992. In particolare, la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto persegue due finalità: assicurare ai destinatari dell'offerta la trasparenza delle condizioni contrattuali e il corretto svolgimento della fase pre-negoziale.

La caratteristica principale dell'OPA è che diversamente da una normale operazione di compravendita ha un numero potenziale di venditori quasi indefinito nel senso il proponente non sa quanti possono decidere di accettare, un'altra importante caratteristica è che deve avere almeno centocinquanta destinatari tra la clientela retail di una società. L'OPA può essere di due tipologie: volontaria, in cui è l'offerente a presentarla liberamente; e obbligatoria, quando è la legge a disporre la sua presentazione. Nella realtà però le cose sono ben diverse in quanto si cerca sempre di evitare l'attuazione di questo istituto, molto costoso in termini di tempo e denaro e dall'esito incerto, ed è proprio per questo che spesso si cerca di agire a fari spenti. Per questo motivo negli anni sono state introdotte diverse soglie e norme cercando di evitare scalate che non vengono rese pubbliche, in particolare sono state introdotte due soglie a tal riguardo:

1. Quando un soggetto raggiunge il 3% come quota di partecipazione all'interno di una società quotata il dato viene reso pubblico.

2. È stata introdotta da una nuova norma detta norma anti-scorrerie e, prevede, per chi supera il 10% di partecipazione all'interno di una società quotata, la comunicazione al pubblico della sua dichiarazione di intenzioni<sup>74</sup>, la quale è vincolante per un periodo di 6 mesi.

Il procedimento di offerta si articola in più fasi, la prima fase prevede la trasmissione alla Consob del documento di comunicazione e, entro i 20 giorni successivi, del documento di offerta; a questo punto la Consob avrà 15 giorni per approvarlo, dopodiché, in caso di approvazione, sarà trasmesso all'emittente, oltre che agli intermediari incaricati, e reso pubblico. Decorsi 5 giorni dalla diffusione del documento inizia il periodo di adesione, durante il quale, gli interessati hanno il potere di accettare determinando la conclusione del contratto. La durata del periodo di adesione può variare tra un minimo di quindici e un massimo di venticinque giorni, nel caso di offerte obbligatorie, e tra un minimo di quindici e un massimo di quaranta giorni, per tutte le altre offerte. Il procedimento si conclude con la pubblicazione dei risultati dell'offerta.

Tuttavia ci sono casi in cui scatta l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto, ed è quando a seguito di acquisti, un soggetto venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento<sup>75</sup> (25% per le grandi imprese<sup>76</sup>), soglia che può essere diversa nel caso di piccole e medie imprese(PMI). In particolare, le PMI possono, per statuto, prevedere una soglia diversa da quella indicata nel comma 1, comunque non inferiore al 25% né superiore al 40% <sup>77</sup>.

In caso di superamento della soglia, il soggetto è tenuto a promuovere, entro venti giorni, un'offerta pubblica di acquisto per la totalità dei titoli a un prezzo pari a quello più elevato pagato da qualsiasi soggetto nei dodici mesi anteriori alla comunicazione dell'offerta.

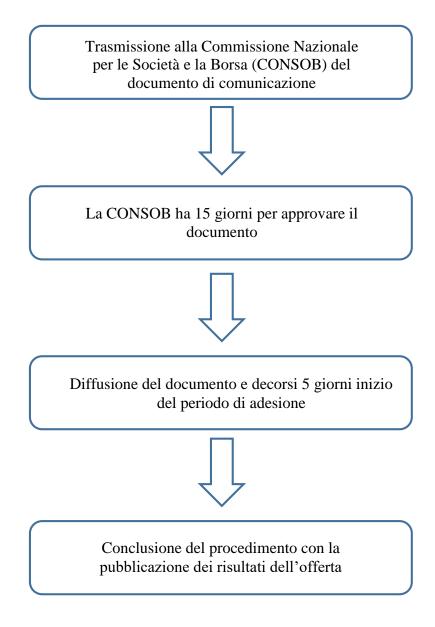
<sup>&</sup>lt;sup>74</sup> La dichiarazione di intenzione contiene le intenzioni dell'azionista rispetto alla società: se intende o meno crescere nell'azionariato nei sei mesi successivi, con quali fonti finanziarie ha finanziato l'acquisto di quel 10%, se vuole rinnovare gli amministratori, se ha un atteggiamento attivo o passivo, ecc.

<sup>&</sup>lt;sup>75</sup> Art. 106 T.U.F.

<sup>&</sup>lt;sup>76</sup> Art.106, co.1 bis, introdotto dalla l.n.116/2014.

<sup>&</sup>lt;sup>77</sup> Art.106 TUF, comma 1-ter.

Grafico n.2: Schema dell'OPA



Fonte: elaborazione personale

#### 1.7 Delisting e Corporate Governance

La decisione di una società di quotarsi su un mercato regolamentato, come visto in precedenza, comporta numerosi vantaggi e svantaggi, ma soprattutto numerosi cambiamenti dal punto di vista societario. In particolare, uno degli aspetti societari più colpito è sicuramente l'assetto proprietario e la corporate governance. Non esiste un modello di corporate governance adatto a tutte le società: ciascuna deve elaborare il proprio tenendo conto del contesto economico in cui opera, delle esigenze che

scaturiscono dall'attività svolta, rispettando, sempre, dal punto di vista comportamentale, le normative vigenti e le *best practies* internazionali.

Una buona corporate governance, peraltro, rappresenta un importante fattore di giudizio sulla qualità degli amministratori, perché, nonostante non assicuri un andamento positivo del titolo, costituisce un presupposto per un efficace ed efficiente gestione dell'impresa.<sup>78</sup>

L'impatto del governo societario sulla decisione di diventare privato è duplice. In primo luogo, la scelta di diventare privati è vista come una conseguenza del rafforzamento del regolamento sul governo societario. L'aumento internazionale delle regole di governo societario, nate per evitare l'insorgere di possibili abusi sulle minoranze, è associato a maggiori costi per la conformità. In questo contesto, alcune società potrebbero preferire l'uscita dal mercato se i costi delle nuove normative superassero i benefici associati alla quotazione (1.7.1) o semplicemente per evitare tutte le regole di trasparenza imposte quando la società è quotata. Il legislatore ha, infatti, ritenuto essenziale far sì che sia reso noto al mercato e ai soci dove risieda il controllo della società, e che siano imposte regole specifiche e severe al fine di garantire la trasparenza degli assetti proprietari. In secondo luogo, la decisione di diventare privati mira a ridurre i costi di agenzia relativi ai free cash flow. Questa spiegazione dei costi d'agenzia. Prevede che le società con meccanismi di governo societario più deboli hanno maggiori probabilità di essere cancellate proprio perché l'inefficienza della struttura di governance comporta il dover fronteggiare costi maggiori (1.7.2).

#### 1.7.1 L'impatto della regolamentazione sul governo societario

Gli ultimi anni hanno prodotto un'ondata di regolamentazione del governo societario negli Stati Uniti e in Europa. Questo movimento internazionale ha aumentato i costi di conformità, che includono i costi di revisione e i costi di divulgazione. I crescenti costi di conformità potrebbero superare i vantaggi dell'essere quotati e, di conseguenza, molti manager potrebbero decidere di rendere private le loro aziende. Un filone ben sviluppato della letteratura si concentra sugli effetti che la regolamentazione del governo societario ha sul delisting. Più specificamente, l'adozione negli Stati Uniti del Sarbanes-Oxley (SOX) Act, avvenuta nel 2002, è spesso citata come un fattore trainante per la decisione di diventare

<sup>&</sup>lt;sup>78</sup> F.Chiappetta, Diritto del governo societario, Cedam, 2017.

<sup>&</sup>lt;sup>79</sup> La disciplina delle società quotate: linee essenziali e questioni, http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/societa/la-disciplina-delle-societa-quotate-linee-essenziali-e-questioni,

<sup>&</sup>lt;sup>80</sup> Il free cash flow rappresenta il flusso di cassa disponibile per l'azienda ed è dato dalla differenza tra il flusso di cassa dalle attività operative e il flusso di cassa per investimenti in capitale fisso.

<sup>&</sup>lt;sup>81</sup> Cfr. L.Enriques, Le regole della finanza. Diritto societario e mercato in Italia e in Europa, IBL Libri, 2012.

privati. Questo atto ha introdotto nuove regole di divulgazione e standard di controllo e ha aggiunto sanzioni penali per frode di governance. Ad esempio, è d'ora in poi necessario che le società pubbliche istituiscano un sistema di controllo interno per l'informativa finanziaria. Inoltre, i CEO (Chief Executive Officer) e i CFO (Chief Financial Officer) sono entrambi tenuti a certificare i rapporti finanziari delle imprese. Di conseguenza, l'attuazione di SOX ha notevolmente aumentato i costi di revisione e le risorse interne necessarie per conformarsi agli obblighi di comunicazione della SEC<sup>82</sup>. Infatti confrontando i periodi pre e post SOX è facile notare come il numero di società che hanno abbandonato la borsa sia cresciuto notevolmente dopo l'adozione della legge; in particolare, le imprese più piccole con scarse prestazioni e basse opportunità di crescita, per le quali i costi della conformità sono particolarmente onerosi, hanno maggiori probabilità di diventare private. In un altro articolo Engel et al. (2007) hanno studiato le decisioni delle aziende di diventare private nel periodo di SOX e le reazioni del mercato a tali decisioni e si è arrivati a due risultati principali. In primo luogo, i costi relativi al SOX erano più elevati per le imprese più piccole e meno liquide. In secondo luogo, sono stati osservati rendimenti positivi delle azioni attorno agli annunci di delisting. Secondo Engel et al. (2007), questa reazione positiva è dovuta ai costi netti del SOX che le imprese hanno evitato abbandonando la quotazione. Gli autori hanno sviluppato un'altra idea importante: rinunciare alla quotazione in Borsa non è l'unico modo in cui le aziende cercano di evitare i crescenti costi di conformità. I mezzi alternativi includono le fusioni, in particolare se i costi relativi al SOX sono soggetti a economie di scala o cessioni. Leuz (2007) ha proposto una spiegazione alternativa riguardo all'influenza del SOX. Da un lato, l'adozione del SOX ha aumentato i costi di conformità; d'altra parte, ci sono prove che SOX ha prodotto alcuni benefici aumentando la quantità di controllo livellato sulle imprese. Per comprendere meglio la relazione tra i costi relativi al SOX e la decisione di diventare privati, Bartlett (2009) si è concentrata su società che diventano private finanziando la transazione con debito ad alto rendimento. In questo caso, le aziende rimangono soggette alla maggior parte dei requisiti del SOX ed ha scoperto che l'ondata di GPT attraverso un LBO che si è verificata negli Stati Uniti nel periodo 2003-2006 ha continuato a utilizzare il debito ad alto rendimento e ha concluso che questa ondata non era guidata dai costi del SOX. In Europa, l'impatto della regolamentazione sul governo societario è stato studiato da Thomson et al. (2007) e Martinez and Serve (2011). Thomson et al. (2007) ha utilizzato l'indice di protezione degli investitori di minoranza sviluppato da La Porta et al. (1998) come misura per la regolamentazione del governo societario. Hanno scoperto che una maggiore protezione degli investitori di minoranza e l'adozione di codici di governo societario sono associati a una più elevata frequenza di delisting sia

.

<sup>&</sup>lt;sup>82</sup> Eldridge e Kealey (2005) hanno riscontrato che l'incremento medio delle commissioni di audit dal 2003 al 2004 è stato del 67% tra le società Fortune 1000.

scaturiti da fusioni e acquisizioni sia da altri GPT, ma riducono la probabilità di fallimento e liquidazione.

## 1.7.2 Meccanismi di governo societario per le imprese

Il GPT dovrebbe mitigare qualsiasi problema di agenzia associato a una governance interna debole. Pertanto, l'inefficacia dei meccanismi di governo societario di un'impresa dovrebbe aumentare la probabilità che venga cancellata dal listino. Weir et al. (2005)<sup>83</sup> hanno analizzato le caratteristiche di governance di società del Regno Unito oggetto di delisting nel periodo 1998-2000 e li hanno confrontati con le caratteristiche delle società che sono rimaste pubbliche. I loro risultati hanno mostrato differenze significative tra i due gruppi: le aziende divenute private avevano una maggiore proprietà del CEO (Chief Executive Officer) e una maggiore proprietà istituzionale, più dualità<sup>84</sup> e rapporti Q<sup>85</sup> più bassi. Un altro studio condotto da Charitou et al. (2007) ha esaminato l'impatto della struttura di governance sulla capacità di un'impresa di sopravvivere nel NYSE. La struttura di governance è stata misurata dall'indipendenza degli amministratori, dalle dimensioni del consiglio, dall'attività del consiglio (numero di riunioni) e dalla proprietà degli addetti ai lavori. Gli autori hanno trovato prove del fatto che le società con un numero maggiore di amministratori esterni e una maggiore proprietà privilegiata hanno meno probabilità di abbandonare il listino e hanno concluso che le caratteristiche di governance sono associate alla probabilità di delisting. Più recentemente, Becker e Pollet (2008)<sup>86</sup> si sono concentrati su due misure di governo societario: un indice di governance come proxy dei diritti degli azionisti e un indice di rafforzamento che include disposizioni anti-acquisizione e disposizioni che impediscono a un azionista di maggioranza di imporre decisioni sulla gestione. I loro risultati suggeriscono che il rafforzamento manageriale riduce la probabilità di diventare privati. Pertanto, i gestori di aziende pubbliche sembrano avere un accesso migliore ai benefici privati del controllo rispetto ai gestori di aziende private. Studiando le cancellazioni, Leuz et al. (2008)<sup>87</sup> hanno testato gli effetti sia del SOX sia del debole monitoraggio esterno utilizzando proxy diversi: il numero (o la percentuale) di amministratori indipendenti, un amministratore delegato e un presidente distinti e la presenza di azionisti istituzionali. Hanno scoperto che le deregistrate hanno una governance del

<sup>&</sup>lt;sup>83</sup> Weir et al, Incentive effects, monitoring mechanisms and the market for corporate control: an analysis of the factors afecting public to private transactions in the UK, Research, 2005.

<sup>&</sup>lt;sup>84</sup> La dualità rappresenta la situazione in cui la stessa persona ricopre la carica di CEO e presidente.

<sup>85</sup> Rapporto tra il valore di mercato delle azioni di un'impresa e il costo di sostituzione del suo stock di capitale.

<sup>&</sup>lt;sup>86</sup> Becker, Pollet, The decision to go private, Paper, 2008.

<sup>&</sup>lt;sup>87</sup> Leuz et al, Why do firms go dark? Causes and consequences of voluntary SEC deregistration, Paper, 2008.

consiglio più debole e un monitoraggio esterno. Queste imprese hanno anche, in media, maggiori ratei (coerenti con una scarsa qualità della contabilità) e un problema maggiore con i free cash flow. In sintesi, studi statunitensi hanno dimostrato che il delisting può mitigare i problemi dei costi di agenzia e l'opportunismo gestionale. Nell'Europa continentale, il sistema di governo societario differisce da quello degli Stati Uniti perché molte società europee hanno un azionista di controllo. L'impatto della proprietà sulla GPT è stato studiato da Achleitner et al. (2010)<sup>88</sup> e Croci e Del Giudice (2011)<sup>89</sup>. Achleitner et al. (2010) sostengono che è importante prendere in considerazione la proprietà (definita dagli autori come la proprietà dei diritti di flusso di cassa) e il controllo (definito come proprietà dei diritti di voto) quando si studia la motivazione degli investitori di private equity che operano nell'Europa continentale. Gli autori hanno trovato prove riguardo la probabilità che un'impresa diventi il bersaglio di investitori di private equity, la quale è influenzata dagli incentivi al monitoraggio e dai benefici privati del controllo di cui gode l'azionista di grandi dimensioni. Tuttavia, questo modello è emerso solo per le imprese a controllo familiare. Croci e Del Giudice (2011) hanno sfruttato la presenza del controllo familiare nelle società europee per studiare il ruolo dei conflitti di agenzia tra grandi azionisti (famiglie) e investitori di minoranza nella decisione di diventare privati. Utilizzando i dati di 882 GPT europei, Croci e Del Giudice (2011) hanno esaminato sia la reazione del mercato intorno all'annuncio sia la performance post-delisting dell'azienda. I loro risultati supportano le previsioni della teoria dei costi di agenzia: la reazione del mercato intorno all'annuncio del delisting è correlata negativamente al grado di concentrazione della proprietà. Inoltre, hanno scoperto che le imprese rese private da nuovi proprietari presentano prestazioni operative peggiori rispetto alle imprese rese private dai maggiori azionisti.

Riassumendo, l'influenza del governo societario sulla decisione di diventare privati è duplice. Da un lato, il rafforzamento degli standard di governo societario aumenta i costi di conformità e rende lo status pubblico meno attraente. In questo caso, il delisting è una conseguenza dell'eccessiva regolamentazione del governo societario. D'altro canto, le società oggetto di delisting sono caratterizzate da meccanismi di governo societario più deboli. Pertanto, il delisting è visto come una risposta che riduce i conflitti tra addetti ai lavori e azionisti esterni e opportunismo gestionale.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>88</sup> Achleitner et al, Value creation drivers in private equity buyouts: empirical evidence from Europe, Paper, 2010.

<sup>&</sup>lt;sup>89</sup> Croci, Del Giudice, Ownership structure, family control, and acquisition decisions, Paper, 2011.

## **CAPITOLO 2**

## MOTIVAZIONI E FATTISPECIE DEL DELISTING

#### 2.1 Motivazioni che spingono le aziende ad abbandonare la quotazione

Una letteratura teorica ben sviluppata, basata sull'analisi costi-benefici, spiega perché le aziende decidono di diventare pubbliche attraverso una IPO (Initial Public Offering). Paradossalmente, gli studi che analizzano un GPT come risultato di un compromesso tra costi e benefici rimangono scarsi. Le motivazioni per i GPT sono descritte nella letteratura finanziaria a partire dalla metà degli anni '80. Nel loro articolo DeAngelo et al. (1984) hanno presentato il quadro istituzionale delle LBO statunitensi e hanno studiato le motivazioni alla base di tali transazioni e le loro conseguenze per gli azionisti di minoranza. Questi autori hanno sottolineato che un GPT genera potenzialmente guadagni attraverso una riduzione dei costi di quotazione e l'introduzione di una struttura di proprietà che migliora gli incentivi per i manager. Bharath e Dittmar (2010)<sup>90</sup> hanno affermato che, poiché le teorie relative ai costi e ai benefici del quotarsi su un mercato pubblico sono teorie di tipo trade-off, possono anche essere utilizzate per analizzare il motivo per cui le aziende decidono di diventare private. Pertanto, secondo queste teorie, la decisione di diventare privati dipenderà dalla situazione del mercato. Come analizzato da Martinez e Serve (2011), questa decisione viene presa quando i costi di quotazione superano i benefici della permanenza pubblica, vale a dire quando si verifica una delle seguenti condizioni: (i) i benefits diminuiscono al di sotto della soglia alla quale i benefits di essere quotati superano i costi o (ii) i costi aumentino al di sopra della soglia alla quale i costi superano i benefici. Distinguiamo tra tre serie di incentivi: motivazioni tradizionali, motivazioni derivate dalla teoria dei costi d'agenzia e motivazioni relative alla struttura finanziaria. Contrariamente alle motivazioni tradizionali, che sono comuni a tutti i tipi di GPT, questi ultimi due incentivi potrebbero differire in base alla posizione geografica e al tipo di delisting.

#### 2.1.1 Incentivi tradizionali

Essere quotati aumenta notevolmente i costi. Di conseguenza, il primo incentivo a diventare privati è spesso quello di eliminare determinati costi sostenuti dall'impresa quotata. La letteratura sulla IPO suggerisce che le imprese ricevono benefici economici dalla quotazione: questi benefici comprendono

<sup>&</sup>lt;sup>90</sup> Bharath, Dittmar, Why do firms use private equity to opt out of public markets, Research, 2010.

una maggiore liquidità, un accesso più facile ai mercati finanziari e la possibilità di condividere i rischi con gli investitori pubblici. Tuttavia, il mancato raggiungimento di questi obiettivi può indurre le imprese a rinunciare al mercato pubblico. In questa sezione, presentiamo gli incentivi tradizionali comuni a tutti i GPT e correlati a (i) un aumento dei costi di quotazione e (ii) una riduzione dei benefici di quotazione.

I costi sostenuti dall'impresa quotata sono costi diretti e indiretti.

I costi diretti contengono i costi correnti a seguito di IPO, vale a dire i costi di registrazione e le commissioni di sottoscrizione, comprese le commissioni di quotazione annuali imposte dalle borse e dagli organismi di regolamentazione e i costi di negoziazione. I costi indiretti contengono i costi di produzione delle informazioni (vale a dire, i costi di revisione e pubblicazione relativi alla divulgazione), i costi di conformità per soddisfare gli standard normativi e di governo societario e i costi opportunità.

Per quanto riguarda i costi diretti, DeAngelo et al. (1984) e molti studi successivi hanno evidenziato l'ipotesi dimensionale: poiché le grandi aziende sono potenzialmente più efficienti nell'ammortare questi costi fissi, gli autori hanno anticipato che le piccole imprese sarebbero più motivate a lasciare il mercato pubblico quando i costi diretti della quotazione aumentano.

Per quanto riguarda i costi indiretti, la sottovalutazione è un esempio di costo opportunità generato da informazioni asimmetriche tra gestori/proprietari e investitori in borsa. A differenza degli investitori, il management ha informazioni privilegiate superiori e conosce la vera distribuzione dei rendimenti futuri. Pertanto, la sottovalutazione si verifica quando il prezzo di mercato dell'azione non riflette pienamente il vero valore dell'impresa. Secondo Kim e Lyn (1991)<sup>91</sup>, quando i dirigenti sanno che il prezzo delle azioni è sottovalutato, possono decidere di diventare privati per motivi strategici, estrarre benefici privati ed evitare i costi opportunità di rimanere quotati. Una riduzione dei vantaggi della quotazione può verificarsi quando la visibilità finanziaria si deteriora. La visibilità finanziaria è definita da Mehran e Peristiani (2009)<sup>92</sup> come una misura per informazioni asimmetriche: è la capacità di un'impresa di attrarre un livello adeguato di interesse e riconoscimento degli investitori (copertura degli analisti). Pertanto, il ruolo intermedio svolto dagli analisti dei titoli può influenzare un'impresa in vari modi (ad es. liquidità e monitoraggio). Di conseguenza, si assume una relazione negativa tra il grado di visibilità finanziaria e la decisione di diventare privati. Un altro modo per valutare l'interesse degli investitori è esaminare la liquidità del titolo e i relativi costi di negoziazione. Come dimostrato da numerosi studi e modelli (ad es. Amihud e Mendelson, 1998; Bolton e Von Thadden, 1998; Boot et al., 2006), la liquidità del trading azionario è uno dei principali vantaggi dell'essere quotati. Shah e Thakor

\_

<sup>&</sup>lt;sup>91</sup> Kim, Lyn, Going private: corporate restructuring under information asymmetry and agency problems, Report, 1991.

<sup>92</sup> Mehran, Peristiani, Financial visibility and the decision to go private, Paper, 2009.

(1988)<sup>93</sup> hanno dimostrato che quando un azionista di controllo ha informazioni superiori sulla distribuzione del rendimento delle attività di un'impresa, lo status pubblico è attraente perché consente di condividere il rischio in modo più efficiente con gli investitori pubblici (gli investitori eliminano il rischio idiosincratico mantenendo ben diversificati i portafogli). Al contrario, un'azienda può diventare privata quando il rischio idiosincratico è basso e lo stato pubblico non offre più un vantaggio in termini di condivisione del rischio.

#### 2.1.2 Incentivi derivanti dalla teoria dei costi di agenzia

Nei paesi anglosassoni, la forma dominante di GPT è il LBO, che è spesso diretta verso aziende con una bassa concentrazione della proprietà. In questo caso, la motivazione principale per diventare privati è legata alla teoria dei costi di agenzia: un LBO è visto come uno strumento per ridurre i conflitti di interesse tra dirigenti e azionisti. Il dilemma centrale su come indurre il manager ad agire nel migliore interesse degli azionisti (Jensen, 1986<sup>94</sup>) fornisce due possibili spiegazioni per un GPT tramite un LBO. Una spiegazione è data dall'ipotesi di riallineamento degli incentivi: la necessità di riallineare gli incentivi dei dirigenti con quelli degli azionisti è citata da Kaplan (1989a, 1989b) come un fattore importante nella decisione di cancellazione. Un GPT consente il ricongiungimento di proprietà e controllo poiché un'impresa con capitale diffuso viene acquisita da pochi investitori. Di conseguenza, gli aumenti di ricchezza degli azionisti che derivano da un GPT forniscono premi ai gestori e li inducono ad agire coerentemente con gli interessi degli investitori. Un'altra spiegazione è data dall'ipotesi Free Cash Flow (FCF). L'elevata leva finanziaria associata a un LBO dovrebbe ridurre gli sprechi di FCF da parte dei gestori perché è necessario più flusso di cassa per rimborsare il debito. Nell'Europa continentale, il governo societario differisce dalla governance nei paesi anglosassoni perché la struttura della proprietà è più concentrata. La partecipazione del maggiore azionista è circa il doppio di quella degli LBO anglosassoni (Faccio e Lang, 2002). Come sottolineato da Weir et al. (2005) e Renneboog et al. (2007), la presenza di una maggiore concentrazione della proprietà implica un monitoraggio più attento da parte degli azionisti esterni prima del GPT. Pertanto, è meno probabile che l'impresa soffra di elevati costi di agenzia derivanti da conflitti di interesse tra azionisti e dirigenti. Di conseguenza, se l'ipotesi di riallineamento è considerata una spiegazione per i GPT europei, il riallineamento non è un fattore trainante tanto quanto lo è nei mercati anglosassoni. Una dimensione

-

<sup>&</sup>lt;sup>93</sup> Shah, Thakor, Private versus public ownership: investment, ownership distribution and optimality, Report, 1988.

<sup>&</sup>lt;sup>94</sup> Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, Paper, 1986.

complementare è sviluppata da Achleitner et al. (2010)<sup>95</sup>, che ha analizzato il ruolo delle transazioni di private equity nell'Europa continentale. L'attrattiva di un'impresa per gli investitori di private equity dipende dalla qualità del monitoraggio da parte del grande azionista: un'impresa altamente monitorata sarà probabilmente meno attraente per gli investitori di private equity perché il potenziale per la creazione di valore sarà inferiore. Inoltre, è probabile che il grande azionista tragga benefici privati dal controllo. Al contrario, in un'impresa poco controllata, il grande azionista sarà più tentato di vendere l'impresa tramite un LBO. Di conseguenza, l'ipotesi del controllo è proposta come ipotesi alternativa per i GPT europei tramite un LBO. Questa ipotesi pone una relazione inversa tra i guadagni di ricchezza degli azionisti dai GPT e la concentrazione della proprietà.

Infine, per i GPT situati nell'Europa continentale, i conflitti di interesse sono concentrati tra grandi azionisti e minoranze (Croci e Del Giudice, 2011): i grandi azionisti potrebbero essere tentati dal trarre benefici privati dal controllo e gli investitori di minoranza non sono in una posizione di contrattazione forte. Nel caso di un GPT tramite BOSO, l'azionista di controllo detiene il 90% o più dei diritti di voto al momento del BOSO perché ha già rafforzato il suo controllo prima di avviare la procedura. Pertanto, i conflitti di agenzia tra manager e proprietari assumono un'importanza secondaria e i conflitti tra grandi azionisti e minoranze sono al centro della scena. Martinez e Serve (2011) hanno ipotizzato che gli incentivi dell'azionista di controllo per il delisting dell'azienda possano differire in base alla sua identità. In particolare, i proprietari, rappresentati da famiglie, esercitano un controllo incontestato e mirano a massimizzare i loro benefici, che spesso includono benefici privati che non sono disponibili per gli investitori di minoranza. Inoltre, le famiglie sono spesso avverse al rischio e sceglieranno di uscire dal mercato pubblico di fronte a minacce al loro controllo, come nel caso delle imprese più piccole e sottovalutate, che sono obiettivi di acquisizione ideali. In questa situazione, gli azionisti di controllo possono decidere di chiudere il capitale della loro impresa per evitare un conflitto con gli azionisti di minoranza che potrebbero vendere le loro azioni a un nuovo proprietario, come un investitore istituzionale.

#### 2.1.3 Incentivi relativi alla struttura finanziaria

Contrariamente ai GPT tramite un BOSO, la stragrande maggioranza dei GPT tramite un LBO si verifica con un sostanziale aumento della leva finanziaria, a volte con debito spazzatura. Di conseguenza, le ipotesi relative alla struttura finanziaria dell'azienda oggetto di delisting differiranno

\_

<sup>&</sup>lt;sup>95</sup> Achleitner et al, Value creation drivers in private equity buyouts: empirical evidence from Europe, Paper, 2010.

fortemente a seconda del tipo di GPT. In primo luogo, il beneficio fiscale è presentato in molti studi come un fattore chiave nella decisione di diventare privato tramite un LBO. Lehn e Poulsen (1989) e studi successivi rilevano che i benefici fiscali sono un'importante fonte di guadagni di ricchezza nel mercato statunitense perché i pagamenti di interessi sul debito delle imprese sono deducibili dalle tasse. Il sostanziale aumento dei flussi di cassa crea un importante scudo fiscale e, dopo l'operazione, le imprese non pagano quasi nessuna imposta per un lungo periodo, il che aumenta i guadagni degli azionisti. Tuttavia, come osservato da Renneboog et al. (2007), l'entità di questo vantaggio fiscale dipende dal regime fiscale e dall'aliquota fiscale marginale a cui l'impresa è soggetta. In secondo luogo, un LBO genera un trasferimento di ricchezza dagli obbligazionisti agli azionisti dell'impresa target a causa dell'elevata leva finanziaria: gli obbligazionisti si proteggeranno da questa potenziale espropriazione includendo le alleanze nei loro contratti di debito.

I benefici fiscali non possono essere un fattore trainante per un GPT tramite un BOSO perché questa transazione non richiede alcuna leva finanziaria. Tuttavia, le considerazioni sul debito non sono escluse dalla decisione di diventare private: se l'impresa non ha più bisogno di accedere al mercato azionario e non è vincolata finanziariamente, la decisione di diventare privata potrebbe rivelare la sua preferenza per fonti di finanziamento alternative come il debito, dato che ci sono meno benefici, e molti costi, associati alla quotazione. Inoltre, se l'impresa non ha più bisogno dell'accesso al mercato azionario, un'altra motivazione per un GPT potrebbe essere la mancanza di opportunità di crescita e progetti di investimento.

Infine, un problema di prestazioni associato a costi elevati derivanti da difficoltà finanziarie è un altro possibile incentivo per un'impresa a diventare privata. Weir et al. (2005) hanno testato con successo il modello dei costi del disagio finanziario di Opler e Titman (1993) sul mercato britannico: questo modello sostiene che la decisione di diventare privati è un compromesso tra i potenziali guadagni derivanti dal riallineamento degli incentivi e i possibili costi del disagio finanziario.

Tabella n.2: Vantaggi-svantaggi del delisting

Vantaggi	Svantaggi
Eliminazione dei costi di quotazione	Minore liquidità dei titoli
Riduzione dei costi di agenzia	Rinuncia ai benefici di quotazione
Benefici fiscali	Perdita di attrattività e prestigio
Trasferimento ricchezza da stakeholders a shareholders	Riduzione del prezzo delle azioni

Fonte: elaborazione personale

## 2.2 Delisting involontario

Quanto visto fino ad ora rappresenta le motivazioni che spingono una società ad abbandonare la quotazione e i rispettivi vantaggi e svantaggi; il prosieguo del capitolo sarà strutturato in modo tale da analizzare le varie tipologie di delisting e le modalità con le quali una società abbandona il mercato azionario.

La definizione di " delisting " comprende diversi tipi di transazioni. La prima distinzione più ampia è tra le transazioni volontarie e involontarie. Come affermato nell'introduzione, il presente documento è incentrato sul fenomeno volontario. Lo scopo di questo paragrafo è di descrivere brevemente gli elementi che innescano il delisting involontario sia negli Stati Uniti che in Italia.

La stragrande maggioranza degli studi empirici sul delisting involontario si concentra sul mercato statunitense, forse perché è più comune del delisting volontario, contrariamente a quanto accade in Europa.

Lo scopo di questi studi è triplice: comprendere le ragioni del delisting involontario (2.2.1), analizzare le strategie dei gestori per evitare il delisting (2.2.2) e determinare l'impatto del delisting sulla ricchezza dell'investitore (2.2.3).

### 2.2.1 Ragioni per la cancellazione

Per quando riguarda il mercato azionario italiano, gestito da Borsa Italiana S.p.A., società che fa parte del gruppo London Stock Exchange dal 2007, è possibile notare che, prima di essere cancellata dagli scambi di borsa, l'emittente deve essere precedentemente sospesa. La sospensione, e la successiva revoca, può essere disposta da Borsa Italiana ogni volta che il capitale azionario non garantisce la corretta negoziazione sul mercato, minaccia la protezione degli azionisti, non viene scambiato affatto o quando, a causa di eventi eccezionali, non è possibile mantenere un trading regolare ed equo<sup>96</sup>.

Entrando nel dettaglio dei criteri che l'impresa Borsa Italiana prende maggiormente in considerazione, gli elementi cruciali per il delisting sono la mancanza di divulgazione e diffusione di dati finanziari, il coinvolgimento della società nella procedura di fallimento o insolvenza, lo scioglimento dell'emittente e l'opinione negativa da parte del consulente istituzionale indipendente per due anni consecutivi. Inoltre, ci sono anche i requisiti sul capitale azionario e la sua quotazione sul mercato. Infatti, Borsa Italiana considera anche un orizzonte temporale che dura 18 mesi per analizzare il volume degli scambi, il prezzo medio delle azioni, la volatilità e la struttura della proprietà.

La procedura di delisting inizia con la notifica della Borsa all'emittente che ha una durata di 60 giorni. Durante questo periodo di tempo, che è stato riservato a Borsa Italiana per decidere sull'argomento, la società sotto osservazione può chiedere un incontro con i delegati di Borsa Italiana, al fine di chiarire e giustificare la sua posizione. Trascorsi 60 giorni, la decisione deve essere presa e, se l'autorità opta per la cancellazione, si verifica l'immediata revoca dell'emittente.

A seguito del NYSE Euronext, in generale, il mercato dei capitali degli Stati Uniti ha caratteristiche simili da guardare al fine di scoprire quali sono i candidati al delisting. Tuttavia, approfondendo l'analisi, è possibile notare un approccio più quantitativo rispetto a quello italiano. Questa differenza radicale può essere spiegata con la diversa natura e ambiente delle due borse, dal momento che il mercato dei capitali italiani è meno attivo, data la fisionomia dei suoi mercati finanziari, e sviluppato di quello statunitense. Solo il NYSE conta più di \$ 21 migliaia di miliardi ed è la più grande borsa valori del mondo<sup>97</sup>. Pertanto, per essere quotata al NYSE, una società deve considerare, tra l'altro, le condizioni finanziarie e i risultati operativi, poiché vi sono requisiti minimi di patrimonio netto e di anni consecutivi di perdita (passano da \$ 2 milioni con 2 anni di perdita a 6 milioni di \$ con 5 anni di perdita); standard di trading e numero degli azionisti, che non dovrebbero andare al di sotto di 400, e il numero di azioni quotata in borsa, che non deve essere inferiore a 1,1 milioni. L'altra cosa importante,

40

<sup>&</sup>lt;sup>96</sup> Borsa Italiana, Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A., https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/nuovipdf/reg-bit/regbitexavviso10349.pdf, 2014.

<sup>97</sup> NYSE Euronext, NYSE MKT Company Guide, 2014.

che segna la differenza tra il mercato italiano e le liste NYSE è la procedura, in quanto quest'ultimo è più veloce e più interattivo.

Il processo, infatti, può essere diviso in due parti. La prima, che inizia subito dopo la notifica, ha la società target come attore principale, la quale deve fornire all'autorità un piano in cui vengono presentate le ragioni dei requisiti non rispettati e soluzioni valide. La seconda, dove il carico è, invece, al NYSE, riguarda l'accettazione o meno del piano. Se il documento viene rifiutato dall'autorità, il personale avvierà il delisting tempestivamente, altrimenti, in caso di approvazione, il personale esaminerà e controllerà su base trimestrale le prestazioni della società, al fine di verificare la conformità con il piano. 98

Le imprese vengono quindi cancellate involontariamente per due motivi principali: violazione dei requisiti di borsa e/o scarse performance aziendali.

Numerosi studi hanno analizzato gli effetti della mancata osservanza delle regole del mercato sul delisting involontario in termini di efficacia per quanto riguarda sia il buon andamento degli scambi sia la protezione degli investitori. I criteri per il delisting dalle borse americane sono molto rigorosi e ben dettagliati<sup>99</sup>. Studiando le società delistate dal NYSE (New York Stock Exchange) o dall'AMEX (American Stock Exchange), Sanger e Peterson (1990)<sup>100</sup> hanno notato che la maggior parte dei delisting sono causati dal mancato rispetto di standard numerici quali il reddito netto minimo, il numero minimo di azionisti o il valore minimo di mercato per le azioni in circolazione. Per questi autori, oltre ai criteri numerici, la borsa potrebbe anche considerare ulteriori fattori come il fallimento delle pratiche contabili o la perpetuazione di conflitti di interessi con i creditori. Anche se i criteri di quotazione sono chiaramente formalizzati, il controllo creato attraverso i regolatori del mercato statunitense è molto flessibile e offre alle aziende con problemi finanziari la possibilità di correggere le loro difficoltà.

Chen e Schoderbek (1999)<sup>101</sup> hanno analizzato il processo di delisting involontario utilizzando un campione di 150 società delistate AMEX tra il 1981 e il 1992. Concentrandosi sulle informazioni contabili, hanno osservato che il 45,7% delle aziende delistate non violava i principi contabili prima del loro delisting, mentre il 31% aveva violato queste direttive in diverse occasioni durante i cinque anni precedenti la revoca. Solo il 21,7% delle imprese è stato cancellato nel corso dell'anno dopo la prima violazione dei principi contabili. Chen e Schoderbek (1999) hanno suggerito che AMEX non

<sup>&</sup>lt;sup>98</sup> J.Nguyen, What are the rules behind the delisting of a stock?, Investopedia, 2018.

<sup>&</sup>lt;sup>99</sup> Ad esempio, per la Borsa di New York (NYSE), i criteri sono i seguenti: (i) l'assenza di una regolare informativa sul reddito; (ii) il vantaggio medio nei tre dell'anno scorso è inferiore a \$ 600.000 all'anno; (iii) un basso prezzo delle azioni o un volume di transazioni eccessivamente ridotto; (iv) attività nette o capitalizzazione di mercato inferiori a 8 milioni di dollari; (v) il numero di partecipazioni azionarie è di almeno 100 azioni inferiore a 1200; (vi) l'assenza di assemblee e il rifiuto di chiedere voti ottenendo deleghe.

<sup>&</sup>lt;sup>100</sup> Sanger, Peterson, An empirical analysis of common stock delistings, Paper, 1990.

<sup>&</sup>lt;sup>101</sup> Chen, Schodernek, The role of accounting information in security exchange delisting, Paper, 1999.

basa la sua decisione di revoca sulla stretta osservazione delle regole del mercato o delle direttive finanziarie perché alcune aziende possono violare queste direttive senza essere cancellate. Pertanto, nel processo di delisting vengono presi in considerazione altri fattori: (i) l'apertura di una procedura fallimentare e/o le azioni legali avviate dagli azionisti; (ii) il volume di scambio e/o i rendimenti azionari; e (iii) l'opinione dei revisori. Una spiegazione per questi risultati è il costo dell'indagine generata dal rilevamento di una violazione: l'autorità di regolamentazione del mercato potrebbe essere riluttante a sostenere tali costi. Inoltre, gli autori hanno riconosciuto che è difficile ottenere informazioni complete ed esatte sui mezzi mobilitati da AMEX per prendere la sua decisione di revoca. Infine, le informazioni contabili e finanziarie divulgate dalla società che potrebbe essere cancellata vengono prese in considerazione dagli analisti finanziari e incorporate nei rendimenti del titolo.

Inoltre, Chen e Schoderbek (1999) hanno mostrato l'utilità delle opinioni dei revisori che esaminano la contabilità e la rendicontazione finanziaria. Queste opinioni sono utilizzate da AMEX per giustificare le loro decisioni di cancellazione.

Oltre alla violazione delle regole, la seconda ragione del delisting involontario è legata a scarse prestazioni operative e finanziarie. Diversi studi empirici hanno valutato la probabilità di sopravvivenza post-vendita per le aziende IPO. Ad esempio, Seguin e Smoller (1997) hanno esaminato la mortalità dei titoli NASDAQ (National Association of Securities Dealer Automated Quotations) di nuova quotazione. Sulla base di un campione di 5896 imprese cancellate dal 1974 al 1988, hanno distinto tra due determinanti primari per la mortalità delle imprese: capitalizzazione di mercato e prezzo delle azioni. I risultati empirici hanno mostrato che la mortalità è correlata al prezzo delle azioni: il tasso di mortalità è più elevato per le azioni con prezzi più bassi. Dopo aver controllato il prezzo, gli autori hanno concluso che la capitalizzazione di mercato ha ulteriore potere esplicativo.

Baker e Kennedy (2002)<sup>102</sup> hanno studiato i rendimenti delle azioni prima del delisting per capire perché e come sono morte le aziende. Hanno trovato un alto tasso di scomparsa per le società quotate sul NYSE e AMEX (entrambe al 40% in 10 anni). Inoltre, i loro risultati hanno mostrato che le imprese hanno perso una frazione significativa del loro valore nel periodo da 10 anni a 1 anno prima del delisting. Due studi hanno esaminato la sopravvivenza post-vendita (Fama e French, 2004; Peristiani e Hong, 2004). Fama e French (2004) hanno analizzato il modo in cui le mutevoli caratteristiche delle nuove società di IPO negli Stati Uniti tra il 1980 e il 2001 hanno influenzato il fatto che siano sopravvissute, scomparse nelle fusioni o eliminate. Questi autori hanno mostrato l'importanza del peggioramento delle prestazioni delle imprese oggetto di delisting: più di due su cinque delle nuove società di IPO sono state cancellate entro 10 anni per scarsi risultati. I risultati di Peristiani e Hong

 $<sup>^{\</sup>rm 102}$  Baker, Kennedy, Survivorship and the economic grim reaper, Paper, 2002.

(2004) erano coerenti con l'ipotesi che le prestazioni pre-IPO influenzino la probabilità di sopravvivenza. Le imprese con utili negativi prima dell'IPO avevano una probabilità tre volte maggiore di essere cancellate rispetto alle società emittenti che erano redditizie. Gli autori hanno utilizzato un campione di società statunitensi di IPO dal 1980 al 2000 e hanno scoperto che il tasso di delisting per le nuove società quotate aumenta dopo quattro o cinque anni dall'essere diventata pubblica.

Poiché il delisting involontario è una minaccia per molte aziende, i manager dovrebbero prendere in seria considerazione le strategie di implementazione per evitarlo.

### 2.2.2 Strategie dei manager per evitare il delisting

È probabile che i delisting involontari abbiano un forte impatto sull' "arroganza" dei manager. Inoltre, i manager possono essere soggetti a costi elevati (multe da parte della stock exchange, reputazione, revoca ...). Pertanto, per evitare gli effetti negativi di un delisting, i manager dovrebbero essere incentivati ad attuare strategie per evitarlo.

Una strategia che è ben descritta nella letteratura finanziaria è quella di gestire gli utili per nascondere le difficoltà finanziarie dell'impresa. Yang (2006) ha studiato le reazioni delle aziende che affrontano la minaccia di delisting involontario. Ha preso in considerazione i requisiti minimi di quotazione imposti dall'autorità di regolamentazione alle imprese ed ha esaminato le reazioni delle imprese che rischiavano il delisting involontario violando questi criteri.

Per ridurre questo rischio, i gestori di queste aziende sono incentivati ad amplificare il prezzo delle azioni. Yang (2006) si è concentrato su due possibili azioni: la gestione degli utili tramite ratei<sup>104</sup> e l'attribuzione di azioni bonus. Queste pratiche sono state esaminate utilizzando un campione di 812 società che erano in difficoltà finanziaria nelle borse americane (NYSE, AMEX e NASDAQ) nel periodo 1992-2002. I risultati empirici hanno mostrato che le imprese a rischio delisting hanno aumentato i loro guadagni per mettere in scena un calo del prezzo di borsa e assegnato azioni bonus per amplificare l'impatto sui prezzi delle azioni. Infine, Yang (2006) ha scoperto che la gestione degli utili delle società che hanno maggiori probabilità di essere cancellate è associata a un'elevata produzione di costi di informazione e una scarsa liquidità azionaria.

<sup>&</sup>lt;sup>103</sup> In questo caso assume il significato di estrema superbia, orgoglio. Indica una perdita di contatto con la realtà e una sopravvalutazione delle proprie competenze o capacità, soprattutto quando la persona che la espone è in una posizione di potere come i dirigenti dell'azienda.

<sup>&</sup>lt;sup>104</sup> Un rateo è un addebito/entrata sostenuta/generata in un periodo contabile ma che non è stato pagato/percepito in contanti entro la fine di esso. I ratei vengono solitamente utilizzati per misurare la gestione degli utili.

Mentre lo studio di Yang (2006) ha considerato la gestione degli utili come uno strumento per evitare il delisting, Li et al. (2006) si sono concentrati sulla gestione degli utili al momento dell'IPO per stimare il rischio di delisting ex ante delle nuove società quotate. I loro risultati hanno mostrato che la necessità di soddisfare i requisiti di una IPO implicava una gestione aggressiva dei guadagni. Inoltre, l'entità della gestione degli utili è correlata al rischio di delisting dopo l'IPO: le aziende IPO con una gestione degli utili aggressiva hanno maggiori probabilità di delisting causato da fallimento. Infine, le cancellazioni possono comportare costi elevati per gli azionisti dell'azienda. Alcuni studi hanno cercato di misurare l'impatto di questi costi sulla ricchezza degli azionisti nel periodo post-delisting.

#### 2.2.3 Performance post-delisting e relativo impatto sulla ricchezza degli investitori

La morte delle imprese è fondamentale per il processo di creazione/distruzione in un'economia capitalista e per la ricchezza degli investitori. Secondo Baker e Kennedy (2002), senza il triste mietitore economico, le risorse produttive (fisiche, immateriali e umane) sarebbero meno propense a spostarsi verso usi di maggior valore o nelle mani di migliori manager. Lo sviluppo economico dipende dall'innovazione e dalla riallocazione delle risorse produttive. Mentre alcune aziende sono in grado di riconfigurare le proprie risorse e strategie per adattarsi ai cambiamenti della tecnologia e dei gusti, molte non lo sono. Questa incapacità di riconfigurare potrebbe essere il caso delle imprese oggetto di delisting. Pertanto, un delisting involontario potrebbe essere dovuto a un calo del prezzo delle azioni e/o dell'attività produttiva di un'impresa. Di conseguenza, il delisting ha un effetto negativo sulla ricchezza degli investitori in quanto questa decisione comporta una diluizione dei corsi azionari dopo l'uscita dalla borsa (Baker e Kennedy, 2002).

Un'altra spiegazione per il declino del valore dell'impresa è il segnale negativo sulla qualità dell'impresa e sulle prospettive future inviate dalla decisione della borsa di eliminare l'azienda. Inoltre, Sanger et al. (1990) hanno mostrato che, per le aziende con precedenti annunci di delisting, il mercato risponde il giorno dell'annuncio, mentre per le aziende senza preavviso pubblico di delisting, l'adeguamento del mercato avviene nel successivo intervallo di non negoziazione. Un delisting involontario è associato ad una perdita significativa della ricchezza degli azionisti e ad un forte declino della liquidità.

In sintesi, questa revisione della letteratura mostra che il delisting involontario ha importanti effetti economici sia per i dirigenti che per gli azionisti delle aziende. La letteratura suggerisce che anche i conflitti di interesse e la qualità del governo societario possono influire sulla cancellazione.

In questa prima parte del capitolo l'attenzione è stata posta sul delisting involontario e sui suoi vari aspetti, nel prosieguo l'analisi si sposterà sul delisting volontario e i vari meccanismi per attuarlo. In

particolare, verranno analizzati i fenomeni dello squeeze-out, leveraged buy-out, going dark e del cross-delisting, analizzandone caratteristiche e campi di applicabilità.

# 2.3 Squeeze-out

Lo "squeeze-out" è un diritto che autorizza ad un azionista di maggioranza con almeno il 90% delle azioni o dei diritti di voto in una società di acquisire le restanti azioni o diritti di voto e consente agli azionisti di minoranza di uscire dalla società vendendo le loro azioni a l'azionista di maggioranza.

Nel contesto di un'operazione di fusione e acquisizione, l'emissione di un avviso di squeeze-out innesca un diritto di valutazione: vale a dire, il diritto legale degli azionisti di minoranza a una valutazione equa delle loro azioni da parte di un tribunale o di un valutatore indipendente e all'acquirente l'obbligo corrispondente di acquistare le loro azioni a quel prezzo. Qualsiasi azionista discordante alla transazione può scegliere di trasferire le proprie azioni secondo i termini proposti dall'acquirente o richiedere il pagamento del valore equo per le sue azioni.

La domanda chiave in relazione ai diritti di valutazione è: qual è il valore equo delle azioni del target al momento della transazione? Quando sorge questa domanda, l'acquirente o il target possono rivolgersi al tribunale per determinare il fair value delle azioni e il tribunale, su richiesta, può avvalersi della nomina di un valutatore indipendente per prendere tale decisione.

Dal punto di vista storico, questo argomento ha suscitato particolare attenzione riguardo ai delisting volontari e, per limitare il cerchio, le transazioni private, dal momento che, prima che fossero emanate le ultime normative negli Stati Uniti e nell'UE, l'acquirente ha spesso approfittato ingiustamente delle fluttuazioni del mercato, offrendo compensi inferiori alle minoranze<sup>105</sup>. Infatti, a metà degli anni '70, molte società sono state consapevolmente escluse dal mercato dalle maggioranze al fine di sfruttare una tendenza al ribasso del prezzo delle azioni, producendo così profitti elevati per sé stessi e, di conseguenza, danneggiando gli azionisti di minoranza, dato che il prezzo da pagare alle minoranze esistenti per l'acquisto delle loro azioni era ingiusto e molto basso. Il danno nei confronti degli azionisti di minoranza non può essere limitato all'ammontare di denaro ricevuto per uscire dall'investimento: questa è solo una parte del danno, dal momento che questi azionisti espropriati, una volta liquidati dalla società cancellata, dovrebbero trovare un nuovo investimento comparabile e devono affrontare le conseguenze fiscali per aver disinvestito in un momento in cui probabilmente non volevano<sup>106</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>105</sup> Lyons, Fairness in Freezeout Transactions: Observations on Coping with Going Private Problems, Kentucky Law Journal, Vol. 69, 1980.

<sup>&</sup>lt;sup>106</sup> Brudney, A Note on "Going Private", Virginia Law Review, Vol. 61, n°5, 1975.

Pertanto, al fine di non danneggiare le minoranze e bilanciare gli interessi delle minoranze e degli azionisti di maggioranza, il quadro normativo relativo ai diritti di squeeze-out è stato costantemente migliorato.

Una pubblicazione più recente di Ferrarini et al.<sup>107</sup> (2004) si è invece concentrata su diversi motivi per esercitare il diritto di eliminare le minoranze. Questi possono essere correlati ai costi di negoziazione pubblica.

Gli azionisti di maggioranza, infatti, possono scegliere di assumere il pieno controllo dell'impresa target a causa dei costi elevati e sproporzionati che devono sostenere. La negoziazione sui mercati dei capitali è costosa e talvolta, in caso di società a responsabilità limitata, gli azionisti di controllo sostengono questi costi infrastrutturali per le minoranze. Inoltre, data la porzione ristretta del capitale proprio e dei diritti di voto che di solito hanno in mano le minoranze, la necessità di divulgare informazioni obbligatorie in merito all'andamento costante dell'impresa non è utile, poiché gli azionisti di minoranza non possono in alcun caso influenzare il controllo del potere di voto degli azionisti. Pertanto, l'ultimo motivo è dato dalla possibilità di eliminare un problema di free-rider<sup>108</sup>.

In alcune situazioni gli azionisti di minoranza sono costituiti da singoli investitori che non sono coinvolti nel processo decisionale dell'impresa e, tuttavia, se desiderano svolgere ruoli attivi, non avrebbero alcun potere discrezionale, a causa della bassa percentuale di proprietà. Può accadere, invece, che alcuni azionisti di minoranza consapevolmente non offrano le proprie quote azionarie nel primo livello, sperando che il prezzo delle azioni post-acquisizione aumenti e, conseguentemente, guadagnino quote più alte vendendo in una fase successiva. Tuttavia, questo tipo di azionisti di minoranza è trattato come free-rider, dato che non hanno reagito durante la finestra dell'offerta pubblica<sup>109</sup>. Tenendo conto di quest'ultimo punto sui diritti di estinzione come eliminazione sia del problema del free rider sia dell'opportunismo delle minoranze, Barkart e Panunzi<sup>110</sup> (2003) hanno sostenuto che questa procedura ha lo scopo di ridistribuire i guadagni di acquisizione: piuttosto che lasciare che gli azionisti di minoranza partecipino a la maggior parte dei guadagni, l'offerente può decidere di escluderli. Pertanto, gli autori si aspetterebbero che il rendimento dell'offerente dall'intera transazione sia più elevato in un regime con diritti di squeeze-out piuttosto che senza di essi.

<sup>&</sup>lt;sup>107</sup> Ferrarini, Hopt, Winter, Wymeersch, Reforming Company and Takevoer Law in Europe, Oxford University Press, 2004

<sup>&</sup>lt;sup>108</sup> Il problema del free rider (*free-rider problem*) si verifica quando un individuo beneficia di risorse, beni, servizi, informazioni, senza contribuire al pagamento degli stessi, di cui si fa carico il resto della collettività.

<sup>&</sup>lt;sup>109</sup> Yarrow, Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process, Journal of Industrial Economics, Vol. 34, 1985.

<sup>&</sup>lt;sup>110</sup> Burkart, Panunzi, Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process, ECGI Working Paper Series in Law n° 10, 2003.

Tuttavia, al fine di esercitare i propri diritti di valutazione, gli azionisti devono agire rapidamente, poiché la procedura di squeeze-out è limitata nel tempo.

Secondo la legge italiana, sono previsti i cosiddetti "diritti di estinzione" (ovvero meccanismi legali che concedono a un azionista di maggioranza il diritto di escludere o ridurre gli azionisti di minoranza rilevanti attraverso l'acquisizione dei suoi interessi), a partire dal 1998, solo in relazione alle società quotate italiane.

Di conseguenza, i seguenti paragrafi illustreranno principalmente una panoramica delle disposizioni di legge relative alla procedura di squeeze-out applicabile alle società quotate italiane, come previsto dalla normativa.

Decreto n. 58 del 24 febbraio 1998 e successive modifiche (TUF). A tale proposito, vale la pena sottolineare che l'attuale disciplina dei meccanismi di squeeze-out, introdotta per la prima volta in Italia nel 1998, è stata modificata attraverso l'attuazione della direttiva europea (2004/25 / CE) relativa alle offerte pubbliche di acquisto (la "Direttiva Europea"), stabilite dal legislatore italiano con l'emanazione del Decreto n. 229/2007 e decreto legislativo n. 146 del 25 settembre 2009, che, in particolare, ha modificato, tra gli altri, l'articolo 111 del TUF.

Le disposizioni del TUF sono state attuate attraverso il regolamento approvato dalla CONSOB (vale a dire, l'agenzia italiana che regola e supervisiona le società e i titoli italiani quotati nel mercato) con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche (il "Regolamento emittenti").

Il Regolamento Consob è stato modificato nel 2011 (e successivamente) per dare attuazione alle nuove disposizioni previste dai suddetti decreti.

#### 2.3.1 Connotati dell'istituto

Con riferimento solo alle società quotate italiane, l'articolo 111 del TUF prevede un diritto di acquisto (squeeze-out) che si applica ogni volta in cui, a seguito del lancio di un'offerta pubblica di acquisto per tutte le azioni di voto in circolazione della società target (che può essere un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria o volontaria), l'offerente detiene una partecipazione di almeno il 95% delle azioni con diritto di voto di tale società. Laddove sia emessa più di una classe di azioni, il diritto di estinzione sussiste solo per le classi di azioni per le quali è stata raggiunta la soglia del 95% (a tale riguardo, si ricorda che la disposizione di solito non viene applicata secondo la prassi comune italiana in quanto le società quotate di solito non emettono una classe speciale di azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria che nomina i membri del consiglio di amministrazione; le società quotate italiane di solito

emettono azioni di risparmio senza diritto di voto o azioni privilegiate con diritto di voto nelle assemblee straordinarie degli azionisti).

In tal caso, in determinate circostanze, l'offerente ha il diritto di acquistare le azioni con diritto di voto residuo della società target entro un periodo di tre mesi dalla fine del periodo di accettazione dell'offerta pubblica di acquisto pertinente, mentre gli azionisti del target non accettante non hanno diritto di opposizione.

Inoltre, vale la pena notare che l'articolo 108 del TUF prevede il cosiddetto obbligo di "sell-out" che si applica ogni volta che: (a) a seguito di un'offerta pubblica di acquisto per tutte le azioni con diritto di voto in circolazione della società target, l'offerente arriva a possedere una partecipazione pari ad almeno il 95% delle azioni di voto della società target o (b) al di fuori dell'evento di cui alla lettera (a), qualsiasi parte arriva a possedere una partecipazione superiore al 90% delle azioni con diritto di voto della società quotata target.

Nel caso (a) di cui sopra, l'offerente si impegna allo squeeze-out delle azioni rimanenti qualora qualsiasi altra parte lo richieda, mentre nel caso di cui alla lettera (b), l'azionista principale si impegna allo squeeze-out delle restanti azioni di qualsiasi detentore delle stesse, a meno che un flottante sufficiente a garantire la regolare negoziazione non venga ripristinato entro 90 giorni. Norme e procedure specifiche si applicano all'obbligo di "sell-out", che può differire dalle regole applicabili ai diritti di "squeeze-out". Tuttavia, vale la pena sottolineare che quando sorgono obblighi di sell-out, le azioni della società target vengono revocate dalla quotazione a partire dal primo giorno di negoziazione successivo alla data nella quale è stato stabilito il prezzo di acquisizione (a meno che l'offerente non abbia dichiarato l'intenzione di ripristinare un flottante sufficiente per garantire prestazioni di trading regolari).

## Diritto di squeeze-out: in quali circostanze può essere esercitato?

Ai sensi dell'articolo 111 del TUF, il diritto di squeeze-out può essere esercitato a condizione che alla data di regolamento dell'offerta siano soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

- l'offerente detiene titoli che rappresentano almeno il 95% del capitale azionario con diritti di voto nella società target;
- la partecipazione pertinente di cui sopra deve essere stata acquisita esclusivamente a seguito di un'offerta pubblica di acquisto su tutte le azioni con diritto di voto in circolazione della società target;
- l'offerente ha dichiarato di essere disposto a beneficiare della disposizione di "squeeze-out" nel relativo prospetto di offerta pubblica di acquisto.

### Qual è il prezzo?

a) Il prezzo di offerta precedente è stato pagato in contanti

In caso di esercizio dello squeeze-out, il corrispettivo sarà pari a quello dell'offerta precedente, a condizione che, in caso di offerta volontaria, l'offerente abbia acquistato a seguito della stessa, azioni rappresentative di almeno 90% della quota di voto capitale soggetto all'offerta. La stessa regola si applica anche nei seguenti eventi:

- 1) offerta pubblica di acquisto parziale (lanciata ai sensi dell'articolo 107 della legge finanziaria);
- 2) offerta pubblica di acquisto completa di cui all'articolo 40-bis, comma 3, lettera d), della legge finanziaria (un tipo specifico di acquisizione interna) o soggetta volontariamente dall'offerente a tale regolamento;
- 3) offerta pubblica di acquisto completa soggetta al termine del regolamento di riapertura ai sensi dell'articolo 40-bis, comma 1, o soggetta volontariamente a tali regolamenti da parte dell'offerente, a condizione che, in entrambi i casi, nella prima fase di durata dell'offerta, ad esso hanno contribuito almeno il 50% dei titoli oggetto dell'offerta.

In caso contrario, il corrispettivo è determinato dalla CONSOB, tenendo anche conto del prezzo di mercato degli ultimi sei mesi e del corrispettivo dell'offerta precedente. La CONSOB determina il prezzo dell'impegno di acquisto, tenendo conto:

- i. il prezzo dell'offerta precedente, anche alla luce della percentuale di sottoscrizione;
- ii. il prezzo medio ponderato di mercato dei titoli oggetto dell'offerta nel periodo di sei mesi precedente la data di annuncio dell'offerta;
- iii. il valore attribuito ai titoli o all'emittente da eventuali rapporti di valutazione, elaborati da esperti indipendenti secondo criteri generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria, non prima di sei mesi prima dell'inizio dell'impegno di acquisto;
- iv. qualsiasi altro acquisto di titoli della stessa categoria negli ultimi dodici mesi da parte della parte impegnata nell'acquisto o della parte che opera in accordo con essi.
- b) Il prezzo di offerta precedente è stato pagato (totalmente o parzialmente) tramite lo scambio di altri titoli

Tuttavia, se l'offerta pubblica prevede un corrispettivo diverso dalla liquidità, ciascun azionista della società target può scegliere di essere pagato in contanti per le azioni offerte nel contesto della procedura di squeeze-out. L'importo di tale considerazione è determinato dalla CONSOB ed è basato su quanto segue:

- 1) il valore di tale importo ai fini dei punti (a) (1) e (i), (ii), (iii) e (iv) sopra è determinato valutando i titoli offerti in cambio sulla base della media ponderata dei prezzi ufficiali riportati nei cinque giorni precedenti la data di pagamento dell'offerta. Nel caso in cui i titoli offerti in cambio non siano quotati, ai fini del presente documento, si applica la stessa valutazione indicata dall'offerente durante l'offerta precedente;
- 2) il valore di tale importo ai fini delle lettere a) (2) e (3) al di sopra del prezzo deve assumere la stessa forma di quella dell'offerta e la percentuale di titoli e liquidità rimane invariata.

Negli eventi di cui ai punti (i), (ii), (iii) e (iv) di cui sopra, il prezzo deve assumere la stessa forma dell'offerta e la proporzione di titoli e liquidità deve rimanere stabilita, a partire dal valore determinato in termini monetari secondo quanto dichiarato sopra, sulla base della media dei prezzi giornalieri ufficiali dei titoli offerti in cambio, ponderati per i quantitativi negoziati, rilevati sul mercato nel mese precedente la determinazione del prezzo da parte della CONSOB. Nel caso in cui i titoli offerti in cambio non siano quotati, si applica la stessa valutazione indicata dall'offerente durante l'offerta precedente.

Qualora almeno due degli elementi sopra indicati non fossero disponibili, il prezzo è determinato sulla base del patrimonio netto adeguato al valore attuale e all'andamento e alle prospettive di reddito dell'emittente.

#### Procedure di squeeze-out

#### Passaggi e sequenza temporale:

- Al momento della pubblicazione dei risultati dell'offerta, l'offerente deve comunicare al
  mercato e alla CONSOB se sono state soddisfatte le condizioni di cui all'articolo 111 della
  legge finanziaria e la sua intenzione di avvalersi del diritto di estinzione (a condizione che,
  tuttavia, l'offerente deve aver prima dichiarato tale intenzione nel relativo prospetto di offerta
  pubblica di acquisto).
- Dovrà essere fissata una data per il deposito dell'importo richiesto per il pagamento del corrispettivo della procedura di squeeze-out con un conto bancario. Il periodo massimo per esercitare il diritto di squeeze-out è di tre mesi dalla scadenza fissata per il periodo di accettazione dell'offerta.
- Le azioni verranno automaticamente trasferite all'offerente non appena viene comunicato alla società target che il prezzo di acquisto delle azioni è stato depositato presso una banca.
- La società target è quindi obbligata a registrare il nome dell'offerente nel registro degli azionisti.

#### Spese e garanzie

Tutte le spese derivanti dalla vendita e dall'acquisto o dallo scambio e dal regolamento delle azioni devono essere a carico dell'offerente.

Non sono richieste garanzie ad hoc oltre alla conferma in contanti fornita prima dell'inizio del periodo di accettazione nel contesto dell'offerta pubblica, a meno che detta conferma in contanti scada al termine del periodo di accettazione (e quindi non copra anche la procedura di squeeze-out).

In tal caso, l'offerente dovrà fornire un'ulteriore garanzia/conferma in contanti che garantirà l'importo massimo da pagare per la procedura di squeeze-out.

## Conseguenze dell'esercizio di un diritto di squeeze-out

L'attuazione del diritto di squeeze-out comporterà la revoca dei titoli in questione (a condizione che, a determinate condizioni, la società destinataria possa risultare essere un emittente di strumenti finanziari ampiamente distribuiti tra il pubblico). Come previsto, ai sensi della legge italiana, non è previsto il diritto di squeeze-out nelle società non quotate.

Pertanto, lo squeeze-out rimane una possibilità solo per le società quotate italiane, e solo in determinate circostanze, come indicato sopra.

Tabella n.3: Fasi del processo di squeeze-out

SEQUENZA TEMPORALE	AZIONI
Т	Fine del periodo di accettazione dell'offerta
T+5 Giorni lavorativi	Pubblicazione del risultato finale dell'offerta e dell'intenzione di esercitare il diritto di squeeze- out.
T+3 Mesi (come termine massimo)	Deposito del prezzo di acquisto per l'esercizio dello squeeze-out tramite un conto bancario.

T+3 Mesi + 3 Giorni lavorativi

Notifica alla società target che il prezzo di acquisto è stato depositato presso una banca. Trasferimento delle azioni a favore dell'offerente.

Fonte: elaborazione personale

## 2.4 Il fenomeno del Going Dark

Il crollo del mercato azionario avvenuto nel 2008-2009 e la successiva recessione del mercato hanno portato numerose aziende pubbliche a riesaminare i costi e i vantaggi di rimanere quotati in una borsa valori nazionale.

Il processo di cancellazione o "oscuramento" è il processo mediante il quale una società soggetta a segnalazione alla Securities and Exchange Commission ("SEC"), ai sensi della Sezione 12 del Securities Exchange Act del 1934 (la "Legge del 1934"), cancella la registrazione da questi requisiti e diventa una società privata.

"Going dark" è spesso confuso con "going private". Una transazione "going private" è una transazione in cui vi è uno scambio di liquidità per azioni detenute dagli azionisti esistenti della società e alla fine dello scambio, il numero di azionisti pubblici è ridotto al punto in cui la società può annullare la registrazione.

Prima di prendere una decisione sul "Going dark", un'azienda dovrebbe impegnarsi in un'analisi costibenefici del restare pubblica contro la cancellazione. Questa analisi dovrebbe includere un riesame dei motivi per cui la società è diventata pubblica in primo luogo e un esame per verificare se tali motivi siano ancora validi. Ad esempio, se una società sfrutta il suo status di società pubblica utilizzando le sue azioni come valuta di acquisizione, accede ai mercati dei capitali o ritiene in altro modo che il prestigio di essere pubblico sia importante, allora "oscurarsi" potrebbe non avere un buon senso degli affari. D'altra parte, se una società non sta raccogliendo fondi sui mercati dei capitali o non sta effettuando acquisizioni con le sue azioni come valuta, i benefici per la società di "oscurarsi" possono superare gli alti costi e gli oneri normativi di essere pubblici. Chiaramente, il motivo più significativo citato per un "Going dark" è il costo di essere una società pubblica.

Inoltre, la cancellazione riduce l'onere per la gestione della conformità normativa e libera i tempi di gestione da dedicare alla gestione dell'azienda e di pensare in modo più strategico agli obiettivi a lungo termine senza dover gestire le operazioni su base trimestrale a causa delle aspettative del mercato.

L'eliminazione degli obblighi di informativa elimina la necessità di divulgare determinate informazioni commerciali che potrebbero mettere la società in una posizione di svantaggio competitivo. Inoltre, se lo scambio su cui sono negoziate le azioni della società non è efficiente, il mercato potrebbe non essere un vero indicatore di valore della società.

La cancellazione offre ulteriore flessibilità dal punto di vista del governo societario poiché una società non dovrà più rispettare tutte le misure di governo societario dettate dagli scambi e descrivere tali politiche nei documenti informativi della SEC. Infine, la cancellazione consente alla società di mantenere un maggiore controllo sulla sua base azionaria.<sup>111</sup>

Nel caso delle transazioni Going-dark la società successivamente alla cancellazione dalle quotazioni pubbliche continua comunque ad essere negoziata sui mercati Over-The-Counter (OTC). Questa particolare procedura, che può essere correlata al mondo del fenomeno del delisting volontario, è comune soprattutto negli Stati Uniti, dove i mercati OTC sono più sviluppati che in altri paesi del mondo.

I mercati OTC hanno caratteristiche diverse rispetto alle borse valori comuni, perché, nonostante le norme più basse e meno rigide che richiedono, i giocatori, i compratori e i venditori, agiscono come market maker, poiché citano il prezzo a cui vogliono rispettivamente acquistare o vendere una quota particolare in assenza di intermediari tra le parti.

Le transazioni "oscure" non contemplano né la necessità dell'approvazione degli azionisti per diventare privati, né la necessità di inglobare gli azionisti. La società, senza diventare completamente privata, elimina e annulla la registrazione delle sue azioni. In altre parole, l'importante vantaggio di concludere transazioni oscure è che consentono di mantenere un certo numero di azionisti "pubblici", pur essendo alleggeriti sia dai regolamenti di borsa sia dai requisiti di segnalazione della SEC (la legge sugli scambi degli Stati Uniti del 1934 e Sarbanes Oxley Act).

Il consiglio di amministrazione di società quotate negli Stati Uniti ha il diritto di eliminare volontariamente i titoli se l'impresa registra meno di 300 azionisti, o meno di 500 titolari e meno di \$ 10 milioni di attività nei tre anni precedenti. In questo caso, il NASDAQ richiede che il consiglio di amministrazione debba semplicemente dimostrare che la transazione PtP è nel migliore interesse della società e dei suoi azionisti; Il NYSE richiede l'approvazione del comitato di revisione del consiglio di amministrazione.

<sup>&</sup>lt;sup>111</sup> T.Farris, "Going Dark" - Voluntary Delisting and Deregistration under the Securities Exchange Act of 1934 - The Attractions of the "Dark Side", Dorsey, 2009; B.H.Genkin, "Going dark considerations, process and timing", Blankrome, 2010.

Le aziende di solito decidono di intraprendere questa soluzione quando non dispongono di liquidità sufficiente per eseguire un'offerta pubblica o un programma di riacquisto. Il presupposto che questo tipo di transazioni non comportino il prelievo degli azionisti non significa che lo squeeze-out non venga eseguito come un passaggio necessario per soddisfare i criteri di going dark. In tal caso, le aziende possono tentare di ridurre i propri azionisti registrati attraverso due strategie. La prima è la divisione inversa del titolo con un rapporto di divisione considerevole. Ciò significa che un determinato numero di azioni in circolazione viene scambiato con un'azione di valore maggiore; gli azionisti di minoranza che non possiedono abbastanza azioni per ricevere almeno un'azione possono ricevere un equivalente in contanti della loro frazione di azioni. Questo approccio richiede l'approvazione degli azionisti e spesso innesca controversie per la determinazione del rapporto di cambio. La seconda possibilità è un'offerta pubblica, in base alla quale la società cerca di riacquistare le proprie azioni. Anche se questo approccio è generalmente più rapido e genera meno contenziosi, la società non può essere sicura di ridurre il numero di detentori di azioni al di sotto di 300.

Una delle maggiori problematiche legate alle transazioni going dark riguarda i suddetti criteri relativi al numero di azionisti per poter beneficiare di questo tipo di operazioni. In effetti, prima di tutto le soglie richieste per accedere alla procedura possono essere fuorvianti: un azionista registrato spesso include centinaia di azionisti beneficiari. In secondo luogo, ogni volta che la società non soddisfa più il limite massimo del numero di azionisti, è immediatamente soggetta nuovamente agli obblighi di segnalazione. Ad esempio, questo problema può sorgere se l'istituzione che detiene azioni in nome di più beneficiari trasferisce la proprietà al beneficiario effettivo per il quale detiene le azioni; in questo caso, il beneficiario effettivo è un nuovo azionista e la soglia può essere superata.

Una società oggetto di delisting può ancora operare in mercati non regolamentati come il Bulletin Board OTB, ma una non registrata non può. L'unica soluzione per un'azienda non registrata che desidera essere quotata in borsa è quella di "essere quotata" nel mercato dei Pink Sheets.

È importante tenere presente la differenza tra cancellazione e deregistrazione. Le società quotate negli Stati Uniti devono essere in linea sia con i requisiti di quotazione della Borsa in cui sono negoziati sia con i requisiti del Security Exchange Act del 1934 regolato dalla Security Exchange Commission (la SEC). Il processo di delisting elimina l'obbligo di soddisfare i requisiti di scambio, ma al fine di eliminare anche gli obblighi di segnalazione alla SEC devono annullare la registrazione. Di solito le aziende iniziano simultaneamente il processo di cancellazione e deregistrazione; tuttavia, poiché quest'ultimo è un processo più complicato e dispendioso in termini di tempo, può accadere che un'azienda eliminata continui a essere soggetta a rigide regole di segnalazione.

Ricerche empiriche riportano che "la maggior parte dei costi di conformità comporta la registrazione SEC" (Chaplinsky et Ramchand, 2008) e, come menzionato in precedenza, i crescenti costi derivati dall'introduzione di SOX sono stati visti come un forte incentivo per il delisting.

I processi di delisting e deregistrazione non sono facili e, ancor più importante, richiedono tempo. Inoltre, l'introduzione del SOX nel 2003 ha aggiunto ulteriori difficoltà nel processo di cancellazione. Le procedure di cancellazione e deregistrazione iniziano con la compilazione del Modulo 25.

La società deve informare il pubblico (attraverso un comunicato stampa) della sua intenzione di presentare il Modulo 25 con 10 giorni di anticipo. Il delisting è effettivo 10 giorni dopo l'invio del documento; da quella data, i doveri delle imprese ai sensi della Sezione 13 (a) della legge sugli scambi degli Stati Uniti sono sospesi. L'effettiva cessazione della registrazione (ai sensi della Sezione 12 (b)) si verifica solo dopo 90 giorni dalla cancellazione. Tuttavia, anche dopo aver archiviato la Sezione 25, l'impresa è ancora soggetta agli obblighi della Sezione 12 (g)<sup>112</sup>, che sono eliminati solo compilando il Modulo 15. Il Modulo 15 dimostra che i limiti sul numero di azionisti registrati sono rispettati.

Pink Sheets è un sistema di quotazione elettronico che elenca i prezzi di offerta e richiesta per le azioni non quotate, iniziata nel 1904, gestita da una società privata che non richiede alcun Exchange Act o report SEC<sup>113</sup>. In alternativa ai Pink Sheets, le società delistate possono negoziare sul Nasdaq OTC Bulletin Board (OTCBB). Tuttavia, nel gennaio 1999, la SEC ha approvato la regola di ammissibilità, in base alla quale, al fine di operare in questo mercato, la società deve soddisfare i requisiti di segnalazione ai sensi del Security Exchange Act del 1934.

Le società cancellate inviano una richiesta alla SEC e contemporaneamente chiedono al broker. Con l'introduzione della regola di ammissibilità, le aziende che non erano in linea con la SEC devono aggiornare le proprie informazioni o passare ai Pink Sheets.

Per concludere la tesi sulle tecniche di delisting degli Stati Uniti, ricordiamo le regole di protezione delle minoranze disponibili in aggiunta al diritto di valutazione descritto. Come già menzionato, negli Stati Uniti esiste un sistema basato sul contenzioso in cui il consiglio di amministrazione ha un'alta libertà decisionale, ma gli accordi sono generalmente associati a un numero maggiore di cause ex post rispetto al contesto europeo. In pratica, negli Stati Uniti gli investitori di minoranza possono proteggere la propria partecipazione in due modi: il primo è in mano alla SEC che può imporre condizioni aggiuntive agli emittenti al fine di aumentare la protezione degli investitori. In altre parole, la SEC può rinviare la procedura di delisting al fine di verificare la regolarità dell'applicazione del Modulo 25, ai sensi della sezione 12 (b) della Legge. In pratica, tuttavia, la SEC raramente interviene per ritardare la

\_

<sup>&</sup>lt;sup>112</sup> Tutte le società con più di 300 azionisti e attività superiori a 10 milioni di \$ devono registrarsi nella Sezione 12 (g).
Nella stessa sezione, devono essere registrate le società che hanno meno di 10 milioni di \$, ma più di 500 azionisti.

<sup>&</sup>lt;sup>113</sup> Fonte: Investopedia.

cancellazione, a condizione che venga data una protezione adeguata agli azionisti di minoranza ogni volta che hanno avuto il tempo sufficiente per vendere le loro azioni nei mercati regolamentati. Il secondo meccanismo prevede un contenzioso nei confronti del consiglio di amministrazione che ha approvato la revoca in caso di sospetto di violazione dei propri doveri fiduciari. Gli amministratori devono agire in buona fede e prendere decisioni che siano nel migliore interesse della società e dei suoi azionisti. Il divieto di "lavoro autonomo" vuole garantire l'indipendenza del manager rispetto a una proposta particolare. Tuttavia, anche l'efficacia di questa protezione è dubbia. Infatti, i tribunali americani giudicano un manager responsabile solo se le sue decisioni sono completamente irrazionali. Nonostante le apparenze, Bates et al. (2006) riportano che negli Stati Uniti gli azionisti target ottengono un premio di circa il 14,9% dalle offerte di squeeze-out anche quando l'offerente è azionista di controllo.

# 2.5 Leveraged buy-out<sup>114</sup>

Un buyout con leva (LBO) è l'acquisizione di un'altra società utilizzando una quantità significativa di denaro preso in prestito per soddisfare il costo di acquisizione. Le attività della società acquisita sono spesso utilizzate come garanzia per i prestiti, insieme alle attività della società acquirente. Il vantaggio principale di un acquisto a leva per la società che sta acquistando l'attività è il rendimento del capitale proprio.

L'utilizzo di una struttura di capitale che presenta una notevole quantità di debito consente loro di aumentare i rendimenti sfruttando le attività del venditore, ci possono poi essere anche alcuni vantaggi fiscali. Dal punto di vista del venditore, ci sono vantaggi nell'utilizzare un LBO.

Innanzitutto, è uno dei tanti modi in cui un proprietario può vendere un'attività. La maggior parte dei venditori passerà attraverso il processo LBO fino a quando consentirà loro di uscire dal business al prezzo desiderato. I buyout a leva consentono anche la vendita di aziende in difficoltà o in fase di inversione di tendenza. Forniscono un'uscita praticabile al venditore, consentendo al contempo all'azienda di continuare a operare mentre i problemi sono stati risolti.

Dal punto di vista dell'acquirente, gli LBO presentano alcuni rischi. Un problema di liquidità, come la perdita di alcuni clienti chiave, potrebbe mettere il business in grave pericolo.

Anche dal punto di vista del venditore, l'esecuzione di un buyout con leva presenta alcuni svantaggi. Gli acquirenti di solito intraprendono un ampio processo di due diligence. Questo processo può richiedere

<sup>&</sup>lt;sup>114</sup> L.Franceschi, A.Bonaventura, Leveraged buy-out e crisi d'impresa: profili economico aziendalistici, EDUCatt, 2018.

tempo e risorse che potrebbero essere spesi per la gestione dell'azienda. Infine, anche dopo tutto questo sforzo, la transazione potrebbe fallire se un prestatore chiave non fosse a proprio agio con i propri risultati.

Un buyout con leva può essere strutturato in vari modi. Tuttavia, le due strutture più comuni sono:

## • L'acquirente acquista i beni

In questa struttura, l'acquirente acquista solo le attività dell'azienda target. Le attività sono collocate in una nuova entità aziendale progettata per detenere le attività e gestirle. Comunemente, la società di vendita viene definita "Oldco" ("vecchia società") e la nuova società che deterrà le attività viene definita "Newco" ("nuova società").

Il vantaggio principale di questa struttura è che consente all'acquirente di acquistare le attività in modo pulito, limitando le passività potenziali dalle attività passate della vecchia azienda.

## • L'acquirente acquista l'intera azienda

Un altro modo per acquistare la società è assorbirla nella società esistente dell'acquirente. Questa strategia può avere senso in alcune circostanze, sebbene possa aprire la porta a responsabilità future.

La maggior parte delle acquisizioni a leva di società di piccole e medie dimensioni richiede in genere due tipi di finanziamento.

L'acquirente ha bisogno di fondi per acquisire la società, ma c'è anche il bisogno di finanziamenti per gestire ed espandere il business. Il tipo di debito che viene utilizzato per acquisire la società dipende da una serie di variabili come lo stato finanziario dell'acquirente e del venditore, la loro reputazione e le dimensioni della transazione. Le transazioni più grandi che coinvolgono società ben note utilizzano comunemente un mix di obbligazioni, finanziamenti senior e mezzanine e prestiti bancari convenzionali. D'altra parte, le transazioni più piccole, o quelle che coinvolgono società che non sono ben note, tendono a utilizzare opzioni di finanziamento alternative.

Queste opzioni includono:

• **Finanziamento del venditore**: molte transazioni di acquisto con leva finanziaria di piccole o medie dimensioni hanno una componente di finanziamento del venditore. Fondamentalmente,

il venditore concede un finanziamento all'acquirente che viene ammortizzata in un determinato periodo di tempo. Il finanziamento del venditore è un vantaggio per l'acquirente, poiché i venditori tendono ad essere più disposti delle banche a fornire finanziamenti. Questo tipo di finanziamento è comune nelle transazioni più piccole e nei buyout di gestione (una forma di buyout con leva).

- Assunzione di debito: in molti casi, nell'ambito del pagamento, la società acquirente può assumere parte, o tutto, del debito della società target.
- Prestiti bancari: il finanziamento bancario è comunemente utilizzato anche in acquisizioni di
  piccola e media entità con leva finanziaria. Di solito, l'acquirente prende un prestito e lo utilizza
  per coprire parte del prezzo di acquisto. Bisogna tener presente che le banche raramente
  forniscono il 100% dei fondi necessari per l'acquisto dell'azienda. Spesso richiedono che anche
  l'acquirente utilizzi il proprio capitale.
- **Finanziamento basato su attività**: questo finanziamento viene utilizzato per garantire prestiti a fronte di determinate attività, quali immobili e macchinari. Questa opzione è più comune nelle transazioni che includono beni immobili o che dispongono di macchinari in buone condizioni.

Una volta che sei il proprietario dell'azienda, devi affrontare le normali spese operative, oltre al costo di qualsiasi finanziamento dell'acquisizione. Questa spesa può creare un problema se il flusso di cassa è limitato o se la società sta subendo un'inversione di tendenza.

La maggior parte delle aziende avrà bisogno di finanziamenti per migliorare il proprio flusso di cassa. Le alternative di finanziamento comuni includono:

- **Factoring**: il factoring è un tipo di finanziamento che consente all'acquirente di sfruttare i crediti della società. Il factoring migliora il flusso di cassa, che a sua volta lascia l'azienda in una posizione migliore per effettuare i pagamenti del finanziamento, adempiere al pagamento delle buste paga o pagare i fornitori.
- **Finanziamento dell'inventario**: il finanziamento dell'inventario è un tipo di finanziamento che consente di finanziare l'inventario esistente. L' azienda può normalmente finanziare fino all'80% del valore di liquidazione delle vendite forzate o, in alcuni casi, il valore netto di liquidazione ordinata. Si noti che il valore di liquidazione dell'inventario può essere sostanzialmente inferiore al prezzo pagato per esso.

- **Prestiti basati su attività**: i prestiti basati su attività offrono una struttura combinata che consente di sfruttare i crediti, le attrezzature, l'inventario e, in alcuni casi, la proprietà. Viene spesso utilizzato da grandi aziende in alternativa al factoring e al finanziamento dell'inventario.
- **Finanziamento bancario**: un ottimo modo per finanziare le operazioni è attraverso una linea di credito, supponendo che si soddisfino i requisiti di prestito della banca. Le linee di credito offrono una grande flessibilità a un costo molto ragionevole. Non bisogna però dimenticare che le linee di credito hanno un certo numero di alleanze, incluso il mantenimento di determinati indici finanziari a un livello specifico. Questo obiettivo può essere difficile da raggiungere in determinati scenari di acquisizione.

Una delle maggiori sfide nell'esecuzione corretta di un LBO è assicurarsi che la società acquisita disponga di un capitale circolante sufficiente per operare al termine della transazione.

Gli acquirenti spesso cercano di utilizzare tutte le risorse disponibili del venditore per effettuare il pagamento iniziale. Questa strategia può ritorcersi contro.

È meglio utilizzare attività come crediti e inventario per finanziare le operazioni (dopo la vendita), piuttosto che finanziare l'acquisizione iniziale. L'uso di queste risorse per finanziare i costi di acquisizione potrebbe lasciare l'impresa senza risorse per coprire le spese operative e creare un grave problema di flusso di cassa che potrebbe far deragliare l'intera acquisizione.

In un buyout con leva finanziaria (LBO), di solito c'è un rapporto tra debito del 90% e capitale del 10%. A causa di questo elevato rapporto debito/patrimonio netto, le obbligazioni emesse nel corso del buyout non sono di solito investment grade e vengono definite obbligazioni "spazzatura". Questo tipo di tecnica è utilizzata soprattutto negli Stati Uniti.

In caso di delisting tramite LBO, la società pubblica viene prima di tutto acquisita e successivamente cancellata. Il motivo della predominanza di LBO rispetto ad altri tipi di meccanismo può essere attribuito al fatto che questa forma organizzativa consente di superare alcuni dei problemi qui di sotto elencati:

- Disciplina del debito: l'elevata leva costringe il management a valutare attentamente gli
  investimenti in modo che siano in grado di generare il denaro necessario per rimborsare gli
  interessi e il capitale. Inoltre, il flusso di cassa libero deve essere utilizzato per estinguere il
  debito.
- Governo societario efficiente: LBO elimina i conflitti tra proprietà e controllo, che sono la fonte del conflitto dell'agenzia. Di solito gli acquirenti che hanno investito nell'obiettivo possiedono la maggior parte dei seggi nel consiglio di amministrazione. Anche nel caso di un

buyout istituzionale, l'allineamento è garantito dagli incentivi dati ai gestori sotto forma di stock option.

Inoltre, molte persone considerano gli LBO una tattica predatoria particolarmente spietata. Questo perché di solito non è sanzionato dalla società target. È anche considerato ironico il fatto che il successo di una società, in termini di attività in bilancio, possa essere utilizzato contro di essa come garanzia da una società ostile.

Gli LBO sono condotti per tre motivi principali. Il primo è quello di rendere una società pubblica privata; il secondo è quello di scindere una parte di un'azienda esistente vendendola; e il terzo è di trasferire la proprietà privata, come nel caso di un cambio di proprietà delle piccole imprese. Tuttavia, di solito è un requisito il fatto che la società o entità acquisita, in ogni scenario, sia redditizia e in crescita.

I buyout con leva hanno avuto una storia nota, soprattutto negli anni '80, quando diversi importanti buyout hanno portato al fallimento delle società acquisite. Ciò è dovuto principalmente al fatto che il coefficiente di leva finanziaria era quasi del 100% e i pagamenti degli interessi erano così elevati che i flussi di cassa operativi della società non erano in grado di soddisfare l'obbligo.

Michael Jensen (1976)<sup>115</sup> ipotizza che l'aumento di acquisizioni con leva finanziaria sarebbe una nuova forma organizzativa che sostituirà l'inefficiente società pubblica.

LBO può essere avviato da parti diverse. Quando l'impresa viene rilevata dal management in carica, l'LBO è chiamato management buyout (MBO); quando la società viene acquisita e quindi eliminata da un team di gestione esterno, è nota come management buyin (MBI).

Gli MBI sono di solito transazioni ostili poiché si verificano quando i gestori attuali non vogliono o non sono in grado di realizzare il pieno potenziale dell'azienda. Può anche succedere che l'impresa acquisita sia gestita da alcuni vecchi target manager e da alcuni nuovi (il cosiddetto buyout di gestione acquisti, BIMBO). Questi tipi di processi sono generalmente supportati da società di private equity. Infine, quando l'unico promotore della transazione privata è un investitore istituzionale o una società di private equity, l'accordo si chiama acquisizioni istituzionali (IBO). In questa ipotesi, la gestione pretransazione può essere sostituita da una nuova squadra o può essere confermata la medesima. In tutti questi casi, è comune che la performance manageriale sia premiata con le partecipazioni nella nuova società privata.

Diversi motivi possono spiegare perché il PtP tramite LBO predomina negli Stati Uniti (e nel Regno Unito), ma non nell'Europa continentale. Una prima spiegazione è che le società quotate in Europa

\_

<sup>&</sup>lt;sup>115</sup> Michael Jensen, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, Paper, 1976.

hanno una proprietà altamente concentrata spesso familiare; in questo caso diminuisce la probabilità di essere acquisiti da offerenti indipendenti o società di private equity.

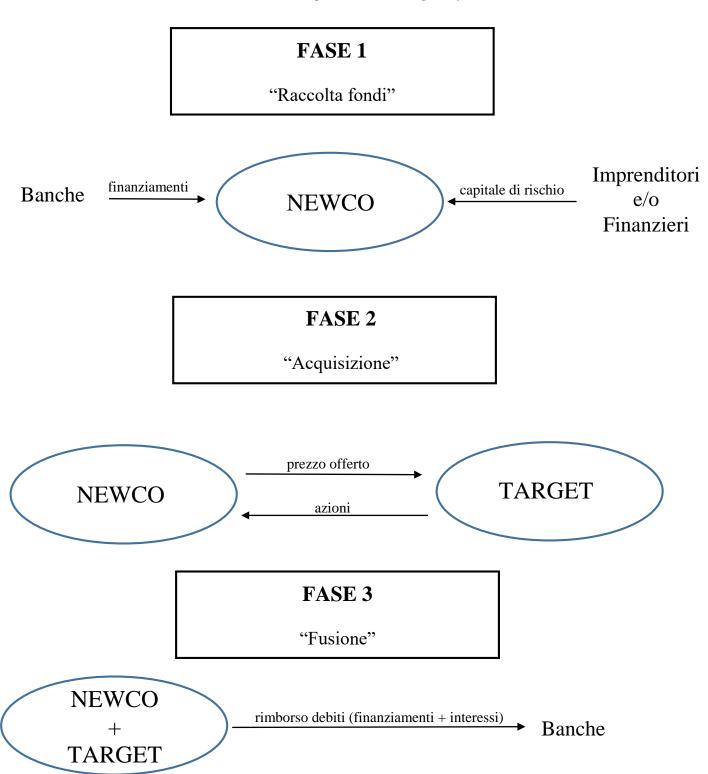
Un altro limite affrontato dalle società europee è la minore disponibilità di fonti di debito. Negli Stati Uniti, ad esempio, la tendenza dell'LBO è stata potenziata dai "junk bond", che non sono ugualmente sviluppati in Europa. Infine, le società di private equity, attori chiave nell'attuazione degli LBO, non sono molto diffuse nel vecchio continente.

Uno dei più grandi LBO registrati è stata l'acquisizione di Hospital Corporation of America (HCA) da parte di Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR), Bain & Co. e Merrill Lynch nel 2006. Le tre società hanno pagato circa \$ 33 miliardi per l'acquisizione di HCA.

Gli LBO sono spesso complicati e richiedono del tempo per essere completati. Ad esempio, JAB Holding Company, una società privata che investe in beni di lusso, caffè e società sanitarie, ha avviato un LBO di Krispy Kreme Donuts, Inc. a Maggio 2016. JAB doveva acquistare la società per \$ 1,5 miliardi, che includeva \$ 350 milioni di prestiti a leva e una linea di credito revolving di 150 milioni di dollari fornita dalla banca d'investimenti Barclays.

Tuttavia, Krispy Kreme aveva un debito sul suo bilancio che doveva essere venduto, e Barclays doveva aggiungere un ulteriore tasso di interesse dello 0,5% per renderlo più attraente. Ciò ha reso l'LBO più complicato e quasi non si è chiuso. Tuttavia, a partire dal 12 Luglio 2016, l'accordo è andato a buon fine.

Grafico n.3: Schema dell'operazione di Leveraged buy-out



Fonte: elaborazione personale

## 2.6 Cross-delisting<sup>116</sup>

Durante la seconda metà degli anni '80, la crescente integrazione tra i mercati mondiali dei capitali ha favorito la diffusione della quotazione incrociata. Il cross-list può essere conveniente (in particolare se effettuato in mercati più attivi) per diversi motivi:

- diversificazione del portafoglio e quindi riduzione del rischio;
- Le imprese che effettuano una quotazione incrociata nei paesi finanziariamente sviluppati hanno accesso a una quantità maggiore di investimenti esteri e quindi a più flussi di capitale. Spesso i mercati statunitensi consentono di raccogliere capitali a costi inferiori;
- L'annuncio della quotazione incrociata negli Stati Uniti o nei mercati del Regno Unito è generalmente accolto con ottimismo dagli investitori. Secondo l'ipotesi del bonding, quando il management quota la società in un mercato più regolamentato, gli investitori apprezzano il fatto che i rischi dei costi di agenzia diminuiscono e sono più protetti a causa di requisiti informativi più rigorosi;
- Utilizzare le azioni quotate per l'acquisizione di altre società;
- Prestigio;
- Agevolazioni fiscali.

Le aziende situate in paesi con normative inadeguate e requisiti di informativa meno rigorosi di solito beneficiano della quotazione incrociata che registra un elevato ritorno anormale negli annunci (Witmer, 2005)<sup>117</sup>. Tuttavia, alla fine degli anni '90, quando i mercati hanno vissuto la seconda ondata di delisting, "il cross-ranking internazionale ha iniziato a perdere parte del suo slancio" (You et al., 2011). Ci sono diverse spiegazioni di questa inversione di tendenza.

Per quanto riguarda i mercati statunitensi, la ragione principale sembra essere l'introduzione del SorbanesOxley Act (SOX) nel 2002. La legislazione SOX obbliga le società a una divulgazione più rigorosa, migliorare il governo societario e gli standard contabili, aumentando in effetti i costi di quotazione.

In teoria, l'introduzione di normative più rigorose dovrebbe garantire una maggiore qualità delle società quotate e un legame più forte. In pratica, le imprese straniere devono valutare se i requisiti normativi aggiuntivi e i costi associati valgono il beneficio del legame. I costi per la conformità possono essere più elevati per le società straniere rispetto a quelle domestiche perché dovrebbero dover cambiare alcune "componenti organizzative delle loro operazioni quotidiane per conformarsi al SOX"

<sup>&</sup>lt;sup>116</sup> Hana Rohackova, Cross-listing of central european countries, Paper, 2010.

<sup>&</sup>lt;sup>117</sup> Witmer, Why do firm cross-delist? An examination of the determinants and effects of cross-delisting, Research, 2005.

(Daugherty e Georgieva, 2011)<sup>118</sup>. D'altro canto, i mercati dei capitali statunitensi possono essere ancora attraenti per le imprese di paesi con protezioni deboli per gli investitori che sono quotate in questi mercati. Inoltre, il maggior numero di società cancellate dai mercati statunitensi potrebbe essere dovuto al fatto che "il ruolo delle istituzioni statunitensi è stato esagerato" (Witmer, 2005) o che le normative del paese ospitante non sono state ugualmente applicate contro le società straniere quotate in borsa. In effetti, You et al. (2011) non trovano supporto all'ipotesi del legame.

Inoltre, la quotazione multipla crea spesso problemi di liquidità, pertanto le aziende decidono di uscire dal mercato considerato meno strategico (che è spesso quello estero).

Una dimensione aggiuntiva che deve essere presa in considerazione come fattore che influenza la decisione di delisting delle imprese straniere è la dimensione culturale. La distanza culturale e l'individualismo del paese di origine sono stati indicati come predittori di una decisione di delisting (Daugherty et Georgieva, 2011).

Il primo è legato al fatto che le aziende di solito si quotano in mercati che sono culturalmente simili e che hanno un linguaggio, una struttura aziendale e una storia comune simili.

L'individualismo (misurato dall'indice di Hofstede) è rilevante perché le società individualiste tendono a valutare maggiormente un guadagno personale rispetto al successo del gruppo, causando un alto rischio di problemi di agenzia e quindi una maggiore necessità di norme rigorose.

#### 2.6.1 Ipotesi segmentazione del mercato

I modelli di Errunza e Losq (1985)<sup>119</sup> e Alexander, Eun e Janikaramanan (1987) esaminano gli effetti della segmentazione del mercato sul prezzo dei titoli.

Errunza e Losq (1985) mostrano che i titoli non ammissibili comportano un "premio per il super rischio" quando un sottoinsieme di investitori non può investire in tali titoli. I titoli ammissibili (senza restrizioni per gli investitori) sono valutati come se non vi fosse alcuna segmentazione. Con la quotazione incrociata, questi titoli non idonei diventano idonei e perdono il loro "premio di super rischio" e quindi determinano un prezzo più elevato. Ciò può essere illustrato da un modello di domanda e offerta. Supponendo che non vi siano sostituti perfetti per i titoli non idonei (ovvero titoli idonei che sono perfettamente correlati con i titoli non ammissibili), gli investitori hanno una domanda positiva per i titoli non ammissibili. Tuttavia, a causa delle barriere del mercato, la domanda di questi titoli soggetti a restrizioni sarà inferiore rispetto a quella che ci sarebbe con la perfetta integrazione. Man mano che i

<sup>119</sup> Errunza, Losq, International asset pricing under mild segmentation: theory and test, Research, 1985.

<sup>&</sup>lt;sup>118</sup> Daugherty, Georgieva, Foreign cultures, Sarbanes-Oxley Act and cross-delisting, Paper, 2011.

mercati diventano più integrati, la correlazione tra titoli non ammissibili e alcuni titoli ammissibili dovrebbe aumentare in quanto è più probabile che questi titoli siano esposti a fattori di rischio simili. Maggiore è questa correlazione, minore è il "premio per il super rischio".

#### 2.6.2 Vantaggi basati su informazioni asimmetriche

Il problema agente-principale è uno dei problemi principali delle informazioni asimmetriche.

Sin dal lavoro fondamentale di Jensen e Meckling (1986), il modello di agente-principale è stato applicato a molte aree dell'economia e della finanza. Nella letteratura sui cross-list, Coffee (1999, 2002) e Stulz (1999) hanno introdotto l'ipotesi del legame per spiegare perché le aziende traggono beneficio dal cross-list. Nell'ipotesi di legame, il principale è l'azionista di minoranza e l'agente è il dirigente o l'azionista di maggioranza. Gli azionisti di minoranza non possono vedere tutte le azioni della direzione e pertanto non possono sapere se la direzione agisce nei loro migliori interessi.

In particolare, la direzione potrebbe trarre benefici privati a spese degli azionisti (di minoranza).

Coffee (1999, 2002) e Stulz (1999) delineano i vantaggi del bonding che le società straniere ricevono attraverso la quotazione incrociata negli USA. 120

In primo luogo, la direzione si impegna per un maggior monitoraggio da parte della SEC, dei revisori, degli analisti, delle borse statunitensi, degli azionisti istituzionali, delle agenzie di rating e migliori consigli di amministrazione. In secondo luogo, la direzione riduce i benefici netti dell'esproprio sottoponendosi a sanzioni associate all'esecuzione della SEC e aumentando il rischio di contenzioso.

Contro l'ipotesi di "bonding", Licht (2003) suggerisce che il ruolo delle istituzioni statunitensi è stato esagerato su una serie di questioni. In primo luogo, il regime normativo statunitense è "annacquato" per gli emittenti stranieri. In secondo luogo, è più difficile per la SEC applicare le proprie regole con gli emittenti stranieri e la SEC non è stata molto attiva nel far rispettare le normative con emittenti stranieri. In terzo luogo, diversi scandali sul governo societario degli Stati Uniti come quelli di Enron e Worldcom indicano potenziali difetti nel regime normativo statunitense.

Nel 2002, Broadgate Capital Advisors, The Value Alliance e Bank of New York hanno condotto un sondaggio su 143 emittenti ADR<sup>121</sup> in merito alle loro opinioni sul governo societario e sul Sarbanes Oxley Act. Quasi la metà (46%) di questi intervistati ritiene che gli standard di governo societario nel proprio mercato interno siano gli stessi o addirittura più rigorosi rispetto agli Stati Uniti.

-

<sup>&</sup>lt;sup>120</sup> Fonte: "International cross-listing and the bonding hypothesis".

<sup>&</sup>lt;sup>121</sup> American depositary receipts.

Nell'ipotesi di segnalazione, il management sceglie il cross-list in un mercato estero per trasmettere credibilmente le proprie informazioni privilegiate a estranei non informati. Le imprese dei paesi con normative meno rigide e una divulgazione più scadente avrebbero maggiori probabilità di effettuare un cross-listing e dovrebbero riscontrare rendimenti anormali più elevati intorno all'annuncio di cross-listing.

Un terzo argomento correlato alle informazioni asimmetriche per la quotazione incrociata è che le imprese effettuano il cross-listing per aumentare la propria visibilità e base di azionisti. Questa è spesso chiamata l'ipotesi di base degli azionisti o l'ipotesi di consapevolezza di Merton (1987).

In questa ipotesi, tutti gli azionisti che possiedono il titolo sono informati. Le informazioni incomplete in questo equilibrio si riferiscono a un sottoinsieme di investitori che non conoscono questo titolo e quindi non lo possiedono nel loro portafoglio. In equilibrio, Merton (1987)<sup>122</sup> mostra che più piccola è la base di investitori dell'azienda, maggiore è lo sconto rispetto al caso di completa informazione. Il vantaggio del cross-listing deriva dal fatto che l'impresa si espone agli investitori in un paese diverso, aumentando la sua base azionaria e diminuendo il suo sconto.

Chemmanur e Fulghieri (2003)<sup>123</sup> esaminano la scelta di quotazione di un'impresa e dimostrano che un'impresa sceglierà di quotarsi nei mercati con analisti e investitori più qualificati. Foerster e Karolyi (1999)<sup>124</sup> esaminano i cambiamenti nella base azionaria di una società nel periodo di cross-listing. Scoprono che, in media, la base azionaria delle società quotate in borsa aumenta del 29% dopo la quotazione negli Stati Uniti. Baker, Nofsinger e Weaver (1998) osservano i cambiamenti nella visibilità dell'azienda per le società straniere che effettuano il cross-listing su NYSE utilizzando due proxy per la visibilità: il seguito dell'azienda da parte di analisti e la copertura mediatica. Scoprono che una media di altri 6 analisti seguono l'azienda dopo un cross-listing sul NYSE e la copertura mediatica del mercato interno aumenta in media del 37% dopo il cross-listing sul NYSE. Allo stesso modo, Lang, Lins e Miller (2002) trovano anche un aumento della copertura degli analisti e accuratezza delle previsioni nel periodo di cross-listing. Coerentemente con l'ipotesi della consapevolezza, trovano una correlazione positiva tra la variazione del valore della società a cavallo del cross-listing e la variazione del seguito dell'analista e l'accuratezza delle previsioni.

Bailey, Karolyi e Salva (2005) scoprono che la volatilità dei rendimenti e le reazioni del volume degli scambi agli annunci sugli utili aumentano dopo che una società ha reso pubbliche le sue azioni negli Stati Uniti. Questa scoperta è sorprendente, dato che l'ambiente di divulgazione e informazione più

<sup>123</sup> Chemmanur, Fulghieri, A theory of the going public decision, Report, 2003.

<sup>122</sup> Merton, L'equilibrio di mercato con informazioni incomplete, 1987

<sup>&</sup>lt;sup>124</sup> Foerster, Karolyi, The effect of market segmentation and investor recognition on asset prices, Report, 1999.

ricco dovrebbe comportare una minore asimmetria informativa tra gli investitori e un volume inferiore a seguito di un annuncio sugli utili.

Secondo l'ipotesi della consapevolezza, le imprese possono avviare un delisting volontario se l'aumento atteso della base azionaria non si materializza o se tale aumento è di breve durata. Nelle indagini condotte da gestori finanziari di società quotate in borsa, Fanto e Karmel (1997) e Mittoo (1992) rilevano che i gestori effettuano una quotazione incrociata per aumentare la liquidità delle loro azioni, empiricamente, diversi articoli hanno trovato un effetto di liquidità positivo dopo la quotazione incrociata negli Stati Uniti<sup>125</sup>.

Ci possono essere diversi motivi per cui una maggiore liquidità è importante per i dirigenti. In primo luogo, in un modello di asta di Kyle (1985), la liquidità è correlata all'ambiente informativo in quanto dipende dall'interazione tra un market maker neutrale al rischio, trader informati e trader (non informati). Chowdhry e Nanda (1991) esaminano questo modello in un contesto multi-mercato e mostrano che l'accresciuta concorrenza tra i market-maker in titoli quotati porta a uno spread bid-ask inferiore. Mettendo questo risultato nel contesto del modello Amihud e Mendelsson (1986), gli investitori richiedono un rendimento inferiore per investire in titoli con uno spread bid-ask inferiore. Il vantaggio della quotazione incrociata deriva dalla riduzione dello spread bid-ask dell'azienda, con conseguente aumento della valutazione dell'impresa. Un secondo vantaggio deriva dal fatto che questa liquidità migliorata potrebbe attrarre più investitori istituzionali. In sostanza, la bassa liquidità costituisce una barriera per questi operatori istituzionali poiché i costi di negoziazione in titoli a bassa liquidità possono essere proibitivi. Il miglioramento della liquidità trasforma queste istituzioni in investitori senza restrizioni, riducendo il "premio per il super rischio" e determinando un aumento del prezzo delle azioni.

Dopo un tipico cross-listing, c'è un aumento dell'attività di trading estero, ma questo trading estero scende rapidamente a livelli molto bassi. Un altro vantaggio della quotazione incrociata è la capacità di raccogliere capitali in un mercato diverso. L'ipotesi di raccolta di capitali non si basa necessariamente su informazioni asimmetriche; le imprese possono essere vincolate dal credito in quanto non sono in grado di reperire il capitale necessario nel loro mercato interno per intraprendere tutti i progetti NPV positivi.

Coerentemente con questa ipotesi, Lins, Strickland e Zenner (2003) scoprono che la sensibilità degli investimenti al flusso di cassa libero diminuisce dopo la quotazione incrociata negli Stati Uniti. Tuttavia, potrebbero esserci elementi di tempistica del mercato nella decisione di cross-listing ed è per

\_

<sup>&</sup>lt;sup>125</sup> Foerster e Karolyi (1998); Smith e Sofianos (1996); Domowitz, Glen e Madhavan (1997); e Tinic e West (1974). Noronha, Safin e Saudagaran (1996) non trovano alcun effetto di liquidità in un campione di società americane che effettuano attività di cross listing all'estero.

questo che l'abbiamo raggruppata con altri motivi basati su informazioni asimmetriche. Supponendo che il management abbia una conoscenza interna del valore dell'azienda, sceglierebbe di quotare l'impresa quando e dove è maggiormente in grado di capitalizzare la sopravvalutazione della propria azienda. Foerster e Karolyi (1999) evidenziano un rialzo dei rendimenti anormali in fase di pre-listing seguiti da un declino post-listing, coerente con l'ipotesi del market timing. Tuttavia, contrariamente ai tempi di mercato, il calo post-quotazione è minore per quelle aziende che raccolgono capitali al momento della quotazione incrociata.

#### 2.6.3 Fattori culturali

Un altro filone della letteratura sui cross-listing ha scoperto che anche i fattori culturali svolgono un ruolo importante in questa decisione. Pagano, Randl, Roell e Zechner (2001) esaminano il punto in cui le società europee fanno un cross-listing e scoprono che le società hanno maggiori probabilità di quotarsi in paesi dello stesso gruppo culturale del loro paese di origine. Sarkissian e Schill (2003) esaminano la scelta del cross-listing per l'intero universo delle società e scoprono che l'impresa ha una preferenza di prossimità nella scelta del mercato del cross-listing.

Suggeriscono che questa preferenza è simile per natura alla "propensione alla casa" osservata nei portafogli degli investitori. In particolare, scoprono che la vicinanza geografica (distanza tra le capitali) è un fattore determinante per la decisione del cross-listing. La vicinanza culturale, proiettata da un linguaggio simile o da un background coloniale, influisce positivamente anche sulla scelta della destinazione. Inoltre, è più probabile che le imprese decidano di quotarsi in un paese con prossimità industriale ed economica al proprio paese di origine. 126

\_

<sup>&</sup>lt;sup>126</sup> Per le diverse fattispecie di delisting volontario sono state utilizzate come fonti numerosi siti web (es. investopedia, consob, borsaitaliana, valoreazioni, ecc.).

## **CAPITOLO 3**

## EVIDENZE EMPIRICHE SUL DELISTING IN ITALIA

Nei capitoli precedenti è stato analizzato il fenomeno del delisting nei suoi vari aspetti. In primo luogo, ci si è soffermati sugli aspetti regolamentari che caratterizzano il delisting ponendo giusta attenzione a ciò che lo differenzia nei paesi europei rispetto agli Stati Uniti.

Nel secondo capitolo l'attenzione si è spostata sulle motivazioni che spingono una società ad abbandonare il listino, sulle diverse fattispecie del delisting (dal delisting volontario a quello involontario, LBO, squeeze-out), analizzandone aspetti positivi e negativi e i diversi campi e modalità di attuazione.

In questo terzo capitolo, attraverso un'analisi empirica, si darà importanza al fenomeno del delisting nel mercato italiano. Nella prima parte del lavoro verrà analizzato il sistema economico italiano e le sue caratteristiche, studiando l'andamento di indici di borsa e le correlazioni che ci sono tra questi ultimi e il fenomeno del delisting. Successivamente l'attenzione si sposterà sulle fattispecie di delisting che più si presentano nel nostro mercato, ed infine si cercherà di capire i rendimenti anomali che questo fenomeno genera a cavallo del suo annuncio e analizzare da cosa sono influenzati attraverso una regressione.

#### 3.1 Le caratteristiche del sistema economico italiano e del mercato azionario

Prima di procedere con un'analisi empirica riguardante il fenomeno del delisting è bene sottolineare come il numero e la ricorrenza di quest'ultimo dipendano fortemente dal grado di sviluppo dei mercati finanziari<sup>127</sup>.

Il continuo accrescere delle relazioni economiche e politiche tra i vari Stati che si sta verificando negli ultimi decenni ha portato ad un modificarsi anche delle preesistenti realtà finanziarie, dando ampio spazio a nuove possibilità di crescita. In questo contesto, rispetto al passato, si delineano significativi cambiamenti della situazione economica mondiale. Mentre da un lato abbiamo un continuo avvicinamento tra realtà economico-politiche diverse, un aumento della concorrenza e una

<sup>&</sup>lt;sup>127</sup> I mercati finanziari sono luoghi operativi, organizzati sulla base di regole pubbliche o di prassi, dove è possibile acquistare o vendere strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, derivati, quote di fondi comuni ecc.), favorendo l'incontro tra domanda e offerta di attività finanziarie grazie alla concentrazione, in uno stesso "spazio" e nello stesso tempo, delle negoziazioni. Il suo grado di sviluppo può essere misurato semplicemente osservando la capitalizzazione di borsa in percentuale del PIL (Consob).

globalizzazione dell'economia, dall'altro sono sempre maggiori i rischi non trascurabili che accentuano il pericolo di una turbolenza dei mercati, nonché i limiti delle istituzioni internazionali.

I cambiamenti causati dalla globalizzazione al sistema finanziario internazionale spingono sempre più ad una ricerca di efficienza alla quale si arriva accrescendo la competizione tra gli intermediari e con forme più sofisticate di riallocazione dei rischi. A tutto ciò va aggiunta una repentina accelerazione in tutte le economie del processo di finanziarizzazione<sup>128</sup> al quale si accompagna una diversificazione internazionale dei portafogli.

Analizzando questo contesto, il tutto sembra destinato a riflettersi sull'economia reale e, quindi, ad aumentare la produzione e il consumo, tuttavia, non va dimenticato che l'intensificazione dei rapporti finanziari tra paesi che versano in condizioni diverse evidenzia la condizione di dipendenza di taluni nei confronti di altri. 129

Con stretto riferimento all'Italia, il suo mercato azionario non riesce a svilupparsi come dovrebbe e le ragioni per cui le società decidono di non essere più quotate è semplice: i governi che si sono susseguiti negli anni si sono mostrati incapaci di creare uno sviluppo armonico del mercato azionario in grado di veicolare le risorse degli investitori verso le imprese di medio/piccole dimensioni. I motivi per cui gli investitori italiani stanno alla larga dal listino azionario sono molteplici. Per anni la Borsa è stata vista più come un luogo di speculazione forsennata, dove i grandi mangiavano i piccoli, che non come un luogo dove investire il proprio denaro in maniera redditizia. In più, il listino italiano è un listino di piccole dimensioni con una capitalizzazione della Borsa sul totale mondiale ferma al 1%. 130

Come si può notare dal grafico n.4 la capitalizzazione complessiva di Borsa Italiana mostra una costante crescita negli ultimi anni con un valore che si attesta intorno ai 642 miliardi nel 2018, rispetto ai 364 miliardi del 2012, con una crescita del 76,37%.

<sup>&</sup>lt;sup>128</sup> La crescita del ruolo della finanziarizzazione è strettamente collegata al processo di innovazione finanziaria avvenuto a partire dagli anni 1980. Tale processo, sospinto dalla deregolamentazione e tradottosi nella creazione e nella diffusione in un mondo sempre più globalizzato di strumenti finanziari oltremodo strutturati e complessi, se in un primo momento può avere favorito lo sviluppo dell'economia, ha poi incoraggiato anche comportamenti incauti, gestioni prive di sani criteri prudenziali e speculazioni spregiudicate; ciò a danno della stabilità dell'intero settore finanziario e, per effetto contagio, di tutto il sistema economico. Nello specifico, l'eccessiva finanziarizzazione del sistema, determinata dal ruolo preminente assunto nel sistema economico dagli intermediari e dagli strumenti finanziari, è ritenuta da molti studiosi una delle concause (o addirittura il fattore scatenante) della crisi economica globale del 2007-08 (Investopedia).

<sup>&</sup>lt;sup>129</sup> Francesco Capriglione, Manuale di diritto bancario e finanziario, Cedam, 2015.

<sup>&</sup>lt;sup>130</sup> Listino azionario: tutte le difficoltà della borsa italiana, www.segretibancari.com, 2019.

Capitalizzazione Borsa Italiana Capitalizzazione (espressa in mld di  $\in$ ) Anno

Grafico n.4: Capitalizzazione complessiva di Borsa Italiana dal 2012 al 2018

Fonte: Borsa Italiana

L'aspetto più caratterizzante del mercato azionario italiano è sicuramente la struttura proprietaria fortemente concentrata. È vero non solo che le cosiddette *public companies*, cioè imprese con un azionariato estremamente frazionato, sono molto rare, ma addirittura nella quasi totalità le imprese sono controllate da un singolo azionista o da una coalizione di azionisti. Questo è un fenomeno che accomuna un po' tutti i paesi dell'Europa continentale, ma l'Italia rappresenta sicuramente il caso estremo che non tende ad attenuarsi negli anni neppure in seguito ai profondi cambiamenti dei mercati finanziari globali ed alle più gravi crisi economiche.

azionista principale mercato ■ altri azionisti 60% Capitale posseduto (espresso in % del capitale totale) 50% 47,7 47 46,8 46,8 46,7 46,2 46,1 46 40,3 40 38,3 40% 37,5 36,7 36,3 36,4 36,1 30% 20% 17,7 17,6 16,8 16,5 16,5 15 12,7 12 10% 0% 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 Anno

Grafico n.5: Concentrazione proprietaria delle società quotate italiane

Fonte: Relazione annuale sulla corporate governance (Consob)

Il grafico n.5 mostra che alla fine del 2017 la quota media detenuta dal principale azionista è pari al 47,7%, superiore al valore del 2010, pari al 46,2%, mentre il mercato detiene in media una quota di capitale del 40%. Ciò che si evidenzia è che comunque negli anni la quota di capitale detenuta dall'azionista principale è rimasta pressoché stabile, cosa che non permette ad un paese come l'Italia, da sempre ai vertici tra i paesi più industrializzati del mondo, di svilupparsi e stare al passo con i profondi cambiamenti dei mercati, perché spesso questi pochi azionisti che detengono la maggioranza del capitale non hanno le competenze e le risorse necessarie per seguire, ed ancor meno per anticipare, lo sviluppo della propria attività.

Per quanto riguarda il tessuto imprenditoriale italiano, fino agli anni '80 l'Italia era tra i paesi leader nel settore chimico, farmaceutico, siderurgico, oggi invece ha perso questo primato in quasi tutti i settori soffrendo della mancanza di grandi imprese e grandi investimenti. Il paese è infatti costellato da

oltre 5,3 milioni di piccole e medie imprese caratterizzate, nella maggior parte dei casi da un controllo strettamente familiare. <sup>131</sup>

Grafico n.6: Identità dell'azionista di controllo nelle società quotate italiane a fine 2017

# Peso sulla capitalizzazione 29% 33% 34% strituzioni finanziarie misto no UCA

Fonte: Relazione annuale sulla corporate governance (Consob)

Il grafico n.6 mostra infatti l'identità dell'azionista di controllo delle società quotate a fine 2017.

Come si può notare le aziende controllate dalle famiglie sono pari a ben il 33% della capitalizzazione complessiva e solo il 29% non presentano alcun azionista di controllo, e questo, come verrà descritto in seguito, ha un forte impatto sul delisting e sui suoi effetti.

Gli azionisti di controllo perseguono la massimizzazione dei loro benefici, che spesso includono benefici privati non disponibili per gli investitori di minoranza e dato che le famiglie godono già di questi vantaggi privati di controllo quando la società è quotata, è improbabile che paghino premi elevati per acquistare le minoranze al fine di eliminare le loro quote. Tuttavia, le famiglie possono anche essere molto avverse al rischio quando si tratta di potenziali minacce al loro controllo, come documentato dalla loro riluttanza a impegnarsi in acquisizioni che potrebbero diluire il loro controllo. Questa

<sup>&</sup>lt;sup>131</sup> Vitale, Il ruolo del capitale di rischio nel finanziamento delle pmi italiane, Paper, 2002.

avversione alla perdita del controllo sulle loro imprese può indurre le imprese familiari a pagare in eccesso quando effettuano delisting delle proprie società. 132

Gli azionisti di controllo possiedono inoltre informazioni private sulla redditività futura di un'impresa, che offre loro un vantaggio rispetto ad altri investitori. A differenza del caso delle IPO, in cui rendono pubbliche le loro società dopo periodi di performance superiori e prima di periodi di performance inferiori alla media, gli azionisti di controllo informati dovrebbero utilizzare le informazioni private per rendere private le loro società prima di una buona performance, quando il prezzo di mercato delle quote di minoranza non include questo miglioramento futuro. In questo modo, possono evitare di condividere il miglioramento delle prestazioni con altri azionisti. 133

### 3.2 La relazione tra le operazioni di delisting e l'andamento del listino

Numerosi studi hanno sottolineato la presenza di una correlazione negativa tra l'andamento del listino e il verificarsi di delisting. A supporto di tale ipotesi abbiamo la teoria dell'*hot and cold market*, la quale evidenzia che in periodi in cui il mercato ha un andamento positivo il numero di IPO aumenta e conseguenzialmente il numero di delisting diminuisce; in periodi invece nei quali il mercato ha un andamento negativo i risultati si capovolgono con una diminuzione delle IPO e un aumento del numero di delisting. 134

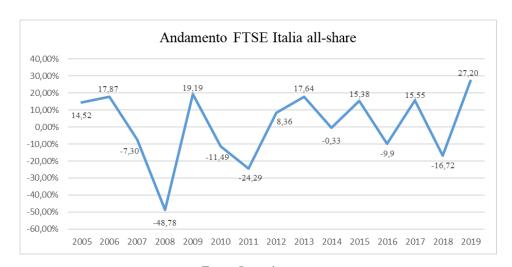


Grafico n.7: Andamento dell'indice FTSE Italia all-share dal 2005 al 2019

Fonte: Investing.com

\_

<sup>&</sup>lt;sup>132</sup> I.Martinez, S.Serve, C.Djama, Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda, Research, 2015.

<sup>&</sup>lt;sup>133</sup> Croci, Del Giudice, Ownership, Family Control, LBOs, and Country Effects: An Analysis of European Going-Private Transactions, Paper, 2010.

<sup>&</sup>lt;sup>134</sup> G. Romano, Strategie aziendali e quotazione in borsa, Giuffrè editore, 2012.

Il grafico n.7 mostra l'andamento dell'indice FTSE Italia all-share 135 e la prima cosa che si nota è come negli ultimi 15 anni il mercato azionario italiano sia stato caratterizzato da due grossi scossoni, la crisi del 2008 e gli anni 2010-2011.

La letteratura economica degli anni recenti ha largamente evidenziato le cause che hanno portato ad una crisi nel 2008, nello specifico, un inappropriato uso dei meccanismi di cartolarizzazione e l'esplosione del fenomeno dei derivati ha favorito la diffusione di questi accadimenti negativi, producendo un effetto domino che ha investito numerosi paesi dell'Unione Europea (compresa l'Italia). <sup>136</sup> In seguito a questa crisi, infatti, numerosi istituti di credito europei hanno fronteggiato gravi difficoltà e sono stati salvati da interventi pubblici registrando, nei paesi industrializzati, una variazione del Prodotto Interno Lordo (PIL) negativa. La crisi si è manifestata in tutta la sua gravità a partire dai primi giorni di luglio 2011, quando ha investito anche l'Italia (terza economia dell'Unione) il cui rendimento dei Btp decennali ha raggiunto livelli prossimi al 7 per cento, con il conseguente innalzamento del costo complessivo di rifinanziamento del debito pubblico. Il differenziale di rendimento rispetto al Bund tedesco (il cosiddetto spread) è passato in pochi mesi da valori inferiori ai 200 punti base a valori superiori ai 500 punti base (570 punti nel mese di novembre). 137

Secondo quanto detto fino ad ora, in questi anni di crisi e andamenti negativi dovrebbe esserci un alto numero di delisting.

Il grafico n.8 ci mostra l'andamento di questi ultimi negli anni, confrontandolo anche con le IPO che ci sono state.



Grafico n.8: Numero di IPO e Delisting nel periodo 2005-2018

Fonte: sito web Borsa Italiana

<sup>135</sup> L'indice FTSE Italia All-Share è un indice del mercato telematico azionario gestito da Borsa Italiana che dal 2009 sostituisce il Mibtel. È costituito dall'aggregazione di tutti gli elementi degli indici FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap e FTSE Italia Small Cap.

<sup>136</sup> Consob, Crisi finanziaria del 2007-2009, http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009.

<sup>&</sup>lt;sup>137</sup> Consob, La crisi del debito sovrano del 2010-2011, http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011.

In Italia, nel periodo osservato, la media di delisting annuali è pari a 15 (opposti a 19 IPO), con il picco raggiunto nel 2008 (18), i dati mostrano come la numerosità delle operazioni di delisting che avvengono ogni anno è piuttosto ridotta, cosa che rappresenta un'importante motivazione della poca attenzione che in Italia si riserva a questo fenomeno dal punto di vista scientifico. Con riferimento alle IPO, negli anni dove si è registrato il maggior numero di delisting (2008), si è avuto il secondo minor valore (7), con il picco raggiunto nel 2007 (33).

La continua evoluzione del mercato borsistico italiano la si può anche notare dal fatto che gli ultimi anni sono stati caratterizzati da un forte aumento di nuove quotazioni in borsa.

Quanto all'indice di numerosità dei casi di delisting rispetto al numero di società quotate a inizio anno la tabella n.5 mostra come questo dato si colloca sempre in un intervallo compreso tra il 3,5% e il 5,5%. È importante sottolineare che il dato è fortemente influenzato dalla definizione di revoca, definizione in questo caso generale che comprende tutte le revoche indistintamente dalla motivazione tecnica e le caratteristiche economiche che le caratterizzano.

Tabella n.5: Numerosità delisting rispetto al numero di società quotate a inizio anno nel periodo 2011-2015

N° delisting rispetto al n° di società quotate						
	2011	2012	2013	2014	2015	
società quotate	332	328	323	326	342	
società delistate	14	13	17	12	18	
rapporto	4,22%	3,96%	5,26%	3,68%	5,26%	

Fonte: elaborazione dati Borsa Italiana

Per la valutazione della relazione tra la frequenza dei delisting e l'andamento del listino dovrebbe essere calcolato il coefficiente di correlazione lineare r, il quale misura la relazione esistente tra due caratteri. In questo caso però il numero ridotto dei dati rappresenta un grosso limite all'utilizzo di questo modello, in quanto i risultati ottenuti sarebbero ben poco significativi e risulta quindi inutile il calcolo del sopra indicato coefficiente. Allo stesso tempo è stato calcolato il delta, differenza tra IPO e delisting di un determinato anno (tabella n.6), e messo a confronto con l'andamento del FTSE Italia all-share.

Tabella n.6: Calcolo del Delta come differenza tra IPO e Delisting

	IPO	Delisting	Delta
2005	19	15	4
2006	25	17	8
2007	33	16	17
2008	7	18	-11
2009	7	12	-5
2010	10	10	0
2011	9	14	-5
2012	6	13	-7
2013	17	17	0
2014	26	12	14
2015	28	17	11
2016	14	18	-4
2017	32	18	14
2018	32	15	17

Fonte: elaborazione dati Borsa Italiana

Risulta così facile notare come nel 2008, precedentemente menzionato come anno della crisi durante il quale c'è stato un forte andamento negativo del mercato borsistico, ci sia stato il minor delta tra quelli calcolati nella tabella, e quindi maggior numero di delisting e minor IPO, proprio come ci si aspettava, a conferma della teoria dell'*hot and cold market*.

Secondo questa teoria quindi è l'andamento del mercato ad influenzare il verificarsi di IPO e delisting; in realtà niente vieta di pensare al contrario, o meglio a due fattori che si influenzano l'un l'altro contemporaneamente. In effetti in seguito ad un'operazione di delisting il valore del titolo della società tende a rimanere basso, e all'aumentare del numero di delisting potrebbe subentrare anche un grado di sfiducia degli investitori verso il mercato, così da causare una diminuzione generale del valore azionario e una variazione negativa del FTSE Italia all-share.

### 3.3 Classificazione dei delisting in base alla motivazione tecnica

Oltre alla possibile correlazione tra la frequenza di delisting e l'andamento del mercato borsistico, un altro interessante aspetto da evidenziare è la distinzione tra delisting volontari e involontari in base alla relativa motivazione tecnica pubblicata da Borsa Italiana e di seguito elencate:

 Richiesta dell'emittente: caso in cui la società quotata italiana abbia trasferito la quotazione dei propri titoli dal mercato domestico ad un altro listino regolamentato, richiedendo l'esclusione a Borsa Italiana; è importante precisare che i dati riportati non forniscono informazioni sulle c.d. strategie di *cross-listing*, cioè quando una società richiede la quotazione presso uno o più listini aggiuntivi, mantenendo quella sul mercato domestico;

- Offerta pubblica di acquisto: conclusione di un OPA che conduce all'acquisizione dell'intero flottante comportando l'abbandono del listino da parte della società;
- Operazioni straordinarie: nella maggior parte dei casi si tratta di operazioni di fusione o
  acquisizione, con le quali o si va a creare una nuova società o una delle due viene incorporata
  dall'altra. Comunque in entrambi i casi ci sarà l'abbandono del listino di borsa da parte di una
  delle parti;
- Sussistenza di gravi condizioni: è il caso dei delisting involontari, nello specifico le motivazioni che portano alla sospensione, e successiva revoca del titolo, da parte di Borsa Italiana sono, principalmente: mancanza di divulgazione e diffusione di dati finanziari, il coinvolgimento della società nella procedura di fallimento o insolvenza, lo scioglimento dell'emittente e l'opinione negativa da parte del consulente istituzionale indipendente per due anni consecutivi, inoltre ci sono anche i requisiti sul capitale azionario e la sua quotazione sul mercato. 138

La suddivisione delle revoche da parte di Borsa Italiana in base alla motivazione tecnica è riportata nella tabella n.7

Tabella n.7: Ripartizione dei delisting avvenuti in Italia nel periodo 2011-2015 in base alla motivazione tecnica

MOTIVAZIONE TECNICA DEI DELISTING AVVENUTI IN ITALIA						
	2011	2012	2013	2014	2015	totale
numero delisting	14	13	17	12	18	74
motivazione tecnica						
operazioni straordinarie	0	4	2	4	7	17
opa	8	6	5	3	3	25
sussistenza gravi condizioni	6	3	10	4	7	30
richiesta dell'emittente	0	0	0	1	1	2
ripartizione percentuale						
operazioni straordinarie	0	31	12	33	39	23
opa	57	46	29	25	17	34
sussistenza gravi condizioni	43	23	59	33	39	41
richiesta dell'emittente	0	0	0	8	6	3

Fonte: sito web Borsa Italiana

<sup>&</sup>lt;sup>138</sup> Onesti, Angiola, Martini, Garzella, Muserra, Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore, FrancoAngeli, 2012.

Come si può facilmente notare dalla tabella, a prescindere dall'anno preso in considerazione, le motivazioni tecniche che causano il maggior numero di delisting sono la seconda e la terza e cioè la conclusione di un'OPA e la sussistenza di gravi condizioni, rispettivamente con il 34% e il 41% se viene considerato l'interno arco temporale dal 2011 al 2015.

Il maggior impatto percentuale delle Offerte Pubbliche di Acquisto si ha negli anni 2011-2012 con un'incidenza rispettivamente del 57% e 46%, e nella maggior parte dei casi si tratta di OPA volontaria, promossa quindi direttamente dal soggetto e non in seguito ad un'imposizione della legge<sup>139</sup>.

Interessante da notare è anche come sia sempre in maggior crescita il dato relativo alla sussistenza di gravi condizioni, sintomo che le società quotate abbiano sempre più difficoltà a rispettare quei requisiti che Borsa Italiana richiede al fine di garantire un regolare trading sui titoli.

Quella che negli anni continua ad essere un'importante ragione che porta le società quotate ad abbandonare il listino è sicuramente il compimento di operazioni straordinarie 140, che nella maggior parte dei casi si riferiscono ad operazioni di acquisizione e fusione<sup>141</sup>. Infine sono solo due i casi di delisting causati da una richiesta specifica dell'emittente, questo a sottolineare come, anche nel caso di quotazioni su più mercati regolamentati, l'abbandono di quello domestico sia alquanto improbabile e poco considerato dagli investitori.

In conclusione, è possibile affermare che ciò che sottolineano le evidenze empiriche, è una profonda preferenza, da parte dei soggetti promotori di delisting, verso le modalità tecniche più tutelate dal punto di vista normativo e che permettono di ridurre al minimo il possibile insorgere di controversie con gli azionisti di minoranza. Infatti, come previsto dal TUF<sup>142</sup>, l'esclusione dalle negoziazioni può essere richiesta purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori. 143

Un altro aspetto da considerare per spiegare questa forte preferenza verso l'OPA è rappresentato dal maggior guadagno futuro che l'azionista di maggioranza potrebbe avere. Spesso, infatti, gli azionisti di minoranza tendono a confrontare il prezzo offerto con le performance della società nel recente passato, e questo porta, nella maggior parte dei casi, ad accettare un'offerta apparentemente allettante e permette all'azionista di maggioranza un maggior guadagno futuro. Quello che in realtà andrebbe fatto è

<sup>139</sup> Opa obbligatoria.

<sup>&</sup>lt;sup>140</sup> Operazioni realizzate al di fuori della gestione ordinaria delle s. per diverse ragioni, come la modifica della struttura o della forma giuridica dell'impresa, il trasferimento della titolarità dell'azienda o del controllo dell'impresa, ovvero la liquidazione dell'azienda per procedere alla chiusura (Investopedia).

<sup>&</sup>lt;sup>141</sup> Con l'acquisizione, una società diventa proprietaria di un'altra, ad esempio attraverso l'acquisto di azioni. La differenza sostanziale con la fusione è che nell'acquisizione le società incorporata e quella incorporante mantengono le proprie strutture giuridiche, mentre nel caso della fusione si crea una struttura unitaria. In alcuni casi, però, all'acquisizione può seguire la fusione, per eseguire un'incorporazione completa.

<sup>142</sup> Art.133.

<sup>&</sup>lt;sup>143</sup> Juan Dempere, Going-private transaction of financial institutions: a statistical analysis, VDM Verlag Dr. Muller, 2009.

guardare al futuro e chiedersi quanto la società varrà prossimamente così da accettare l'offerta quando il prezzo rispecchia realmente il valore della società. 144

# 3.4 Analisi empirica sui rendimenti anomali cumulati

In questo paragrafo l'attenzione sarà posta sui rendimenti anomali<sup>145</sup>, cioè quella parte dei rendimenti che è plausibile ritenere conseguenza dell'annuncio di un'operazione di delisting.

Come analizzato in precedenza, il mercato azionario italiano è caratterizzato da un gran numero di società che sono ampiamente controllate e nella maggior parte dei casi questo controllo è in mano ad un nucleo familiare, e tutto ciò ha effetti anche sui rendimenti anomali che si misurano a cavallo di un annuncio di delisting.

Poiché gli azionisti di controllo godono già dei vantaggi privati del controllo quando una società è quotata, è improbabile che pagheranno premi elevati per eliminare gli investitori di minoranza e rendere private le loro società. Tuttavia, per cancellare dal listino una società, gli azionisti di controllo devono convincere gli azionisti di minoranza a vendere loro le azioni che detengono. Questo di solito significa pagare un premio sul prezzo di mercato per acquistare le quote degli investitori di minoranza; in caso contrario nessuno accetterà l'offerta.<sup>146</sup>

Queste considerazioni portano alla formulazione di un'ipotesi:

 a) Ipotesi 1 (espropriazione da parte degli azionisti di controllo): rispetto ad altri delisting, quelli gestiti da azionisti di controllo mostrano rendimenti anormali più bassi intorno agli annunci relativi alle transazioni;

Le famiglie e i singoli investitori apprezzano, più di ogni altro tipo di azionista, avere il controllo della società, poiché concede loro la possibilità di disporre di diversi benefici. Le famiglie sono anche molto avverse al rischio quando si tratta di potenziali minacce al loro controllo, come documentato dalla loro riluttanza ad avviare acquisizioni che possono diluire il loro controllo. Poiché le famiglie apprezzano così tanto il controllo, tenderanno a sfruttare le informazioni private a loro vantaggio. Queste

<sup>&</sup>lt;sup>144</sup> Cfr. caso Rinascente (https://www.lavoce.info/archives/27509/attenti-allopa-per-delisting/).

<sup>&</sup>lt;sup>145</sup> Nel mondo finanziario, i rendimenti anomali sono rendimenti effettivi che variano dai rendimenti attesi su titoli e altri strumenti finanziari, Investopedia.

<sup>&</sup>lt;sup>146</sup> Croci, Del Giudice, Delistings, controlling shareholders, and firm performance in Europe, European Financial Management, 2011.

considerazioni, che si aggiungono a quelle discusse per l'ipotesi 1, portano alla formulazione della seconda ipotesi:

b) Ipotesi 2 (ruolo del controllo familiare): rispetto ad altri delisting, quelli effettuati dagli azionisti della famiglia mostrano rendimenti anormali inferiori. 147

Per verificare l'impatto che il livello di concentrazione societaria ed altri aspetti relativi all'impresa hanno sui rendimenti anomali è stato effettuato uno studio riguardante i delisting volontari avvenuti in Italia dal 2011 al 2015.

Per prima cosa dal database di Borsa Italiana sono state prese le società che hanno effettuato operazioni di delisting dal 2011 al 2015 e sono riportate nella tabella n.8<sup>148</sup>

Tabella n.8: Società italiane oggetto di delisting volontari nel periodo 2011-2015

2011	2012
ERG RENEW	BENETTON GROUP
GEWISS	GRUPPO MINERALI MAFFEI
GRANITIFIANDRE	BUONGIORNO
GRUPPO COIN	EDISON
SOCOTHERM	TERNIGREEN
FASTWEB	GREENVISION AMBIENTE
BULGARI	
2013	2014
ACEGAS-APS	POLTRONA FRAU
MERIDIANA FLY	CDC POINT
AREA IMPIANTI	INDESIT COMPANY
RCF GROUP	ANTICHI PELLETTIERI
MARCOLIN	MONTEFIBRE
CAM-FIN	COBRA

<sup>&</sup>lt;sup>147</sup> Croci, Del Giudice, Delistings, controlling shareholders, and firm performance in Europe, European Financial Management, 2011.

----

81

<sup>&</sup>lt;sup>148</sup> Sono state considerate solo le società oggetto di delisting volontari per le quali erano disponibili i dati.

### 2015

MICROSPORE
WORLD DUTY FREE
VIANINI LAVORI
TELECOM ITALIA MEDIA
AEROPORTO DI FIRENZE

Il secondo passo è stato poi il calcolo dei rendimenti per gli azionisti in termini di CAR (Cumulative Abnormal Returns)<sup>149</sup> considerando una finestra temporale di [-30; +30] intorno all'annuncio pubblico di delisting. Per il calcolo del CAR il primo passo da compiere è la stima del rendimento atteso del titolo, che utilizzando la formula del CAPM, è pari a:

$$E R_i = Rf + \beta_i (Rm - Rf)$$

Dove:

 $E(R_i)$  = rendimento atteso del titolo

Rf = tasso risk free

 $B_i$  = beta del titolo

(Rm-Rf) = Risk premium

Dopo aver inserito tutti i dati<sup>150</sup> nella formula del CAPM e, quindi, scoperto i rendimenti attesi giornalieri nella finestra oggetto di studio per ciascuna impresa, questi valori sono stati sottratti al rendimento effettivo preso dalla banca dati Datastream<sup>151</sup>, al fine di ricavare il rendimento anomalo. Successivamente, il CAR è pari alla somma di tutti i rendimenti anomali calcolati giornalmente.

<sup>149</sup> Somma dei rendimenti anomali di un titolo in un dato orizzonte temporale.

<sup>&</sup>lt;sup>150</sup> I dati sono stati ricavati utilizzando le piattaforme Bloomberg e Datastream.

<sup>&</sup>lt;sup>151</sup> Datastream è una piattaforma di dati finanziari e macroeconomici globali che fornisce dati su azioni, indici di borsa, valute, fondamentali societari, titoli a reddito fisso e indicatori economici chiave per 175 paesi e 60 mercati.

Dopo aver definito il calcolo dei rendimenti anomali, ora il focus passa sul modello da sviluppare, che è una regressione lineare multipla che permette di analizzare gli impatti dei relativi regressori sui CAR. La variabile dipendente  $(y_i)$  è costituita dai CAR appena analizzati, le variabili indipendenti  $(x_i)$ , anche detti regressori, che sono state utilizzate sono:

- Total assets: importo totale delle attività possedute dalla società. Le attività sono elementi di valore economico, che vengono spesi nel tempo per produrre un guadagno per il proprietario;
- Assets tangibili: un'attività materiale è un'attività che ha un valore monetario finito e di solito una forma fisica (espressi in percentuale dei total assets);
- Stock performance: rappresenta la performance del titolo durante l'anno precedente l'annuncio di delisting;
- LTIR: tasso di interesse sui titoli di Stato decennali nella data di annuncio dell'operazione;
- ROA: Return On Assets è un indice che misura la redditività del capitale investito da un'impresa, viene calcolato come rapporto tra utile corrente e totale dell'attivo deducibile dallo Stato Patrimoniale.
- Copro: rappresenta la proprietà detenuta dagli azionisti di controllo nel momento dell'annuncio di delisting.<sup>152</sup>

I dati relativi a queste variabili sono stati presi dalle banche dati Orbis<sup>153</sup> e Datastream<sup>154</sup>.

Pertanto, la formalizzazione di questo modello di regressione lineare multipla è definita come segue:

$$y_i$$
=  $\alpha_i$  +  $\beta_1 Total$  assets +  $\beta_2 Assets$  tangibili +  $\beta_3 Stock$  performance +  $\beta_4 LTIR$  +  $\beta_5 ROA$  +  $\beta_6 Copro$  +  $\varepsilon$ 

<sup>&</sup>lt;sup>152</sup> I total assets, assets tangibili e ROA si riferiscono al termine dell'anno precedente il delisting.

<sup>&</sup>lt;sup>153</sup> Banca dati di analisi finanziaria e anagrafica relativa a circa 180 milioni di società di capitali, di persone, banche e assicurazioni di tutto il mondo (https://neworbis.bvdinfo.com/).

<sup>&</sup>lt;sup>154</sup> Cfr. nota 22.

L'ipotesi da sostenere in questo paragrafo è la relazione negativa tra il rendimento per le minoranze e la percentuale di proprietà detenuta dagli azionisti di controllo e quindi ci si aspetta che le minoranze vengano influenzate negativamente, in termini di rendimenti anomali, con l'aumento della percentuale di proprietà degli azionisti di controllo. Il motivo può essere spiegato dalla minore possibilità delle minoranze di impedire l'operazione di delisting, poiché il controllo degli azionisti, all'aumentare della loro proprietà, incontra meno ostacoli, a causa della loro significativa presenza, in termini di voto, sia nell'assemblea generale che nel consiglio di amministrazione. <sup>155</sup>

La tabella seguente mostra i risultati della regressione sui CAR.

Variabili	Coefficienti	Errore standard	Stat t	p-value
Intercetta	0,39971	0,254849681	1,5684	0,1304
<b>Total assets</b>	-0,0007	0,0003	-1,9521	0,0632
Assets tangibili	0,3239	0,4316686	0,75023	0,4607
Stock performance	-0,065351	0,0817399	-2,7995	0,05018
LTIR	6,83459	4,6822955	1,4597	0,15791
ROA	-0,1244	0,175830061	0,7079	0,4861
Copro	-0,7810	0,408846295	-2,110	0,036
$R^2$	0,28		N° Osservazi	oni <sup>156</sup> 30

Da una prima occhiata alla tabella, è possibile osservare che l'ipotesi è stata verificata, poiché esiste un rapporto negativo tra il rendimento cumulativo anormale e la percentuale di proprietà da parte degli azionisti di controllo prima dell'annuncio pubblico del delisting volontario. Il p-value (valore di

.

<sup>&</sup>lt;sup>155</sup> Croci, Del Giudice, Delistings, controlling shareholders, and firm performance in Europe, European Financial Management, 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>156</sup> Indica il numero di società prese in considerazione.

significatività) e la statistica t ne sottolineano anche la significatività<sup>157</sup>. Questo risultato comporta implicazioni rilevanti per gli azionisti di minoranza, per comprendere meglio e persino prevedere il range del loro premio in caso di annuncio pubblico di delisting: più le maggioranze hanno in termini di proprietà, meno le minoranze guadagnano dal delisting.

Un altro dato osservabile dalla tabella è che i CAR sono maggiori per le società con una stock performance negativa, questo a supporto dell'ipotesi di sottovalutazione del titolo. Ciò è particolarmente comune nelle piccole società quotate che incontrano difficoltà ad attrarre l'interesse degli investitori istituzionali e quindi i prezzi delle loro azioni hanno maggiori probabilità di rimanere bassi.

A registrare rendimenti anomali maggiori sono, non solo le imprese sottovalutate, ma anche quelle di dimensioni minori, come emerso già in seguito agli studi di Geranio e Zanotti (2012)<sup>158</sup>. Per quanto riguarda il ROA e il tasso di interesse sui titoli di Stato decennali dall'analisi effettuata il risultato ottenuto non risulta essere statisticamente significativo e quindi non forniscono alcuna osservazione aggiuntiva da fare.

## 3.5 Risultati finali in base alle evidenze empiriche

I diversi studi empirici riportati in questo capitolo hanno mostrato come il delisting non sia un fenomeno particolarmente rilevante in Italia, questo perché, nonostante l'espansione del mercato azionario italiano avvenuta negli ultimi anni, quest'ultimo resta sempre di dimensioni ridotte se paragonato a mercati come gli Stati Uniti o UK.

È proprio l'andamento del mercato ad influenzare il verificarsi di delisting, infatti, come sostenuto dalla teoria dell'*hot and cold market*, in periodi in cui si è registrato un andamento positivo ci sono stati pochi delisting; il contrario è avvenuto quando il mercato ha registrato momenti di recessione ed andamento negativo. Questo perché, specialmente nei periodi critici, il mercato è incapace di valorizzare i titoli in base alle prospettive future, e preferisce titoli in grado di ripagare in breve termine gli investimenti effettuati, e ciò porta le società fortemente sottovalutate ad abbandonare la quotazione. Le crisi finanziarie hanno due effetti principali e opposti sui delisting volontari: in primo luogo, abbassano il prezzo delle azioni delle società quotate, riducendo il costo di una potenziale offerta pubblica di acquisto e quindi permettendo di acquisire la minoranza fronteggiando un basso costo, con

ipotesi è supportata dall'evidenza empirica

<sup>&</sup>lt;sup>157</sup> Il p-value e la statistica t sono due test di ipotesi e consentono di verificare se, e in quale misura, una determinata ipotesi è supportata dall'evidenza empirica.

<sup>&</sup>lt;sup>158</sup> Geranio, Zanotti, Equity markets do not fit all: an analysis of Public-to-Private deals in continental Europe, Research, 2012.

maggiori guadagni potenziali in futuro. D'altra parte, raccogliere i fondi necessari per un buyout diventa estremamente difficile, il che influisce negativamente sulla probabilità di un delisting volontario. In tali circostanze gli azionisti di controllo possono svolgere un ruolo ancora maggiore in quanto promotori di operazioni di delisting, ed è proprio ciò che avviene in Italia.

Successivamente, l'analisi empirica si è spostata sulla classificazione dei delisting in base alle motivazioni tecniche registrate da Borsa Italiana e si è visto come gli investitori preferiscano uscire dal listino utilizzando gli strumenti cosiddetti tradizionali come le offerte pubbliche d'acquisto, che sono ben tutelate dal punto di vista normativo e permettono di evitare l'insorgere di controversie, dando agli investitori, come visto in precedenza, maggiori possibilità speculative. Da non sottovalutare è anche il dato riguardante i delisting causati dalla sussistenza di gravi condizioni, infatti questo è un dato che continua ad aumentare, il che significa che Borsa Italiana richiede requisiti sempre più stringenti alle società per permettere un regolare trading sul mercato azionario, avvicinandosi sempre di più a quelli che sono i maggiori mercati a livello mondiale.

Un'ulteriore osservazione può essere fatta analizzando il dato relativo ai delisting avvenuti in seguito ad una richiesta esplicita dell'emittente; la situazione, verificatasi in soli 2 casi, fa comprendere come le società italiane non adottino mai l'idea di abbandonare il mercato domestico, e, allo stesso tempo, come l'attrattività del mercato italiano per le società straniere sia davvero molto bassa e marginale.

Infine sono stati analizzati i rendimenti anomali a cavallo dell'annuncio pubblico di delisting e si è scoperto che i CAR sono negativamente correlati al grado di concentrazione della proprietà. Questo supporta la teoria dei costi d'agenzia ed è anche coerente con l'idea che i CAR siano una misura di accordo tra investitori e gestori sulla redditività dell'azienda. La motivazione di questo "sconto" sembra derivare dal fatto che colui che acquisisce non deve pagare un premio per il controllo, che invece sarebbe implicito nell'offerta di un altro acquirente e inoltre egli gode di un vantaggio strategico: l'assenza di concorrenti. Dalle analisi effettuate risulta inoltre che la reazione del mercato intorno all'annuncio è negativamente correlata all'andamento del prezzo delle azioni della società prima dell'annuncio, a sostegno dell'ipotesi che le imprese siano sottovalutate e possano trarre grandi benefici abbandonando il mercato borsistico. In quest'ultimo caso il delisting sembra essere l'operazione più opportuna, anche perché per la società potrebbe non essere il momento giusto per la quotazione e dovrebbe, magari, aspettare di crescere ulteriormente in modo da rendere ancora più percepibile il proprio valore.

Ciò che comunque emerge da questi studi empirici è una profonda differenza del fenomeno rispetto a mercati fortemente più sviluppati come per esempio gli Stati Uniti. In questi mercati infatti, a differenza

-

<sup>&</sup>lt;sup>159</sup> Croci, Del Giudice, Ownership, family control, LBOs, and country effects: an analysis of European going-private transaction, Paper, 2010.

dell'Italia, c'è un forte uso di tecniche diverse per il delisting come il Leveraged buy-out (LBO) e soprattutto sono molto più comuni le società ad azionariato diffuso il che comporta maggiori rendimenti anomali a cavallo dell'annuncio pubblico di delisting. Un altro aspetto importante che differenzia il mercato italiano da quello americano sono le performance post delisting. Infatti le operazioni di delisting che avvengono nel listino italiano, essendo nella maggior parte dei casi condotte dall'azionista di controllo, presentano, nel periodo successivo al delisting, delle performance operative migliori rispetto alle società statunitensi, questo perché l'azionista che da anni ha un peso importante nella società, conosce meglio, rispetto ad un investitore esterno, i meccanismi di gestione interna e i piani di sviluppo migliori per la società. 160

-

<sup>&</sup>lt;sup>160</sup> Equity markets do not fit all: an analysis of Public-to-Private deals in continental Europe; Delistings, controlling shareholders, and firm performance in Europe, Croci, Del Giudice, 2011; Ownership, family control, LBOs, and country effects: an analysis of European going-private transaction, Croci, Del Giudice, 2010.

# **CONCLUSIONI**

Con questo lavoro si è cercato di colmare il forte vuoto lasciato dagli studi e della letteratura sul tema del delisting, fenomeno sempre più comune nei mercati di tutto il mondo. Proprio questa mancanza di studi a riguardo, ha fatto sì che oggi ci siano ancora molti lati sconosciuti e aspetti non molto chiari sulle modalità e gli effetti del delisting.

La proposta di questo lavoro è duplice. Innanzitutto, sono state riunite e riorganizzate le più recenti ricerche teoriche ed empiriche sul delisting. In secondo luogo, è stato descritto da un punto di vista qualitativo e quantitativo il fenomeno italiano, scarsamente analizzato nei lavori precedenti.

L'importanza di uno studio volto a colmare il divario dottrinale su questo argomento è stata accresciuta dall'osservazione che il processo di delisting è estremamente eterogeneo perché dipende da una varietà di elementi come le condizioni macroeconomiche, i regolamenti dei mercati e la governance dell'impresa. Pertanto, essendo il mercato italiano completamente diverso da quello statunitense, non è possibile utilizzare studi e modelli basati su mercati diversi da quello italiano.

Il fenomeno è sorto nei primi anni '80 negli Stati Uniti e, sin dalla sua comparsa, i mercati di tutto il mondo hanno subito diverse ondate di delisting. Nell'analisi della letteratura si è cercato di fornire una descrizione dei macro-elementi che aumentano il verificarsi di delisting, come:

- Introduzione di regolamenti più severi
- Attività delle imprese di private equity
- Aumento dei costi di quotazione
- Problemi di liquidità
- Sottovalutazione delle società

Proprio dall'ipotesi di regolamenti più severi è possibile trarre una prima importante conclusione. Infatti, le leggi europee, più severe rispetto a quelle statunitensi, rendono il processo di delisting più costoso per gli azionisti di controllo, e questa potrebbe essere una prima ragione del motivo per cui in Europa il fenomeno è molto più contenuto.

Quindi, tenendo conto di quanto appena detto, per arginare il fenomeno del delisting, paesi come gli Stati Uniti potrebbero adottare normative più stringenti in modo da permettere all'azionista di minoranza di essere tutelato maggiormente, e all'azionista di controllo di dover fronteggiare maggiori costi. Questo è proprio quello che in parte è stato fatto con l'introduzione del Sarbanes-Oxley Act, il quale, se da un lato ha migliorato la trasparenza e la valutazione della società, dall'altro ha introdotto

pesanti costi in capo alle società quotate, costi che spesso riducevano il livello dei benefici dell'essere quotati al di sotto del livello dei costi. Per ovviare a quest'ulteriore problema, una possibile soluzione potrebbe essere prevedere il rispetto degli obblighi informativi del SOX soltanto alle società che superano una determinata soglia di fatturato, oppure, prevedere ampi benefici fiscali per chi rispetta la legge federale (SOX).

Analizzando le cause che portano le società ad abbandonare il mercato azionario, è interessante notare come queste si rispecchino nelle caratteristiche del mercato. Con l'analisi fatta in questo lavoro, è emerso come nel mercato italiano i costi derivanti dalla teoria dell'agenzia siano totalmente diversi da quelli del mercato americano. La differenza deriva dal fatto che in Italia c'è una forte concentrazione proprietaria e l'azionista di controllo, nella maggior parte dei casi, detiene un'ampia quota di capitale; gli Stati Uniti, al contrario, sono caratterizzati dalla presenza di un azionariato diffuso. Questa opposta divisione proprietaria porta l'insorgere di costi dovuti a motivi differenti: in Italia è importante regolare il rapporto azionisti di maggioranza – azionisti di minoranza per evitare pesanti costi, negli USA da tener d'occhio è, invece, il rapporto tra il manager e gli azionisti, in quanto il possibile perseguimento di interessi personali da parte dei due soggetti porterebbe la società a dover fronteggiare costi inaspettati.

Come è emerso da questo lavoro, un altro importante fattore, che porta spesso le società a decidere di abbandonare il mercato azionario, è la sottovalutazione. In effetti, spesso il mercato non comprende a pieno quelle che sono le potenzialità di un'impresa e il suo valore azionario non rispecchia il vero valore aziendale. In questo caso le società possono decidere di abbandonare il mercato azionario in quanto non riescono ad attrarre investitori. Quanto appena detto è stato confermato anche dall'analisi di regressione presente nel terzo capitolo, con la stock performance che ha un impatto negativo sui rendimenti anomali a cavallo dell'annuncio pubblico di delisting, a sottolineare che quando una società abbandona il mercato azionario si aspetta un miglioramento delle proprie performance nel prossimo futuro.

Successivamente, il lavoro si è concentrato sulle modalità con le quali una società effettua un'operazione di delisting. In particolare, l'analisi si è incentrata sul delisting volontario, analizzando comunque anche gli aspetti principali di un delisting involontario.

Proprio a riguardo del delisting involontario può essere fatta una prima osservazione: il mercato italiano è caratterizzato da un numero molto esiguo di casi di delisting involontario, a differenza dell'alto numero presente negli USA. È facilmente intuibile che ciò è causato dalle regole di quotazione, le quali sono molto più severe nel mercato statunitense e relativamente "permissive" in quello italiano. In realtà questo potrebbe essere sia un aspetto positivo che negativo, meno regole

implicano meno delisting e quindi più società quotate, ma meno regole possono comportare anche più casi di comportamento inappropriato e forti perdite degli investitori.

Su questo argomento il presente lavoro esprime un forte pensiero riguardo la modalità da seguire: mercati in fase di sviluppo hanno bisogno di aumentare la concorrenza interna e quindi in questo caso sarebbero preferibili regole meno stringenti; al contrario, in mercati ormai saturi normative molto stringenti sono quasi indispensabili per permettere quel "ricambio generazionale" tra società che è alla base della sopravvivenza di un mercato.

Ritornando al delisting volontario, tema centrale di questo lavoro, ciò che emerge dal lavoro empirico del terzo capitolo ed anche dalla letteratura è la forte predominanza dell'offerta pubblica di acquisto (OPA) tra i meccanismi utilizzati per il delisting. A differenza infatti del mercato statunitense, dove nella maggior parte dei casi ci si trova di fronte a leveraged buy-out (LBO), in Italia l'azionista di controllo utilizza nella maggior parte dei casi l'OPA obbligatoria o volontaria. Confrontando quanto detto dalla letteratura con le evidenze empiriche, questo lavoro arriva ad una possibile spiegazione a riguardo. Alla base di tutto, infatti, potrebbe esserci il grado di sviluppo dei fondi di private equity. Spesso, le operazioni di LBO vengo rese possibili proprio da fondi di private equity, e il loro grado di sviluppo nel mercato italiano è molto contenuto e molto più basso rispetto al grado di sviluppo che questi fondi hanno in mercati come quello degli Stati Uniti ed appunto questo potrebbe aver portato negli anni ad utilizzare raramente il LBO come meccanismo per il delisting.

Inoltre, è importante ricordare che nei mercati americani le società che escono dal mercato azionario e cancellano la registrazione hanno ancora l'opportunità di continuare a commerciare in mercati non regolamentati, come il Pink Sheet. Questo lavoro sottolinea come questo sia un elemento che dovrebbe essere preso in maggiore considerazione nella valutazione del fenomeno perché significa che nel caso di transazioni *going dark*, le società hanno la possibilità di mantenere alcuni vantaggi derivanti dallo status pubblico, senza essere soggetti ai costi di conformità nei confronti delle normative.

Infine, nel terzo capitolo, è stato analizzato il fenomeno del delisting in Italia, in primis, soffermandosi su quelle che sono le caratteristiche del sistema economico italiano e del mercato azionario, per poi passare in rassegna i casi di delisting avvenuti in Italia dal 2011 al 2015.

Nonostante un campione abbastanza ridotto, il presente lavoro ha confermato la teoria dell'hot and cold market, secondo la quale in periodi di andamento negativo del mercato azionario il numero di delisting aumenta. In realtà, a tal riguardo è importante fare una precisazione, perché è sì vero che l'andamento del listino e il numero di delisting sono correlati, ma non è ben chiaro quale dei due sia ad influenzare il verificarsi dell'altro; a tal proposito, il pensiero espresso in questo lavoro è quello di due fattori che si influenzano l'un l'altro e proseguono di pari passo.

L'obiettivo principale dell'analisi empirica è stato quello di analizzare i rendimenti anomali a cavallo dell'annuncio pubblico di delisting, e questo è avvenuto attraverso una regressione. Nello specifico, è risultato che la percentuale di proprietà dell'azionista di controllo, nel momento precedente l'annuncio di delisting, ha un effetto negativo sui CAR. I motivi di tale risultato possono essere diversi: la teoria dei costi di agenzia, lo "sconto" dovuto al non dover pagare alcun premio per il controllo, e il non aver concorrenti. L'opinione a tal riguardo è che sicuramente tutti questi fattori portano al risultato espresso precedentemente, ma ciò che più di tutto può portare paesi come l'Italia a registrare questo tipo di risultati è proprio il tessuto imprenditoriale e la propensione al rischio della popolazione. L'Italia, infatti, è caratterizzata principalmente da imprese a conduzione familiare; e mentre le famiglie cercano sempre di accentrare il potere nelle proprie mani, i singoli investitori sanno di non poter mai raggiungere posizioni di controllo, e così preferiscono cedere le proprie azioni anche se il prezzo offerto non li soddisfa pienamente.

# **BIBLIOGRAFIA**

ACHLEITNER ET AL, Value creation drivers in private equity buyouts: empirical evidence from Europe, Paper, 2010.

ALLEN, Minority shareholders' rights to be beefed up, Financial Times, 20 April 2014.

ARPING, SAUTNER, *The Effect of Corporate Governance Regulation on Transparency: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Report, 2010.

BAKER, KENNEDY, Survivorship and the economic grim reaper, Paper, 2002.

BECKER, POLLET, The decision to go private, Paper, 2008.

BETTINELLI ET AL, Going private in Italy. Characteristics and motivations of PtP transaction, Paper, 2011.

BHARATH, DITTMAR, Why do firms use private equity to opt out of public markets, Research, 2010.

BLACK JR., *Perché le società scelgono Delaware*, Dipartimento di Stato del Delaware, Division of Corporations, 2007.

BORSA ITALIANA, *Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*, https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/nuovipdf/reg-bit/regbitexavviso10349.pdf, 2014.

BRUDNEY, A Note on "Going Private", Virginia Law Review, Vol. 61, n°5, 1975.

BURKART, PANUNZI, mandatory bids, squeeze-out, sell-out and the dynamics of the tender offer process, ECGI Working Paper Series in Law n° 10, 2003.

BUTLER, RIBSTEING, The Sarbanes-Oxley debacle, Paper, 2006.

CAPRIGLIONE, Manuale di diritto bancario e finanziario, Cedam, 2015.

CHAPLINSKY, RAMCHAND, What drives delistings of foreign firms from U.S.Exchanges?, Research, 2012.

CHEMMANUR, FULGHIERI, A theory of the going public decision, Report, 2003.

CHEN, SCHODERNEK, *The role of accounting information in security exchange delisting*, Paper, 1999.

CHHAOCHHARIA, GRINSTEIN, Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules, The Journal of Finance, 2007.

CHIAPPETTA, Diritto del governo societario, Cedam, 2017.

CLIFFORD CHANGE, *Una guida alle acquisizioni negli Stati Uniti*, Clifford Change Europe LLP, 2010.

CONSOB, Testo Unico della Finanza.

CONSOB, *Crisi finanziaria del 2007-2009*, http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009.

CONSOB, *La crisi del debito sovrano del 2010-2011*, http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011.

CROCI, DEL GIUDICE, *Delistings, controlling shareholders, and firm performance in Europe*, European Financial Management, 2011.

CROCI, DEL GIUDICE, *Ownership structure*, family control, and acquisition decisions, Paper, 2011.

CROCI, DEL GIUDICE, Ownership, Family Control, LBOs, and Country Effects: An Analysis of European Going-Private Transactions, Paper, 2010.

DAUGHERTY, GEORGIEVA, Foreign cultures, Sarbanes-Oxley Act and cross-delisting, Paper, 2011.

DEL GIUDICE, Going private transaction. Perchè le società abbandonano la Borsa, Franco Angeli, 2012.

DEMPERE, Going-private transaction of financial institutions: a statistical analysis, VDM Verlag Dr. Muller, 2009.

DJAMA, What's to Know About Delistings? A Survey of the Literature, Paper, 2012.

EDWARDS, *La direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto*, European Company and Financial Law Review, 2004.

EHRHARDT, NOWARK, *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation – Empirical Evidence from IPOs of German Family-Owned Firms*, CFS Working Paper n° 61, 2001.

ENRIQUES, Le regole della finanza. Diritto societario e mercato in Italia e in Europa, IBL Libri, 2012.

ERRUNZA, LOSQ, International asset pricing under mild segmentation: theory and test, Research, 1985.

FACCIO, LANG, The ultimate shareholdership of western european corporations, Report, 2002.

FARRIS, "Going Dark" - Voluntary Delisting and Deregistration under the Securities Exchange Act of 1934 - The Attractions of the "Dark Side, Dorsey, 2009.

FERRARINI, HOPT, WINTER, WYMEERSCH, *Reforming Company and Takevoer Law in Europe*, Oxford University Press, 2004.

FIDANZA, MORRESI, PEZZI, *The decision to delist from the Stock Market: Theory and Empirical Evidence of Going Private*, Palgrave macmillan, 2018.

FOERSTER, KAROLYI, *The effect of market segmentation and investor recognition on asset prices*, Report, 1999.

FRANCESCHI, BONAVENTURA, Leveraged buy-out e crisi d'impresa: profili economico aziendalistici, EDUCatt, 2018.

GENKIN, Going dark considerations, process and timing, Blankrome, 2010.

GERANIO, ZANOTTI, Equity markets do not fit all: an analysis of Public-to-Private deals in continental Europe, Research, 2012.

GERANIO, I delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze, Newfin Working Paper, 2004.

GILSON, Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy, European Corporate Governance Institute, 2005.

GILSON, KRAAKMAN, Delaware's Intermediate Standards for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?, The Business Lawyer, 1989.

GUPTA, Economic and business environment, Paper, 2013.

HANA ROHACKOVA, Cross-listing of central european countries, Paper, 2010.

ILIEV, The Effect of the Sarbanes—Oxley Act (Section 404) Management's Report on Audit Fees, Accruals and Stock Returns, Report, 2007.

ISTITUTE OF INTERNAL AUDITOR, *IIA Research SOX Looking at the Benefits*, IIA Research, 2005.

JENSEN, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, Paper, 1986.

JOHNSTON, *The European Takeover Directive: Ruined by protectionism or respecting diversity?*, Company Lawyer, Vol. 25, 2004.

KIM, LYN, Going private: corporate restructuring under information asymmetry and agency problems, Report, 1991.

LEUZ ET AL, Why do firms go dark? Causes and consequences of voluntary SEC deregistration, Paper, 2008.

LOUGHRAN, RITTER: initial public offerings: international insights, Paper, 1994.

LYONS, Fairness in Freezeout Transactions: Observations on Coping with Going Private Problems, Kentucky Law Journal, Vol. 69, 1980.

MACEY, O'HARA: Down and out in the stock market. The law and Economics of the delisting process, Research, 2008.

MAGNUSON, Regolamento sulle acquisizioni negli Stati Uniti e in Europa: un approccio istituzionale, Pace International Law Review, 2009.

MAGNUSON, *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*, Pace International Law Review, 2009.

MALBERTI, SIRONI, *The Mandatory Representation of Minority Shareholders on the Board of Directors of Italian Listed Corporations: An Empirical Analysis*, Bocconi Legal Studies Research Paper, n° 18.

MARTINEZ, SERVE, DJAMA, Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda, Research, 2015.

MEHRAN, PERISTIANI, Financial visibility and the decision to go private, Paper, 2009.

MICHAEL JENSEN, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, Paper, 1976.

MITCHELL, MULHERIN, *The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity*, Report, 1996.

MUKWIRI, *Takeovers and incidental protection of minority shareholders*, European Company and Financial Law Review, Vol. 10, 2013.

MULLER, PANUNZI, *Tender Offers and Leverage*, The Quarterly Journal of Economics, n° 4, 2004. NGUYEN, *What are the rules behind the delisting of a stock?*, Investopedia, 2018.

ONESTI, ANGIOLA, MARTINI, GARZELLA, MUSERRA, Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore, FrancoAngeli, 2012.

RENNEBOOG, SIMONS, Public-to-Private Transaction, Paper, 2005.

RIGHINI, Behavioural law and economics, FrancoAngeli, 2012.

ROMANO, Strategie aziendali e quotazione in borsa, Giuffrè editore, 2012.

SANGER, PETERSON, An empirical analysis of common stock delistings, Paper, 1990.

SHAH, THAKOR, *Private versus public ownership: investment,ownership distribution and optimality*, Report, 1988.

SKAIFE, COLLINS, KINNEY, LAFOND, *The Effect of Internal Control Deficiencies on Firm Risk and Cost of Capital*, Research, 2006.

VENTORUZZO, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals, Paper, 2010.

VITALE, Il ruolo del capitale di rischio nel finanziamento delle pmi italiane, Paper, 2002.

WEIR ET AL, Incentive effects, monitoring mechanisms and the market for corporate control: an analysis of the factors afecting public to private transactions in the UK, Research, 2005.

WITMER, Why do firm cross-delist? An examination of the determinants and effects of cross-delisting, Research, 2005.

WYCKAERT, GEENS, Cross-Border Mergers and Minority Protection: An Open-ended Harmonization, Utrecht Law Review, 2008.

YARROW, Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process, Journal of Industrial Economics, Vol. 34, 1985.

YOU, Why Do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market?, Paper, 2012.

# **SITOGRAFIA**

www.borsaitaliana.it
www.Consob.it
www.investopedia.com
orbis.bvdinfo.com
www.bloomberg.com
www.ilsole24ore.com
www.corporatefinanceinstitute.com
www.corriere.it
www.dirittobancario.it
www.repubblica.it
www.gazzettaufficiale.it
www.thomsonreuters.com
www.wallstreetitalia.com
www.yahoofinance.it
www.nyse.com
www.borse.it
www.milanofinanza.it
www.money.it
www.finanza.com
www.investing.com

# **SINTESI**

# IL DELISTING DELLE SOCIETÀ QUOTATE: ANALISI TEORICA ED EVIDENZE EMPIRICHE NEL MERCATO ITALIANO

"Con il termine *delisting* si indica la cancellazione di un titolo azionario dal listino di un mercato organizzato. Il titolo in oggetto cesserà quindi di essere negoziato tramite le procedure e le regole fissate dalla borsa". Nonostante l'importanza di questo fenomeno nella vita di un'organizzazione e il numero crescente di aziende che nel 21° secolo decidono di diventare private, il processo di delisting è ancora poco studiato, in particolare in Borse meno mature come quella italiana. Diverse motivazioni possono spiegare i pochi studi a riguardo: da un lato, ciò può essere dovuto alle caratteristiche interne del mercato italiano, al basso numero di società quotate e il conseguente numero esiguo dei casi di delisting registrati. D'altra parte, c'è ancora resistenza nel vedere il delisting come una possibile strategia vincente: l'annuncio di una IPO è visto da un'azienda come motivo di orgoglio, il delisting, invece, è ancora considerato dal management come un evento traumatico e negativo.

A partire dagli anni novanta il delisting è diventato un fenomeno comune sia negli Stati Uniti che in Europa e si può riassumere in due grandi ondate di going private. La prima ondata si osserva negli Stati Uniti negli anni '80; tra il 1982 e il 1989, il 57% delle società statunitensi quotate è diventato l'obiettivo di acquisizioni o è stato sottoposto a ristrutturazione. Le transazioni public-to-private (PtP) sono state eseguite principalmente tramite LBO, ma l'elevato livello di indebitamento e l'assenza di regolamenti hanno prodotto molti fallimenti nella seconda metà degli anni '80. L'alto numero di fallimenti delle società ha innescato le normative anti-acquisizione, il controllo sull'elevata leva finanziaria delle società, gli interessi più elevati e una stretta creditizia, che ha determinato la fine della prima ondata di PtP. Il fenomeno del delisting raggiunse rapidamente la Borsa di Londra (il primo acquisto da parte del management è stato registrato nel 1985). Anche se di dimensioni più ridotte, l'onda britannica assomigliava a quella americana, con il picco raggiunto anche nel 1989. La tendenza al delisting è diminuita fino alla fine degli anni '90, quando sia gli Stati Uniti che il Regno Unito ne hanno vissuto una seconda ondata, che ha raggiunto il picco nel 1997. L'aumento del delisting questa volta è dovuto principalmente, da un lato, alle piccole società che non hanno potuto beneficiare dei mercati regolamentati a causa del basso volume degli scambi e, dall'altro, dall'introduzione di sfavorevoli regolamenti che aumentano i costi di quotazione (come il Sarbanes-Oxley Act negli Stati Uniti). Inoltre, un altro importante fattore determinante della seconda ondata è stata il maggior affidamento a finanziatori di private equity e di debito che hanno rilevato alcune società.

L'evidenza che il delisting si verifica a ondate è stata teorizzata da Helwege e Liang nel 2004 con la teoria del *hot and cold market*, i quali affermano che nei periodi in cui i mercati sono caratterizzati da

tendenze positive (mercato caldo) c'è un numero più elevato di IPO e il delisting si verifica quando i mercati sono in risultato negativo (mercato freddo). In altre parole, suggeriscono che quando l'economia si sta espandendo, le aziende giudicano i progetti con un flusso di cassa previsto più elevato e di solito gli investitori sono troppo ottimisti, quindi le aziende hanno più incentivi ad essere quotate. D'altra parte, diversi motivi possono spiegare il maggior numero di delisting durante periodi di mercato "freddi": durante questi periodi i mercati sono caratterizzati da prezzi bassi, nonché sottovalutazioni, pochi casi di grandi sottoscrizioni e grandi offerte, tutti elementi che rendono più difficile la sopravvivenza.

A partire dal 2000, le transazioni da pubblico a privato diventano un processo sempre più comune sia negli Stati Uniti che in Europa, e le principali forze motrici che spingono l'aumento di questo fenomeno possono essere riassunte come segue:

- a) INEFFICIENZA DEI MERCATI DEI CAPITALI. Maggiore volatilità dei prezzi e minore fiducia degli investitori a causa dell'esplosione della bolla dot.com e della crisi finanziaria del 2008 e del 2011. Questi fatti riducono i volumi degli scambi e la performance del titolo.
- b) REGOLAMENTO. L'introduzione in molti paesi di norme e requisiti più rigorosi da rispettare in caso di quotazione, che determinano costi più elevati per esserlo.

È importante notare che le ragioni alla base del fenomeno sono molto diverse a seconda dei diversi mercati. In mercati maturi e consolidati come gli Stati Uniti, il Canada e il Regno Unito, il delisting è per lo più involontario. Per quanto riguarda i mercati dell'Europa continentale, invece, le aziende di solito effettuano delisting volontari, il più delle volte attraverso squeeze-out (BOSO) o M&A.

Nel contesto di un delisting involontario, l'impresa subisce un delisting perché sta fronteggiando difficoltà finanziarie o è stata fusa e/o acquisita da un'altra società. Al contrario, quando un'azienda decide di diventare privata, questo delisting volontario viene definito " Going Private Transaction " (GPT). Un GPT viene avviato dagli investitori esistenti o da nuovi investitori che concentrano la proprietà nelle loro mani e che non cercano di negoziare pubblicamente le loro azioni.

In secondo luogo, un GPT può assumere forme diverse a seconda del paese. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, un GPT assume principalmente la forma di un LBO: la società quotata viene acquisita da investitori di private equity utilizzando ingenti prestiti e viene quindi eliminata. A differenza dei paesi anglosassoni, la maggior parte delle aziende europee, specialmente nell'Europa continentale, ha una vasta base di azionisti e la pratica dominante per un GPT è un'offerta di acquisto con Squeeze-Out (BOSO). In Europa, l'operazione BOSO, stabilita dalla direttiva Europea 2004/25/EC sulle acquisizioni consente all'azionista di maggioranza, a una soglia strettamente definita (95% o più dei diritti di voto in Italia), di costringere gli azionisti di minoranza a vendere le proprie azioni in cambio di indennità. Come è possibile osservare dalla direttiva 2004/25/CE, l'organismo internazionale non ha fissato alcuna

norma da seguire rigorosamente, ma ha fornito a tutti gli stati linee guida per coordinare i propri codici normativi tra loro, al fine di aiutare le aziende, gli investitori e tutti gli altri agenti che lavorano sui mercati dei capitali.

Analizzando in dettaglio la Direttiva, l'offerente, la persona fisica o giuridica che fa l'offerta, date le soglie specifiche in termini di diritti di voto, può avanzare un'offerta volontaria o obbligatoria, al fine di ottenere il pieno controllo dell'obiettivo. Mentre un'offerta volontaria è un'offerta che l'acquirente fa per acquistare una percentuale predeterminata di azioni, quella obbligatoria richiede all'offerente di acquistare la totalità delle azioni sul mercato ogni volta che viene acquisita una posizione di controllo nell'impresa: le soglie possono variare, ma la maggior parte degli Stati membri fissa l'asticella al 30% della totalità dei diritti di voto, tra cui, ad esempio, ci sono Francia, Germania e Italia. Il secondo pilastro della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto è costituito dalla neutralità del consiglio di amministrazione. Nel dettaglio, il consiglio di amministrazione, una volta appreso di un'offerta finalizzata all'acquisizione, non può fare altro che informare la base degli azionisti e cercare offerte alternative, prima che l'assemblea generale degli azionisti esprima la propria volontà attraverso un voto. Il sistema legislativo degli Stati Uniti differisce da quello europeo, le società statunitensi quotate sui mercati dei capitali non seguono la legge federale, ma sono organizzate dalla legge statale. Nonostante il fatto che la legge federale non regoli l'organizzazione interna delle imprese, ci sono due importanti atti che devono essere considerati quando parliamo di acquisizioni o accordi di fusione e acquisizione in generale: il Securities Act del 1933 e il Securities Exchanges Act del 1934. Per quanto riguarda il primo, le disposizioni vengono applicate se l'accordo consiste nello scambio di titoli o, per meglio dire, l'impresa acquirente ricompensa gli azionisti del target con i titoli dell'offerente, piuttosto che attraverso una transazione interamente in contanti. Il secondo atto federale, il Securities Exchanges Act del 1934, consiste in due serie significative di regole: la delega e le regole di offerta pubblica, che sono state introdotte nell'atto con l'emendamento del 1968 dal cosiddetto Williams Act. Questo emendamento ha stabilito le regole alla base di qualsiasi accordo di fusione e acquisizione: i requisiti di informativa sulle caratteristiche dell'offerta e le procedure che regolano le offerte di gara. Nel dettaglio, indipendentemente dal fatto che un offerente acquisisca più del 5% delle azioni con diritto di voto di una società, la persona deve divulgare ulteriori informazioni sulla natura dell'acquisizione e ulteriori piani rispetto all'obiettivo, al fine di proteggere la base di azionisti esistente.

La letteratura esistente, analizzando le normative e le reali operazioni di fusione e acquisizione in oltre 50 anni di storia, evidenzia l'esistenza di 3 classi di attori ogni volta che si verifica una transazione: l'acquirente, che può essere un individuo o una società, gli azionisti della società target e il consiglio di amministrazione. In ciascuna operazione, questi tipi di agenti possono affrontare conflitti di interesse,

dati i loro diversi obiettivi da perseguire. I soggetti che più di tutti hanno bisogno di un particolare approfondimento sono proprio gli azionisti della società target.

Prima di tutto la classe di azionisti deve essere divisa in due parti, decomponendo la maggioranza dalle minoranze. Il motivo per cui questa distinzione deve essere fatta è il disallineamento di obiettivi e prospettive rispetto a qualsiasi accordo, a maggior ragione quelli che riguardano l'uscita dai mercati dei capitali e il successivo disinvestimento degli azionisti.

La protezione delle minoranze, negli ultimi decenni, è diventata una delle questioni più importanti nel diritto societario, ma allo stesso tempo una delle più difficili.

Guardando il consiglio di amministrazione e la nomina dei suoi membri, gli Stati Uniti sono stati i primi a segnalare questo problema attraverso il Sorbanes-Oxley Act del 2002, richiedendo ad esempio a tutte le società quotate in borsa sui maggiori mercati (NYSE e NASDAQ), di avere la maggioranza degli amministratori indipendenti. Per essere selezionato come amministratore indipendente, tra gli altri parametri rigidi, una persona deve essere esterna all'azienda, nel senso che non deve essere impiegata dall'azienda, così come qualsiasi altro individuo con cui la persona ha relazioni.

Per quanto riguarda l'UE, vista la differenza nel diritto societario tra gli Stati membri, l'attenzione si concentrerà sull'Italia. In Italia, tre anni dopo, nel 2005, è stato stabilito un regolamento specifico sulla nomina degli amministratori, dando la possibilità alle minoranze di scegliere almeno un membro del consiglio di amministrazione, senza interferenze degli azionisti di maggioranza.

In riferimento alle offerte obbligatorie, il regolamento UE non lo ha reso facoltativo nella sostanza, consentendo agli Stati membri di modificare solo le soglie che sottolineano la posizione di controllo nella società.

Per concludere, la protezione delle minoranze è presente anche nelle fusioni transnazionali disciplinate dall'UE tra gli Stati membri. Anche se facoltativo, poiché la direttiva lascia spazio a ciascuno Stato membro per disciplinarla, questa questione offre alle imprese due vie d'uscita: ogni volta, durante la transazione, i voti dell'assemblea generale, devono approvare che le minoranze possano ottenere sollievo nel proprio stato a spese dell'azienda sopravvissuta; in alternativa, la fusione può essere effettuata solo se tutti gli azionisti di minoranza sono stati equamente ricompensati. Andando nei dettagli, concentrandosi sull'Italia come uno degli Stati membri, anche se la legge non esplicita il particolare delle fusioni transfrontaliere, nel 2004 sono stati introdotti i diritti di recesso per gli azionisti di minoranza, lasciando che la legislazione italiana si traduca in uno degli Stati più sviluppati su questo problema.

Analizzando ora la regolamentazione statunitense, è importante soffermarsi sul Sarbanes-Oxley Act. Il Sarbanes – Oxley Act del 2002 è una legge federale degli Stati Uniti emanata il 30 luglio 2002, che stabilisce standard nuovi o migliorati per tutti i consigli di amministrazione pubblica statunitensi,

società di gestione e contabilità pubblica. Il disegno di legge è stato emanato in risposta a una serie di importanti scandali societari e contabili, che sono costati agli investitori miliardi di dollari quando i prezzi delle azioni delle società interessate sono crollati.

La legge contiene 11 titoli o sezioni, che vanno dalle responsabilità aggiuntive del consiglio di amministrazione alle sanzioni penali e richiede che la Securities and Exchange Commission (SEC) attui le decisioni sui requisiti per conformarsi alla nuova legge.

I sostenitori sostengono che la legislazione era necessaria e ha svolto un ruolo utile nel ristabilire la fiducia del pubblico nei mercati dei capitali nazionali rafforzando, tra l'altro, il controllo della contabilità aziendale. Gli oppositori del disegno di legge affermano che ha ridotto il vantaggio competitivo dell'America nei confronti dei fornitori di servizi finanziari stranieri, affermando che SOX ha introdotto un ambiente regolamentare troppo complesso nei mercati finanziari statunitensi.

Per quanto riguarda l'Italia la regolamentazione sulla tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate ha subito un excursus, le prime norme a riguardo sono andate poi modificandosi e divenute ancora più specifiche con l'emanazione del Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998 n.58 Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), fino ad arrivare alle innovazioni apportate dalla riforma del diritto societario nel 2003. A riguardo della tutela degli azionisti di minoranza in Italia la svolta più importante c'è stata con l'introduzione dell'OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) avvenuta nel 1992. In particolare, la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto persegue due finalità: assicurare ai destinatari dell'offerta la trasparenza delle condizioni contrattuali e il corretto svolgimento della fase prenegoziale.

L'OPA può essere di due tipologie: volontaria, in cui è l'offerente a presentarla liberamente; e obbligatoria, quando è la legge a disporre la sua presentazione. Il procedimento di offerta si articola in più fasi, la prima fase prevede la trasmissione alla Consob del documento di comunicazione ed, entro i 20 giorni successivi, del documento di offerta; a questo punto la Consob avrà 15 giorni per approvarlo, dopodichè, in caso di approvazione, sarà trasmesso all'emittente, oltre che agli intermediari incaricati, e reso pubblico. Decorsi 5 giorni dalla diffusione del documento inizia il periodo di adesione, durante il quale, gli interessati hanno il potere di accettare determinando la conclusione del contratto. La durata del periodo di adesione può variare tra un minimo di quindici e un massimo di venticinque giorni, nel caso di offerte obbligatorie, e tra un minimo di quindici e un massimo di quaranta giorni, per tutte le altre offerte. Il procedimento si conclude con la pubblicazione dei risultati dell'offerta.

Tuttavia ci sono casi in cui scatta l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto, ed è quando a seguito di acquisti , un soggetto venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento (25% per le grandi imprese), soglia che può essere diversa nel caso di piccole e medie imprese

(PMI). In particolare, le PMI possono, per statuto, prevedere una soglia diversa da quella indicata nel comma 1, comunque non inferiore al 25% né superiore al 40%.

In caso di superamento della soglia, il soggetto è tenuto a promuovere, entro venti giorni, un'offerta pubblica di acquisto per la totalità dei titoli a un prezzo pari a quello più elevato pagato da qualsiasi soggetto nei dodici mesi anteriori alla comunicazione dell'offerta.

Gli ultimi anni hanno prodotto un'ondata di regolamentazione del governo societario negli Stati Uniti e in Europa. Questo movimento internazionale ha aumentato i costi di conformità, che includono i costi di revisione e i costi di divulgazione. I crescenti costi di conformità potrebbero superare i vantaggi dell'essere quotati e, di conseguenza, molti manager potrebbero decidere di rendere private le loro aziende. Infatti confrontando i periodi pre e post SOX è facile notare come il numero di società che hanno abbandonato la borsa sia cresciuto notevolmente dopo l'adozione della legge; in particolare, le imprese più piccole con scarse prestazioni e basse opportunità di crescita, per le quali i costi della conformità sono particolarmente onerosi, hanno maggiori probabilità di diventare private.

L'influenza del governo societario sulla decisione di diventare privati è duplice. Da un lato, il rafforzamento degli standard di governo societario aumenta i costi di conformità e rende lo status pubblico meno attraente. In questo caso, il delisting è una conseguenza dell'eccessiva regolamentazione del governo societario. D'altro canto, le società oggetto di delisting sono caratterizzate da meccanismi di governo societario più deboli. Pertanto, il delisting è visto come una risposta che riduce i conflitti tra addetti ai lavori e azionisti esterni e opportunismo gestionale.

I motivi che possono portare una società ad abbandonare il mercato azionario possono essere distinti tra: motivazioni tradizionali, motivazioni derivate dalla teoria dei costi d'agenzia e motivazioni relative alla struttura finanziaria. Contrariamente alle motivazioni tradizionali, che sono comuni a tutti i tipi di GPT, questi ultimi due incentivi potrebbero differire in base alla posizione geografica e al tipo di delisting.

Incentivi tradizionali: essere quotati aumenta notevolmente i costi. Di conseguenza, il primo incentivo a diventare privati è spesso quello di eliminare determinati costi sostenuti dall'impresa quotata. I costi sostenuti dall'impresa quotata sono costi diretti e indiretti. I costi diretti contengono i costi correnti a seguito di IPO, vale a dire i costi di registrazione e le commissioni di sottoscrizione, comprese le commissioni di quotazione annuali imposte dalle borse e dagli organismi di regolamentazione e i costi di negoziazione. I costi indiretti contengono i costi di produzione delle informazioni (vale a dire, i costi di revisione e pubblicazione relativi alla divulgazione), i costi di conformità per soddisfare gli standard normativi e di governo societario e i costi opportunità. Per quanto riguarda i costi diretti, DeAngelo et al. (1984) e molti studi successivi hanno evidenziato l'ipotesi dimensionale: poiché le grandi aziende sono

potenzialmente più efficienti nell'ammortare questi costi fissi, gli autori hanno anticipato che le piccole imprese sarebbero più motivate a lasciare il mercato pubblico quando i costi diretti della quotazione aumentano. Per quanto riguarda i costi indiretti, la sottovalutazione è un esempio di costo opportunità generato da informazioni asimmetriche tra gestori/proprietari e investitori in borsa. Pertanto, la sottovalutazione si verifica quando il prezzo di mercato dell'azione non riflette pienamente il vero valore dell'impresa. Secondo Kim e Lyn (1991), quando i dirigenti sanno che il prezzo delle azioni è sottovalutato, possono decidere di diventare privati per motivi strategici, estrarre benefici privati ed evitare i costi opportunità di rimanere quotati.

- Incentivi derivanti dalla teoria dei costi di agenzia: nei paesi anglosassoni, la forma dominante di GPT è il LBO, che è spesso diretta verso aziende con una bassa concentrazione della proprietà. In questo caso, la motivazione principale per diventare privati è legata alla teoria dei costi di agenzia: un LBO è visto come uno strumento per ridurre i conflitti di interesse tra dirigenti e azionisti. Il dilemma centrale su come indurre il manager ad agire nel migliore interesse degli azionisti fornisce due possibili spiegazioni per un GPT tramite un LBO. Una spiegazione è data dall'ipotesi di riallineamento degli incentivi: la necessità di riallineare gli incentivi dei dirigenti con quelli degli azionisti è citata da Kaplan (1989a, 1989b) come un fattore importante nella decisione di cancellazione. Un GPT consente il ricongiungimento di proprietà e controllo poiché un'impresa con capitale diffuso viene acquisita da pochi investitori. Un'altra spiegazione è data dall'ipotesi Free Cash Flow (FCF). L'elevata leva finanziaria associata a un LBO dovrebbe ridurre gli sprechi di FCF da parte dei gestori perché è necessario più flusso di cassa per rimborsare il debito.
- Incentivi relativi alla struttura finanziaria: Contrariamente ai GPT tramite un BOSO, la stragrande maggioranza dei GPT tramite un LBO si verifica con un sostanziale aumento della leva finanziaria, a volte con debito spazzatura. Di conseguenza, le ipotesi relative alla struttura finanziaria dell'azienda oggetto di delisting differiranno fortemente a seconda del tipo di GPT. In primo luogo, il beneficio fiscale è presentato in molti studi come un fattore chiave nella decisione di diventare privato tramite un LBO, perché i pagamenti di interessi sul debito delle imprese sono deducibili dalle tasse. In secondo luogo, un LBO genera un trasferimento di ricchezza dagli obbligazionisti agli azionisti dell'impresa target a causa dell'elevata leva finanziaria: gli obbligazionisti si proteggeranno da questa potenziale espropriazione includendo le alleanze nei loro contratti di debito. I benefici fiscali non possono essere un fattore trainante per un GPT tramite un BOSO perché questa transazione non richiede alcuna leva finanziaria. Tuttavia, le considerazioni sul debito non sono escluse dalla decisione di diventare private: se l'impresa non ha più bisogno di accedere al mercato azionario e non è

vincolata finanziariamente, la decisione di diventare privata potrebbe rivelare la sua preferenza per fonti di finanziamento alternative come il debito, dato che ci sono meno benefici, e molti costi, associati alla quotazione.

Quanto visto fino ad ora rappresenta le motivazioni che spingono una società ad abbandonare la quotazione e i rispettivi vantaggi e svantaggi; il prosieguo, sarà strutturato in modo tale da analizzare le varie tipologie di delisting e le modalità con le quali una società abbandona il mercato azionario. La definizione di " delisting " comprende diversi tipi di transazioni. La prima distinzione più ampia è tra le transazioni volontarie e involontarie. Riguardo il delisting involontario, la stragrande maggioranza degli studi empirici si concentra sul mercato statunitense, forse perché è più comune del delisting volontario, contrariamente a quanto accade in Europa.

Lo scopo di questi studi è triplice: comprendere le ragioni del delisting involontario, analizzare le strategie dei gestori per evitare il delisting e determinare l'impatto del delisting sulla ricchezza dell'investitore.

Per quando riguarda il mercato azionario italiano, gestito da Borsa Italiana S.p.A., società che fa parte del gruppo London Stock Exchange dal 2007, è possibile notare che, prima di essere cancellata dagli scambi di borsa, l'emittente deve essere precedentemente sospesa. La sospensione, e la successiva revoca, può essere disposta da Borsa Italiana ogni volta che il capitale azionario non garantisce la corretta negoziazione sul mercato, minaccia la protezione degli azionisti, non viene scambiato affatto o quando, a causa di eventi eccezionali, non è possibile mantenere un trading regolare ed equo.

La procedura di delisting inizia con la notifica della Borsa all'emittente che ha una durata di 60 giorni. Durante questo periodo di tempo, che è stato riservato a Borsa Italiana per decidere sull'argomento, la società sotto osservazione può chiedere un incontro con i delegati di Borsa Italiana, al fine di chiarire e giustificare la sua posizione. Trascorsi 60 giorni, la decisione deve essere presa e, se l'autorità opta per la cancellazione, si verifica l'immediata revoca dell'emittente.

Le imprese vengono quindi cancellate involontariamente per due motivi principali: violazione dei requisiti di borsa e/o scarse performance aziendali.

I criteri per il delisting dalle borse americane sono molto rigorosi e ben dettagliati. Studiando le società delistate dal NYSE (New York Stock Exchange) o dall'AMEX (American Stock Exchange), Sanger e Peterson (1990) hanno notato che la maggior parte dei delisting sono causati dal mancato rispetto di standard numerici quali il reddito netto minimo, il numero minimo di azionisti o il valore minimo di mercato per le azioni in circolazione. Per questi autori, oltre ai criteri numerici, la borsa potrebbe anche considerare ulteriori fattori come il fallimento delle pratiche contabili o la perpetuazione di conflitti di interessi con i creditori.

Anche se i criteri di quotazione sono chiaramente formalizzati, il controllo creato attraverso i regolatori del mercato statunitense è molto flessibile e offre alle aziende con problemi finanziari la possibilità di correggere le loro difficoltà. Poiché il delisting involontario è una minaccia per molte aziende, i manager dovrebbero prendere in seria considerazione le strategie di implementazione per evitarlo.

Una strategia che è ben descritta nella letteratura finanziaria è quella di gestire gli utili per nascondere le difficoltà finanziarie dell'impresa. Yang (2006) si è concentrato su due possibili azioni: la gestione degli utili tramite ratei e l'attribuzione di azioni bonus. Queste pratiche sono state esaminate utilizzando un campione di 812 società che erano in difficoltà finanziaria nelle borse americane (NYSE, AMEX e NASDAQ) nel periodo 1992-2002. I risultati empirici hanno mostrato che le imprese a rischio delisting hanno aumentato i loro guadagni per mettere in scena un calo del prezzo di borsa e assegnato azioni bonus per amplificare l'impatto sui prezzi delle azioni. Infine, Yang (2006) ha scoperto che la gestione degli utili delle società che hanno maggiori probabilità di essere cancellate è associata a un'elevata produzione di costi di informazione e una scarsa liquidità azionaria.

In questa prima parte, l'attenzione è stata posta sul delisting involontario e sui suoi vari aspetti, nel prosieguo l'analisi si sposterà sul delisting volontario e i vari meccanismi per attuarlo. In particolare, verranno analizzati i fenomeni dello squeeze-out, leveraged buy-out, going dark e del cross-delisting, analizzandone caratteristiche e campi di applicabilità.

Lo "squeeze-out" è un diritto che autorizza ad un azionista di maggioranza con almeno il 90% delle azioni o dei diritti di voto in una società di acquisire le restanti azioni o diritti di voto e consente agli azionisti di minoranza di uscire dalla società vendendo le loro azioni a l'azionista di maggioranza.

Nel contesto di un'operazione di fusione e acquisizione, l'emissione di un avviso di squeeze-out innesca un diritto di valutazione: vale a dire, il diritto legale degli azionisti di minoranza a una valutazione equa delle loro azioni da parte di un tribunale o di un valutatore indipendente e all'acquirente l'obbligo corrispondente di acquistare le loro azioni a quel prezzo. Qualsiasi azionista discordante alla transazione può scegliere di trasferire le proprie azioni secondo i termini proposti dall'acquirente o richiedere il pagamento del valore equo per le sue azioni.

La domanda chiave in relazione ai diritti di valutazione è: qual è il valore equo delle azioni del target al momento della transazione? Quando sorge questa domanda, l'acquirente o il target possono rivolgersi al tribunale per determinare il fair value delle azioni e il tribunale, su richiesta, può avvalersi della nomina di un valutatore indipendente per prendere tale decisione. Dal punto di vista storico, questo argomento ha suscitato particolare attenzione, dal momento che, l'acquirente ha spesso approfittato ingiustamente delle fluttuazioni del mercato, offrendo compensi inferiori alle minoranze. Pertanto, al fine di non danneggiare le minoranze e bilanciare gli interessi delle minoranze e degli azionisti di maggioranza, il quadro normativo relativo ai diritti di squeeze-out è stato costantemente migliorato.

Con riferimento solo alle società quotate italiane, l'articolo 111 del TUF prevede un diritto di acquisto (squeeze-out) che si applica ogni volta in cui, a seguito del lancio di un'offerta pubblica di acquisto per tutte le azioni di voto in circolazione della società target (che può essere un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria o volontaria), l'offerente detiene una partecipazione di almeno il 95% delle azioni con diritto di voto di tale società. Laddove sia emessa più di una classe di azioni, il diritto di estinzione sussiste solo per le classi di azioni per le quali è stata raggiunta la soglia del 95%. In tal caso, in determinate circostanze, l'offerente ha il diritto di acquistare le azioni con diritto di voto residuo della società target entro un periodo di tre mesi dalla fine del periodo di accettazione dell'offerta pubblica di acquisto pertinente, mentre gli azionisti del target non accettante non hanno diritto di opposizione.

Un altro fenomeno oggetto di analisi è il fenomeno del going dark. Il crollo del mercato azionario avvenuto nel 2008-2009 e la successiva recessione del mercato hanno portato numerose aziende pubbliche a riesaminare i costi e i vantaggi di rimanere quotati in una borsa valori nazionale.

Il processo di cancellazione o "oscuramento" è il processo mediante il quale una società soggetta a segnalazione alla Securities and Exchange Commission ("SEC"), ai sensi della Sezione 12 del Securities Exchange Act del 1934 (la "Legge del 1934"), cancella la registrazione da questi requisiti e diventa una società privata. Prima di prendere una decisione sul "Going dark", un'azienda dovrebbe impegnarsi in un'analisi costi-benefici del restare pubblica contro la cancellazione. Quest'analisi dovrebbe includere un riesame dei motivi per cui la società è diventata pubblica in primo luogo e un esame per verificare se tali motivi siano ancora validi. Chiaramente, il motivo più significativo citato per un "Going dark" è il costo di essere una società pubblica.

Inoltre, la cancellazione riduce l'onere per la gestione della conformità normativa e libera i tempi di gestione da dedicare alla gestione dell'azienda e di pensare in modo più strategico agli obiettivi a lungo termine senza dover gestire le operazioni su base trimestrale a causa delle aspettative del mercato.

Nel caso delle transazioni Going-dark la società successivamente alla cancellazione dalle quotazioni pubbliche continua comunque ad essere negoziata sui mercati Over-The-Counter (OTC). Questa particolare procedura, che può essere correlata al mondo del fenomeno del delisting volontario, è comune soprattutto negli Stati Uniti, dove i mercati OTC sono più sviluppati che in altri paesi del mondo.

I mercati OTC hanno caratteristiche diverse rispetto alle borse valori comuni, perché, nonostante le norme più basse e meno rigide che richiedono, i giocatori, i compratori e i venditori, agiscono come market maker, poiché citano il prezzo a cui vogliono rispettivamente acquistare o vendere una quota particolare in assenza di intermediari tra le parti. La società, senza diventare completamente privata, elimina e annulla la registrazione delle sue azioni. In altre parole, l'importante vantaggio di concludere transazioni oscure è che consentono di mantenere un certo numero di azionisti "pubblici", pur essendo

alleggeriti sia dai regolamenti di borsa sia dai requisiti di segnalazione della SEC (la legge sugli scambi degli Stati Uniti del 1934 e Sarbanes Oxley Act). Il consiglio di amministrazione di società quotate negli Stati Uniti ha il diritto di eliminare volontariamente i titoli se l'impresa registra meno di 300 azionisti, o meno di 500 titolari e meno di \$10 milioni di attività nei tre anni precedenti.

Viste le caratteristiche principale del Going dark, l'analisi ora si concentra sul leveraged buy-out.

Un buyout con leva (LBO) è l'acquisizione di un'altra società utilizzando una quantità significativa di denaro preso in prestito per soddisfare il costo di acquisizione. Le attività della società acquisita sono spesso utilizzate come garanzia per i prestiti, insieme alle attività della società acquirente. Il vantaggio principale di un acquisto a leva per la società che sta *acquistando l'attività* è il rendimento del capitale proprio.

Dal punto di vista dell'acquirente, gli LBO presentano alcuni rischi. Un problema di liquidità, come la perdita di alcuni clienti chiave, potrebbe mettere il business in grave pericolo.

Anche dal punto di vista del venditore, l'esecuzione di un buyout con leva presenta alcuni svantaggi. Gli acquirenti di solito intraprendono un ampio processo di due diligence. Questo processo può richiedere tempo e risorse che potrebbero essere spesi per la gestione dell'azienda. Infine, anche dopo tutto questo sforzo, la transazione potrebbe fallire se un prestatore chiave non fosse a proprio agio con i propri risultati.

Un buyout con leva può essere strutturato in vari modi. Tuttavia, le due strutture più comuni sono:

- L'acquirente acquista i beni: in questa struttura, l'acquirente acquista solo le attività dell'azienda target. Le attività sono collocate in una nuova entità aziendale progettata per detenere le attività e gestirle. Comunemente, la società di vendita viene definita "Oldco" ("vecchia società") e la nuova società che deterrà le attività viene definita "Newco" ("nuova società").
- L'acquirente acquista l'intera azienda: un altro modo per acquistare la società è assorbirla nella società esistente dell'acquirente.

Il tipo di debito che viene utilizzato per acquisire la società dipende da una serie di variabili come lo stato finanziario dell'acquirente e del venditore, la loro reputazione e le dimensioni della transazione. Le transazioni più grandi che coinvolgono società ben note utilizzano comunemente un mix di obbligazioni, finanziamenti senior e mezzanine e prestiti bancari convenzionali. D'altra parte, le transazioni più piccole, o quelle che coinvolgono società che non sono ben note, tendono a utilizzare opzioni di finanziamento alternative.

Gli LBO sono condotti per tre motivi principali. Il primo è quello di rendere una società pubblica privata; il secondo è quello di scindere una parte di un'azienda esistente vendendola; e il terzo è di trasferire la proprietà privata, come nel caso di un cambio di proprietà delle piccole imprese.

Quando l'impresa viene rilevata dal management in carica, l'LBO è chiamato management buyout (MBO); quando la società viene acquisita e quindi eliminata da un team di gestione esterno, è nota come management buyin (MBI). Infine, quando l'unico promotore della transazione privata è un investitore istituzionale o una società di private equity, l'accordo si chiama acquisizioni istituzionali (IBO).

Durante la seconda metà degli anni '80, la crescente integrazione tra i mercati mondiali dei capitali ha favorito la diffusione della quotazione incrociata, ultima fattispecie analizzata in questo lavoro.

Il cross-list può essere conveniente per diversi motivi: diversificazione del portafoglio e quindi riduzione del rischio; l'annuncio della quotazione incrociata negli Stati Uniti o nei mercati del Regno Unito è generalmente accolto con ottimismo dagli investitori; prestigio; agevolazioni fiscali. Tuttavia, alla fine degli anni '90, quando i mercati hanno vissuto la seconda ondata di delisting, "il cross-ranking internazionale ha iniziato a perdere parte del suo slancio". Ci sono diverse spiegazioni di questa inversione di tendenza.

Per quanto riguarda i mercati statunitensi, la ragione principale sembra essere l'introduzione del SorbanesOxley Act (SOX) nel 2002. I costi per la conformità possono essere più elevati per le società straniere rispetto a quelle domestiche perché dovrebbero dover cambiare alcune "componenti organizzative delle loro operazioni quotidiane per conformarsi al SOX". Inoltre, la quotazione multipla crea spesso problemi di liquidità, pertanto le aziende decidono di uscire dal mercato considerato meno strategico (che è spesso quello estero).

Una dimensione aggiuntiva che deve essere presa in considerazione come fattore che influenza la decisione di delisting delle imprese straniere è la dimensione culturale. La distanza culturale e l'individualismo del paese di origine sono stati indicati come predittori di una decisione di delisting. Il primo è legato al fatto che le aziende di solito si quotano in mercati che sono culturalmente simili e che hanno un linguaggio, una struttura aziendale e una storia comune simili.

L'individualismo (misurato dall'indice di Hofstede) è rilevante perché le società individualiste tendono a valutare maggiormente un guadagno personale rispetto al successo del gruppo, causando un alto rischio di problemi di agenzia e quindi una maggiore necessità di norme rigorose.

Fin ad ora è stato analizzato il fenomeno del delisting nei suoi vari aspetti. In primo luogo, ci si è soffermati sugli aspetti regolamentari che caratterizzano il delisting ponendo giusta attenzione a ciò che lo differenzia nei paesi europei rispetto agli Stati Uniti.

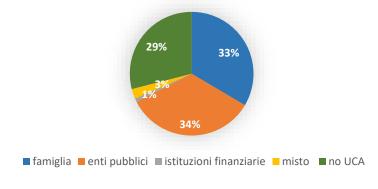
Successivamente, l'attenzione si è spostata sulle motivazioni che spingono una società ad abbandonare il listino, sulle diverse fattispecie del delisting (dal delisting volontario a quello involontario, LBO, squeeze-out), analizzandone aspetti positivi e negativi e i diversi campi e modalità di attuazione.

In questa terza parte, attraverso un'analisi empirica, si darà importanza al fenomeno del delisting nel mercato italiano. Prima di procedere con un'analisi empirica riguardante il fenomeno del delisting è bene sottolineare come il numero e la ricorrenza di quest'ultimo dipendano fortemente dal grado di sviluppo dei mercati finanziari. Con stretto riferimento all'Italia, il suo mercato azionario non riesce a svilupparsi come dovrebbe e le ragioni per cui le società decidono di non essere più quotate è semplice: i governi che si sono susseguiti negli anni si sono mostrati incapaci di creare uno sviluppo armonico del mercato azionario in grado di veicolare le risorse degli investitori verso le imprese di medio/piccole dimensioni. I motivi per cui gli investitori italiani stanno alla larga dal listino azionario sono molteplici. Per anni la Borsa è stata vista più come un luogo di speculazione forsennata, dove i grandi mangiavano i piccoli, che non come un luogo dove investire il proprio denaro in maniera redditizia. In più, il listino italiano è un listino di piccole dimensioni con una capitalizzazione della Borsa sul totale mondiale ferma al 1%.

L'aspetto più caratterizzante del mercato azionario italiano è sicuramente la struttura proprietaria fortemente concentrata. È vero non solo che le cosiddette *public companies*, cioè imprese con un azionariato estremamente frazionato, sono molto rare, ma addirittura nella quasi totalità le imprese sono controllate da un singolo azionista o da una coalizione di azionisti. Alla fine del 2017 la quota media detenuta dal principale azionista è pari al 47,7%, superiore al valore del 2010, pari al 46,2%, mentre il mercato detiene in media una quota di capitale del 40%. Ciò che si evidenzia è che comunque negli anni la quota di capitale detenuta dall'azionista principale è rimasta pressoché stabile, cosa che non permette ad un paese come l'Italia, da sempre ai vertici tra i paesi più industrializzati del mondo, di svilupparsi e stare al passo con i profondi cambiamenti dei mercati, perché spesso questi pochi azionisti che detengono la maggioranza del capitale non hanno le competenze e le risorse necessarie per seguire, ed ancor meno per anticipare, lo sviluppo della propria attività.

Il successivo grafico mostra infatti l'identità dell'azionista di controllo delle società quotate a fine 2017.

### Peso sulla capitalizzazione



Fonte: Relazione annuale sulla corporate governance (Consob)

Come si può notare le aziende controllate dalle famiglie sono pari a ben il 33% della capitalizzazione complessiva e solo il 29% non presentano alcun azionista di controllo, e questo ha un forte impatto sul delisting e sui suoi effetti.

Numerosi studi hanno sottolineato la presenza di una correlazione negativa tra l'andamento del listino e il verificarsi di delisting. A supporto di tale ipotesi abbiamo la teoria dell'*hot and cold market*, la quale evidenzia che in periodi in cui il mercato ha un andamento positivo il numero di IPO aumenta e conseguenzialmente il numero di delisting diminuisce; in periodi invece nei quali il mercato ha un andamento negativo i risultati si capovolgono con una diminuzione delle IPO e un aumento del numero di delisting.

Osservando l'andamento dell'indice FTSE Italia all-share la prima cosa che si nota è come negli ultimi 15 anni il mercato azionario italiano sia stato caratterizzato da due grossi scossoni, la crisi del 2008 e gli anni 2010-2011. Secondo quanto detto fino ad ora, in questi anni di crisi e andamenti negativi dovrebbe esserci un alto numero di delisting. Per verificarlo, è stato calcolato il delta, differenza tra IPO e delisting di un determinato anno, e messo a confronto con l'andamento del FTSE Italia all-share.

	IPO	Delisting	Delta
2005	19	15	4
2006	25	17	8
2007	33	16	17
2008	7	18	-11
2009	7	12	-5
2010	10	10	0
2011	9	14	-5
2012	6	13	-7
2013	17	17	0
2014	26	12	14
2015	28	17	11
2016	14	18	-4
2017	32	18	14
2018	32	15	17

Risulta così facile notare come nel 2008, precedentemente menzionato come anno della crisi durante il quale c'è stato un forte andamento negativo del mercato borsistico, ci sia stato il minor delta tra quelli calcolati nella tabella, e quindi maggior numero di delisting e minor IPO, proprio come ci si aspettava, a conferma della teoria dell'*hot and cold market*.

Secondo questa teoria quindi è l'andamento del mercato ad influenzare il verificarsi di IPO e delisting; in realtà niente vieta di pensare al contrario, o meglio a due fattori che si influenzano l'un l'altro contemporaneamente. In effetti in seguito ad un'operazione di delisting il valore del titolo della società tende a rimanere basso, e all'aumentare del numero di delisting potrebbe subentrare anche un grado di

sfiducia degli investitori verso il mercato, così da causare una diminuzione generale del valore azionario e una variazione negativa del FTSE Italia all-share.

Oltre alla possibile correlazione tra la frequenza di delisting e l'andamento del mercato borsistico, un altro interessante aspetto da evidenziare è la distinzione tra delisting volontari e involontari in base alla relativa motivazione tecnica pubblicata da Borsa Italiana. Le motivazioni tecniche che causano il maggior numero di delisting sono la conclusione di un'OPA e la sussistenza di gravi condizioni, rispettivamente con il 34% e il 41% se viene considerato un arco temporale dal 2011 al 2015. Interessante da notare è anche come sia sempre in maggior crescita il dato relativo alla sussistenza di gravi condizioni, sintomo che le società quotate abbiano sempre più difficoltà a rispettare quei requisiti che Borsa Italiana richiede al fine di garantire un regolare trading sui titoli.

In conclusione, è possibile affermare che ciò che sottolineano le evidenze empiriche, è una profonda preferenza, da parte dei soggetti promotori di delisting, verso le modalità tecniche più tutelate dal punto di vista normativo e che permettono di ridurre al minimo il possibile insorgere di controversie con gli azionisti di minoranza.

Come analizzato in precedenza, il mercato azionario italiano è caratterizzato da un gran numero di società che sono ampiamente controllate e nella maggior parte dei casi questo controllo è in mano ad un nucleo familiare, e tutto ciò ha effetti anche sui rendimenti anomali che si misurano a cavallo di un annuncio di delisting. Per verificare l'impatto che il livello di concentrazione societaria ed altri aspetti relativi all'impresa hanno sui rendimenti anomali è stato effettuato uno studio riguardante i delisting volontari avvenuti in Italia dal 2011 al 2015.

Per prima cosa dal database di Borsa Italiana sono state prese le società che hanno effettuato operazioni di delisting dal 2011 al 2015; il secondo passo è stato poi il calcolo dei rendimenti per gli azionisti in termini di CAR (Cumulative Abnormal Returns) considerando una finestra temporale di [-30; +30] intorno all'annuncio pubblico di delisting.

Dopo aver inserito tutti i dati nella formula del CAPM e, quindi, scoperto i rendimenti attesi giornalieri nella finestra oggetto di studio per ciascuna impresa, questi valori sono stati sottratti al rendimento effettivo preso dalla banca dati Datastream, al fine di ricavare il rendimento anomalo. Successivamente, il CAR è pari alla somma di tutti i rendimenti anomali calcolati giornalmente.

Dopo aver definito il calcolo dei rendimenti anomali, ora il focus passa sul modello da sviluppare, che è una regressione lineare multipla che permette di analizzare gli impatti dei relativi regressori sui CAR. La variabile dipendente (y<sub>i</sub>) è costituita dai CAR appena analizzati, le variabili indipendenti (x<sub>i</sub>), anche detti regressori, che sono state utilizzate sono: total assets; assets tangibili; stock performance; LTIR (tasso di interesse sui titoli di Stato decennali nella data di annuncio dell'operazione); ROA; Copro (proprietà detenuta dagli azionisti di controllo nel momento dell'annuncio di delisting).

La tabella seguente mostra i risultati della regressione sui CAR.

Variabili	Coefficienti	Errore standard	Stat t	p-value
Intercetta	0,39971	0,254849681	1,5684	0,1304
Total assets	-0,0007	0,0003	-1,9521	0,0632
Assets tangibili	0,3239	0,4316686	0,75023	0,4607
Stock performance	-0,065351	0,0817399	-2,7995	0,05018
LTIR	6,83459	4,6822955	1,4597	0,15791
ROA	-0,1244	0,175830061	0,7079	0,4861
Copro	-0,7810	0,408846295	-2,110	0,036
$\mathbb{R}^2$	0,28		N° Osservazi	oni 30

Da una prima occhiata alla tabella, è possibile osservare che l'ipotesi è stata verificata, poiché esiste un rapporto negativo tra il rendimento cumulativo anormale e la percentuale di proprietà da parte degli azionisti di controllo prima dell'annuncio pubblico del delisting volontario. Un altro dato osservabile dalla tabella è che i CAR sono maggiori per le società con una stock performance negativa, questo a supporto dell'ipotesi di sottovalutazione del titolo.

Ciò che comunque emerge da questi studi empirici è una profonda differenza del fenomeno rispetto a mercati fortemente più sviluppati come per esempio gli Stati Uniti. In questi mercati infatti, a differenza dell'Italia, c'è un forte uso di tecniche diverse per il delisting come il Leveraged buy-out (LBO) e soprattutto sono molto più comuni le società ad azionariato diffuso il che comporta maggiori rendimenti anomali a cavallo dell'annuncio pubblico di delisting.