

Dipartimento di Impresa e Management

Corso di Laurea Magistrale in Amministrazione, Finanza e Controllo

Cattedra di Operazioni straordinarie e valutazione d'azienda

**“Delisting: un’analisi empirica delle principali caratteristiche e
conseguenze nel mercato italiano, caso GIMA TT”**

Prof. Eugenio Pinto

RELATORE

Prof. Gianluca Musco

CORRELATORE

Dario Presutto

Matricola 705281

CANDIDATO

ANNO ACCADEMICO 2019/2020

INDICE

INTRODUZIONE.....	6
1 <i>DELISTING</i> : ELEMENTI GENERALI DEL PROCESSO.....	9
1.1 La quotazione.....	9
1.1.1 I motivi e gli aspetti positivi	15
1.1.2 I limiti, i rischi e gli aspetti negativi.....	19
1.2 Definizioni.....	23
1.3 Quadro normativo.....	27
1.3.1 In Italia.....	27
1.3.2 Negli Stati Uniti.....	32
1.4 Un breve sguardo al passato: <i>delisting waves</i>	34
2 PERCHE' AUMENTANO I CASI DI <i>DELISTING</i> ? TECNICHE E STRUMENTI PER LA FUORIUSCITA DAL MERCATO.....	42
2.1 <i>Delisting</i> volontario.....	42
2.1.1 Le ragioni di un <i>going private</i>	43
2.1.2 Gli effetti del <i>voluntary delisting</i> sulla struttura economico-finanziaria....	49
2.2 Gli strumenti per le “ <i>public to private transactions</i> ” (<i>PTP</i>).....	50
2.2.1 In Italia: Offerta Pubblica d'Acquisto; <i>Buyout Offer with Squeeze Out</i> ; fusione per incorporazione; decisione degli azionisti.....	51
2.2.2 Negli Stati Uniti e nel Regno Unito: <i>Leveraged Buyout</i> ; <i>Freeze-Out</i> <i>transactions</i>	58
2.3 <i>Management Buyout (MBO)</i>	62
2.4 <i>Delisting</i> involontario.....	63
2.4.1 Gli effetti.....	65
2.5 <i>Delisting</i> e “ <i>going dark</i> ”	66
2.6 <i>Cross Listing</i>	69
2.7 Gli interessi degli azionisti di minoranza.....	71
3 ANALISI EMPIRICA DEL FENOMENO IN ITALIA.....	73
3.1 Caratteristiche del mercato azionario italiano.....	73
3.2 Analisi di un campione ristretto.....	83
3.2.1 Ammissioni e <i>delisting</i>	83

3.2.2	Le fattispecie, i motivi e le tecniche di <i>delisting</i>	86
3.2.3	I settori.....	88
4	ANALISI DI UN CASO PRATICO.....	91
4.1	Il caso GIMA TT: <i>overview</i> e presentazione della società.....	91
4.1.1	<i>Ipo key highlights</i>	95
4.1.2	<i>Delisting</i>	100
	CONCLUSIONI FINALI.....	107
	BIBLIOGRAFIA.....	110
	SITOGRAFIA.....	113
	RIASSUNTO.....	115

INTRODUZIONE

Dalla fine degli anni Ottanta c'è stato un numero crescente di società che hanno intrapreso la scelta strategica del *delisting*. Con il termine “*delisting*” si intende il processo con il quale una società quotata viene rimossa dal listino e dalla borsa in cui le sue azioni sono scambiate. Nonostante l'importanza di quest'operazione e il crescente numero di società che hanno optato per abbandonare la quotazione, il fenomeno del *delisting* è ancora oggi un tema poco studiato, soprattutto nel contesto italiano. Gli studiosi si sono concentrati maggiormente sull'operazione di *Initial Public Offering (IPO)*, la cui presenza avviene di sicuro più frequentemente.

Il *delisting* è un fenomeno molto eterogeneo e articolato, si distingue principalmente in *delisting* involontario e volontario. Si parla di *delisting* involontario quando la società è revocata dal listino a seguito della decisione intrapresa dall'autorità che gestisce il mercato in cui è quotata. Si parla di *delisting* volontario invece quando è la stessa società a prendere la decisione di abbandonare la borsa. Dal punto di vista teorico, la differenza fra le due fattispecie risulta chiara; tuttavia, vi sono delle operazioni di finanza straordinaria come ad esempio: fusioni per incorporazione, operazioni di *M&A* in generale, *Leveraged Buyout* e Offerte Pubbliche di Acquisto (OPA) che hanno alimentato a lungo il dibattito della letteratura su come debbano essere classificate.

Secondo la maggioranza degli autori (ad esempio Champlinsky, 2007 e You, 2008) queste operazioni devono essere classificate come *delisting* volontario, poiché si è consapevoli della riduzione del flottante che ne deriva mettendole in atto e quindi la revoca dalla borsa è soltanto una conseguenza.

Secondo Geranio (2004), invece, queste operazioni devono rientrare tra i *delisting* involontari, in quanto la ratio principale per cui vengono compiute non è il *delisting*, ma quest'ultimo risulta essere soltanto una conseguenza della revoca imposta dalla borsa dove il titolo è quotato. Questo studio seguirà la prima interpretazione, ma occorre ricordare che è importante ai fini della classificazione considerare ciascun'operazione singolarmente.

Lo scopo di questo lavoro è compiere un approfondimento sul fenomeno del *delisting* effettuando: in primo luogo una *review* della principale letteratura presente riguardante il tema, chiarendo alcuni elementi del processo del *delisting* e le principali tecniche

utilizzate (capitoli I e II); in secondo luogo compiendo una ricerca empirica sul fenomeno in Italia e analizzando un caso specifico (capitoli III e IV).

La tesi è organizzata nel seguente modo.

Il primo capitolo inizia analizzando quali sono i principali elementi che spingono una società a quotarsi e qual è il *trade-off* di questa scelta. Il processo di quotazione e di *IPO* possono essere considerati gli opposti dell'operazione di *delisting*, i motivi che spingono una società ad entrare in borsa, sono gli stessi che, se vengono meno possono condurre, all'uscita dal mercato. Viene poi effettuata una panoramica sul fenomeno del *delisting*. In particolare, si approfondiscono: le definizioni di questo processo, gli elementi che lo compongono, la normativa italiana e statunitense. Nella parte finale del capitolo vengono osservate le principali evidenze storiche di questo fenomeno, si analizzano le due grandi ondate di *going private*, la prima della fine degli anni Ottanta e la seconda tra il 1997 e il 2008.

Il secondo capitolo inizia analizzando il *delisting* volontario. Sono approfonditi i motivi e le conseguenze che questa scelta comporta. La trattazione continua con lo studio dei principali strumenti utilizzati per compiere i *delisting* volontari. Nello specifico si vedono quali sono le tecniche più utilizzate in Italia (*Buyout Offer with Squeeze Out*, fusione per incorporazione, decisione degli azionisti) e negli Stati Uniti e Regno Unito (*Leveraged Buyout*, *Freeze-Out transactions*). Il capitolo continua con l'approfondimento sul *delisting* involontario e i principali effetti sulla società revocata dal listino. Infine, si analizzano i fenomeni del “*going dark*”, del “*cross listing*” e gli effetti del fenomeno del *delisting* sugli azionisti di minoranza.

Dopo aver visto e chiarito gli aspetti generali del *delisting*, la seconda parte della ricerca si sofferma sull'analisi empirica del fenomeno in Italia.

Il terzo capitolo può essere diviso a sua volta in due parti. Una prima parte nella quale si descrive il mercato azionario italiano e si analizza un campione allargato di società delistate dal 1995 al 2020, dimostrando tramite un'analisi statistica la connessione tra l'andamento di Borsa Italiana (indice FTSE MIB) e l'andamento del fenomeno del *delisting*. In particolare, si dimostra come la teoria dell’“*hot and cold market*” di Helwege e Liang (2004) trovi applicazione anche nel contesto italiano.

Una seconda parte nella quale si procede all'analisi di un campione ristretto di società delistate dal 2009 al 2019 approfondendo il numero di ammissioni e di *delisting*, i

principali motivi che hanno spinto le società ad abbandonare Borsa Italiana, le tecniche più utilizzate e i settori più colpiti.

Nel quarto e ultimo capitolo viene presentato il caso della società GIMA TT S.p.A., controllata dalla capogruppo IMA S.p.A., una delle principali aziende a livello internazionale di confezionamento di: prodotti alimentari, farmaceutici, tabacco, caffè, tè e cosmetici. Vengono analizzati nella pratica gli elementi teorici visti nei capitoli precedenti e il percorso che ha portato dalla quotazione al *delisting*. In particolare, dopo una breve presentazione della società si approfondiscono i motivi che hanno portato ad una quotazione inizialmente di successo, le cause che poi hanno condotto al *delisting* e la tecnica utilizzata per fuoriuscire da Borsa Italiana.

CAPITOLO 1

1. DELISTING: ELEMENTI GENERALI DEL PROCESSO.

Il *delisting* è un processo attraverso il quale una società quotata in borsa viene rimossa dal mercato azionario in cui vengono scambiate le sue azioni. Il seguente capitolo inizia analizzando brevemente i motivi che spingono una società ad entrare in un mercato regolamentato, a quotarsi in borsa e qual è il *trade-off* tra costi e benefici di una quotazione. Successivamente vengono presentati gli elementi generali del fenomeno del *delisting*, analizzando le diverse fattispecie e gli aspetti giuridici che fanno da cornice alla fuoriuscita dal mercato delle società. In particolare, sarà presa in analisi la normativa italiana e quella degli Stati Uniti.

Il capitolo si conclude con l'approfondimento sulle due ondate storiche di “*going private*” (*going private waves*), rispettivamente degli anni Ottanta (tra il 1980 e il 1989) negli Stati Uniti e degli anni Novanta, terminata con la crisi finanziaria del 2008.

1.1 La quotazione.

La quotazione è una scelta strategica di elevata importanza per il futuro di un'impresa. Il “*going public process*”¹, infatti, provoca una modifica della struttura proprietaria, del *management* e in generale di tutti soggetti che hanno interessi collegati all'azienda (*stakeholders*); per questo costituisce una delle fasi più delicate nella vita e nello sviluppo di una società. Su questo processo nel tempo è stata sviluppata una vasta letteratura e sono stati effettuati numerosi studi e ricerche empiriche per indagare i motivi, i benefici, ma anche i rischi e i limiti connessi al “*going public*”.

“*L'offerta pubblica iniziale (Initial Public Offering o IPO), costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (con la creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato*” (Borsa Italiana)².

Con l'*IPO*, quindi, si offrono agli investitori delle quote (azioni) di una società come atto finale di un percorso che si conclude con la quotazione dell'emittente in uno o più mercati.

¹ Nel mondo anglosassone (Stati Uniti e UK) con il termine “*Public*” si fa riferimento ad imprese quotate.

² www.borsaitaliana.com

Le società che intendono quotarsi, e che utilizzano come strumento l'offerta pubblica iniziale, devono dare preventiva comunicazione alla CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)³ la quale è la massima autorità italiana per la vigilanza nei mercati finanziari.

In particolare, la società deve inviare alla CONSOB un documento ufficiale con la quale notifica tutti gli elementi dell'offerta ed i soggetti che parteciperanno all'operazione avendo cura di specificarne i ruoli. Inoltre, sempre la società emittente, redige il prospetto informativo tramite lo schema previsto dalla legge. Le società che procedono con l'IPO, al fine di garantire un'informazione chiara e trasparente ai potenziali destinatari, i quali vengono sollecitati all'investimento, dovranno osservare la disciplina del Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 58/1998)⁴.

L'offerta pubblica iniziale è un'operazione articolata, interessa diversi soggetti, richiede tempi lunghi e si sviluppa in diverse fasi che si susseguono in un arco temporale che solitamente va dai sei ai dodici mesi. *“Un'IPO si sviluppa attraverso un processo multifasico, in cui i differenti steps sono passaggi obbligati nella “catena del valore” che porta alla quotazione”* (Lombardo, 2011)⁵.

I principali passaggi dell'IPO sono i seguenti: la pianificazione, il processo di *due diligence*, la redazione del prospetto informativo e della documentazione obbligatoria, l'ammissione alla quotazione, la costituzione del consorzio di collocamento, l'attività di *marketing*, il *roadshow*, il *bookbuilding*⁶, il collocamento vero e proprio e la successiva negoziazione.

I tempi necessari all'offerta pubblica iniziale, quindi, sono piuttosto lunghi, difficilmente si riesce a concludere un'operazione di quotazione in meno di sei mesi.

³ www.consob.it

⁴ *“Il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, noto più semplicemente come testo unico della finanza - abbreviato TUF - o anche legge Draghi, è la principale fonte normativa vigente nella Repubblica Italiana in materia di finanza e di intermediazione finanziaria. Emanato col decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in forma di testo unico, è entrato in vigore il 1° luglio 1998.”* (Wikipedia).

⁵ Lombardo, S., 2011. *“Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni. Quaderni di Giurisprudenza Commerciale”* (348). Giuffrè Editore, Milano.

⁶ Per determinare il prezzo iniziale di collocamento esistono 3 metodi: il *bookbuilding*, l'asta e l'offerta a prezzo fisso. Nella borsa italiana il metodo più utilizzato è il *bookbuilding* mentre quello meno frequente è l'offerta a prezzo fisso. Il metodo del *bookbuilding* prevede che il *global coordinator* raccoglie in un *book* tutti gli ordini di acquisto e sottoscrizione degli investitori istituzionali. Ogni ordine viene espresso in numero di azioni ed è legato ad un limite di prezzo imposto dall'ordinante. Tramite questa procedura si arriva ad una curva di prezzo e domanda da parte degli investitori dalla quale si può estrarre una forchetta di prezzo dell'IPO.

Il periodo richiesto per la preparazione dell'impresa è uno dei motivi che spiega questi divari temporali: in questa fase l'impresa deve compiere un insieme di attività (di carattere organizzativo-societario) e adempiere ad obblighi (giuridico-legali) che hanno come scopo il raggiungimento degli *standard* di *corporate governance* propri di una società quotata.

I soggetti che partecipano e sono coinvolti come attori principali in questo processo sono diversi: la società emittente, gli investitori istituzionali e non, gli azionisti che partecipano vendendo le loro azioni, le banche del sindacato di collocamento, il “*global coordinator*”⁷, gli *advisors* finanziari, gli studi legali incaricati, l'autorità di controllo e la società che gestisce il mercato in cui avverrà la quotazione.

Uno dei passaggi più delicati dell'intera operazione è la definizione del prezzo di collocamento. La decisione sul prezzo, infatti, è uno dei momenti più critici in quanto coinvolge soggetti con interessi diversi, avviene in condizioni di informazione incompleta ed il prezzo di collocamento deve essere coerente e in linea con quello che poi sarà il prezzo di mercato. Nella fase del *pricing* gli *advisors*, le banche d'investimento coinvolte e il *management group* del sindacato di collocamento hanno il fondamentale ruolo di massimizzare il valore dell'impresa emittente rendendo le sue azioni desiderabili per gli investitori.

Nei primi momenti di negoziazione il mercato esprime quotazioni che possono essere in linea o meno con il prezzo di collocamento scelto. Se le quotazioni sul mercato sono al di sopra del prezzo di collocamento si parla di “*underpricing*”, se viceversa, le quotazioni sul mercato sono al di sotto del prezzo di collocamento si parlerà di “*overpricing*”.

“Le società possono scegliere consapevolmente di offrire al pubblico i loro titoli ad un prezzo inferiore al presumibile prezzo di mercato al momento della quotazione per incentivare gli investitori ad aderire all'offerta, o per favorire la massima diffusione dei titoli fra un vasto pubblico, oppure per l'esistenza di rilevanti asimmetrie informative fra i partecipanti all'operazione. Sull'entità dell'underpricing possono incidere anche altri fenomeni quali un eventuale squilibrio fra domanda e offerta dei titoli proposti

⁶ Il ruolo di *global coordinator* può essere svolto da banche di investimento, italiane o estere, autorizzate a svolgere servizi di collocamento ai sensi del Testo Unico Bancario (D.Lgs. 385/1993) o da qualsiasi altro intermediario finanziario compreso nell'elenco speciale dell'art.107 del Testo Unico Bancario.

nonché lo sconto riconosciuto agli investitori rispetto a titoli già quotati di società confrontabili oppure ancora fenomeni di natura comportamentale” (Borsa Italiana)⁸.

In caso di *underpricing* si può dire che gli investitori hanno fatto un buon affare ma il prezzo di collocamento dovrà sempre essere più o meno in linea con le quotazioni e mai troppo basso, altrimenti i soggetti offerenti e la società si trovano in condizione di perdita di risorse finanziarie.

In caso di *overpricing*, invece, sono gli investitori che hanno sottoscritto le azioni a trovarsi in perdita, in quanto hanno pagato un prezzo superiore alle quotazioni sul mercato.

“L’overpricing può avere dei risvolti negativi in termini di reputazione per la società emittente, gli advisors e le banche d’investimento in quanto l’immagine della società resterà segnata da una quotazione di insuccesso” (Giancarlo Forestieri, 2018) ⁹. Il passaggio finale dell’*IPO* è costituito dall’ *“after-market”*, in cui avvengono una serie di azioni che hanno come scopo la stabilizzazione del prezzo.

In questo contesto, vengono utilizzati principalmente due meccanismi: il *greenshoe* e l’*overallotment*¹⁰.

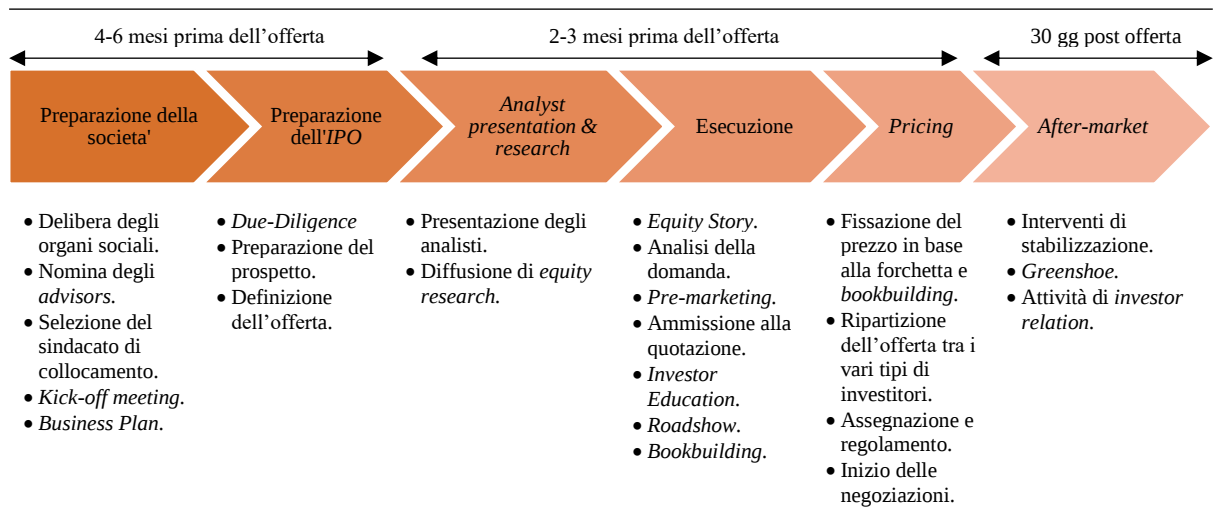
In conclusione, il processo di *pricing* di un’*IPO* dovrebbe essere strutturato in maniera tale da presentare un leggero *underpricing* da intendersi come premio per gli investitori che hanno sottoscritto le azioni sul mercato primario e hanno assunto maggiori rischi, piuttosto che attendere le negoziazioni sul mercato secondario.

⁸ www.borsaitaliana.com

⁹ Giancarlo Forestieri 2018, *Corporate & investment banking*, Egea editore quarta edizione 2018, Settimo Milanese (Mi).

¹⁰ Il *greenshoe* è un’opzione presente in un’offerta (di titoli) istituzionale a favore dei membri del consorzio di collocamento che consente di sottoscrivere un determinato quantitativo di azioni al prezzo di offerta ed entro una certa scadenza. L’opzione di *overallotment*, invece, è una facoltà riconosciuta al *global coordinator* di assegnare un quantitativo di azioni superiore a quello oggetto di offerta.

Figura 1.1: sintesi delle fasi di un IPO.



Fonte: elaborazione personale.

Solitamente le finalità che portano una società a fare un'offerta di titoli al pubblico sono legate alla raccolta di nuove risorse da investire nell'impresa. Ci sono però delle operazioni che hanno scopi diversi quali ad esempio creare il flottante minimo per consentire la quotazione (senza emettere nuove azioni) oppure cedere sul mercato delle partecipazioni. In questi casi si parla di offerta secondaria.

È ormai chiaro, quindi, che con l'IPO un'azienda decide di collocare i suoi titoli azionari su un mercato regolamentato, aprendo il suo capitale a nuovi azionisti.

Le offerte pubbliche iniziali possono essere classificate in tre tipologie: l'Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS), l'Offerta Pubblica di Vendita (OPV) e l'Offerta Pubblica di Sottoscrizione e Vendita (OPVS).

L'Offerta Pubblica di Sottoscrizione è un'operazione con cui una società invita una o più categorie di investitori a sottoscrivere azioni di nuova emissione.

L'Offerta Pubblica di Vendita costituisce una fattispecie di IPO finalizzata alla quotazione ed è un'operazione con la quale una società offre agli investitori la totalità o una parte delle proprie azioni con diritto di voto detenute dagli azionisti, con lo scopo di modificare o ampliare l'azionariato.

La società, infine, può optare congiuntamente per entrambe le modalità di collocamento con l'Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione, operazione mista caratterizzata dal fatto che parte degli strumenti finanziari sono emessi in occasione dell'offerta, mentre una parte sono strumenti emessi in precedenza.

La scelta di come deve avvenire il collocamento sul mercato può influenzare o meno la struttura finanziaria della società. In un'Offerta Pubblica di Vendita sono solo gli azionisti dell'impresa a ricevere liquidità, mentre in un'Offerta Pubblica di Sottoscrizione entrano nuove risorse sotto forma di capitale nella struttura dell'azienda. Alla luce di quanto detto ci appare chiaro il pensiero di Lombardo (2011) *“L'offerta pubblica iniziale rappresenta la procedura tramite la quale le azioni vengono quotate sul mercato regolamentato primario al fine della loro negoziazione sul mercato regolamentato secondario”*¹¹.

È importante precisare che ai fini della quotazione in un mercato regolamentato l'IPO non è l'unico meccanismo esistente. Infatti, qualora le azioni di una società siano già sufficientemente diffuse tra gli investitori e siano rispettati i canoni di borsa rispetto ai requisiti richiesti dal segmento in cui si intende quotarsi, non sarà necessario alcun collocamento ulteriore prima di poter essere ammessi alla negoziazione in un determinato mercato.

Un altro procedimento che può portare una società alla quotazione è quello in cui un'impresa non quotata si fonde con una che lo è. In questo caso si assiste solo ad uno scambio di azioni tra gli azionisti della società neo quotata, i quali riceveranno a seguito di tale operazione titoli della società presente sul mercato.

In ogni caso l'IPO è necessaria ogni qual volta che il capitale flottante della società che intende quotarsi non è abbastanza diffuso tra gli investitori.

Gran parte della letteratura ritiene che il processo di quotazione è semplicemente una fase naturale di crescita dell'impresa; secondo Ibbotson e Ritter (1995) infatti, la quotazione e l'ammissione in borsa dei capitali si manifesta come una via necessaria per rispondere ai sopravvenuti bisogni finanziari e costituisce una tappa fondamentale nel ciclo di vita dell'azienda. Nonostante non si possa affermare che questa teoria sia sbagliata, analizzando un campione di società quotate è difficile riscontrare una direzione unitaria. In alcuni mercati (per esempio in Italia e in Germania) le società che fanno ricorso alla quotazione sono più l'eccezione che la regola. In America (negli Stati Uniti) anche se esistono mercati dei capitali che sono molto ben sviluppati, ci sono *“large companies”* che non sono quotate.

¹¹ Lombardo, S., 2011. *“Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni. Quaderni di Giurisprudenza Commerciale (348)”*. Giuffrè Editore, Milano.

Queste evidenze ci fanno pensare che la quotazione più che essere una fase nel ciclo di vita che prima o poi tutte le imprese devono affrontare, sia una scelta.

Prima di procedere con l'analisi del processo di allontanamento di una società dalla borsa, è quindi utile capire quali sono le motivazioni che inducono un'impresa a scegliere di quotarsi, quali benefici comporta il “*going public process*” e quali sono i costi e rischi che questa scelta potrebbe far nascere.

1.1.1 I motivi e i vantaggi della quotazione.

In questo paragrafo vengono analizzati brevemente i motivi che spingono una società a quotarsi e i principali benefici della quotazione. Le ragioni che portano al “*going public process*” sono state profondamente studiate e oggetto di ricerche di numerosi studiosi. Sebbene le imprese facciano ricorso all'IPO per specifici bisogni e per raggiungere ciascuna i propri obiettivi spesso diversi da impresa ad impresa è possibile trovare una serie di benefici comuni di cui potranno giovare grazie alla quotazione. I benefici hanno diversa natura¹²: finanziari, operativi, strategici, organizzativi e fiscali e coinvolgono sia direttamente l'impresa sia più in generale tutti gli *stakeholders*.

Benefici finanziari

Il primo beneficio finanziario più evidente che si ottiene grazie alla quotazione è l'opportunità di ottenere nuove risorse per la crescita interna ed esterna dell'impresa (attraverso operazioni di fusioni e acquisizioni) e fonti di finanziamento per gli investimenti. Uno dei motivi principali, infatti, che spinge un'impresa a quotarsi è la possibilità di reperire nuovo *equity* e risorse fresche a titolo di capitale di rischio in tempi anche molto brevi. La connessione tra il bisogno di finanziare investimenti e l'operazione di *listing* però non è sempre così scontata. Tre autori italiani Pagano, Panetta e Zingales hanno compiuto uno studio sulle ragioni determinanti che portano alla quotazione nel mercato italiano e hanno documentato che il bisogno di risorse finanziarie per gli investimenti futuri non è il motivo principale che porta al “*going public process*”. I tre autori, infatti, hanno evidenziato una peculiarità del mercato italiano e cioè che le società che si presentano in borsa non intendono quotarsi per

¹² J.Draho, “*The IPO Decision: Why and How Companies Go Public*”, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2004.

finanziare la crescita e i futuri investimenti “*but rather to rebalance their accounts after a period of high investment and growth*” (Zingales 1998)¹³. Con la quotazione quindi si ottiene l’ampiamiento e la diversificazione delle fonti finanziarie che permettono un riequilibrio, un rafforzamento e una ridefinizione della struttura finanziaria dell’impresa.

Un altro importante vantaggio che si ha con l’accesso in borsa è la liquidabilità dei titoli. La liquidabilità, che rappresenta in linea teorica la possibilità di vendere, comprare e quindi negoziare le azioni sul mercato regolamentato in qualsiasi momento subito dopo il periodo di *lock up*, permette agli azionisti di ridurre notevolmente i costi di transazione per trovare nuovi acquirenti e di liquidare il proprio investimento.

Inoltre, per gli azionisti e soprattutto per i primi soci finanziatori (tra cui spesso fondi di *private equity* e *venture capital*) c’è un ulteriore vantaggio che deriva dalla possibilità di realizzare notevoli *capital gains*; infatti, quasi sempre post quotazione c’è un incremento del valore delle azioni. Con la quotazione si riesce anche a migliorare il *debt to equity ratio* (D/E), da un lato c’è un ampliamento del pubblico degli investitori e quindi una maggiore ripartizione dei rischi d’impresa tra di essi (in linea teorica il costo del capitale di rischio “*Ke*” si abbassa) dall’altro l’iniezione di nuovi capitali fa sì che l’impresa abbia una minor dipendenza dal capitale di credito aumentando il proprio potere contrattuale nei confronti delle banche e degli obbligazionisti (il costo del capitale di debito “*Rd*” diminuisce). Attraverso la combinazione di questi fattori si riesce ad ottenere una diminuzione del costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* o *WACC*)¹⁴.

La diminuzione del *WACC* a sua volta comporta un aumento del valore dell’impresa¹⁵.

¹³ Zingales, Pagano e Panetta: *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*; *THE JOURNAL OF FINANCE* – VOL LIII, NO. 1 – FEBRUARY 1998.

¹⁴ “La formula del *WACC* è la seguente: $WACC = Ke * E/V + Rd * D/V * (1-t)$. *Ke* rappresenta il cost of equity, ossia il costo del capitale proprio. *Rd* il costo del debito, da notare che viene considerato al netto dell’aliquota fiscale, ossia al netto degli effetti della deducibilità fiscale degli interessi passivi. I fattori di moltiplicazione *E/V* e *D/V* non sono altro che fattori di ponderazione. Il peso rispettivo di capitale e debito nel costo medio. Infatti, il costo del capitale viene moltiplicato per il peso complessivo del capitale proprio ($E=Equity$) sul totale delle fonti di finanziamento ($V= E+D$). Il costo del debito al netto della deducibilità fiscale viene invece moltiplicato per il peso del debito ($D=Debt$) sul totale delle fonti (appunto patrimonio netto e debito, ossia $E+D$)” (Borsa Italiana).

¹⁵ Per un approfondimento sul tema consultare il manuale “*Corporate Finance*” di Jonathan Berk e Peter Demarzo, *Global Edition* 2019, Pearson.

Benefici operativi, strategici e organizzativi.

Un primo importante vantaggio strategico secondo Geranio (2004)¹⁶ che si ottiene con la quotazione è l'acquisizione di un *pricing* di mercato. Il *pricing* dei titoli dell'impresa attribuisce un valore oggettivo alle azioni, condiviso dal mercato, e garantisce un maggior potere nelle trattative relative ad operazioni di finanza straordinaria. Geranio sostiene, inoltre, che il “*going public process*” agevola il passaggio generazionale, in quanto costituisce una soluzione anche ai problemi di successione nelle imprese di proprietà di famiglie private qualora non ci siano eredi.

Tra i maggiori benefici che comporta il *listing* c'è il miglioramento dello status della società. Rispetto ad una società privata, infatti, un'impresa quotata gode di benefici d'immagine (Roell 1996) e reputazionali; l'entità dei benefici è tanto più forte quanto il mercato in cui avviene la quotazione è un mercato importante ed in cui sono presenti anche *competitors*. Le conseguenze positive derivano sia dalla presenza di investitori istituzionali sia a seguito della gravosa selezione per giungere alla quotazione. Le quotate, infatti, sono sottoposte a rigorosi e pressanti obblighi informativi e pubblicitari da parte degli organi di sorveglianza. È previsto l'obbligo di revisione del bilancio da parte di una società di revisione e di rendere pubblici alcuni documenti societari. Con il maggior prestigio e visibilità che una società ottiene con lo status di quotata aumenta anche la capacità di attrarre le migliori risorse manageriali in termini di qualifiche e qualità che sono sul mercato. In particolare, c'è anche la possibilità di attuare dei piani di compensazione che prevedono l'utilizzo di *stock options*, che sono in grado di incentivare i *managers* e allineare i loro obiettivi con quelli dell'impresa riducendo eventuali costi d'agenzia. Con la quotazione vi è un effetto migliorativo anche per la *corporate governance*. I mercati, infatti impongono il rispetto di precise regole e l'adozione di buoni *standard* di *governance* come ad esempio l'attivazione di comitati per le retribuzioni dei *managers*, rischi, nomine e la presenza di amministratori indipendenti.

Le relazioni tra gli organi della società avvengono in tutta trasparenza e sotto il controllo degli organi di sorveglianza. Dovendo spiegare agli investitori gli investimenti che si

¹⁶ GERANIO, M., 2004. Il *delisting* dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze. Paper n. 7, Università Bocconi, Milano.

vogliono mettere in atto e i piani da attuare a seguito della quotazione, il *management* ha l'occasione di riflettere sugli obiettivi futuri che l'impresa intende perseguire. Un ulteriore beneficio indiretto della quotazione quindi è quello di rendere chiara la strategia che si intende seguire e la condivisione di quest'ultima tra le principali figure dell'azienda.

Un effetto non meno importante si ha anche in termini commerciali. Con la diffusione del nome dell'impresa in seguito alla quotazione si stimolano nuovi clienti e si rafforzano i legami con i precedenti. In conclusione, si può affermare che con il processo di quotazione si certifica la maggiore qualità di un'impresa, che assume una veste istituzionale.

Vantaggi fiscali

Al fine di incentivare la quotazione sono previste delle agevolazioni e degli sgravi fiscali. Ad esempio, la legge di Bilancio 2018 (legge 27 dicembre 2017, n. 205)¹⁷ ha previsto un credito d'imposta pari al 50% delle spese di consulenza sostenute per l'ammissione alla quotazione nel triennio 2018-2020, fino ad un valore massimo del credito di imposta di 500.000 euro. Ma, nonostante la presenza di diversi vantaggi fiscali, il peso di questi ultimi nella decisione di intraprendere una quotazione da parte di un'impresa resta del tutto marginale.

¹⁷ www.gazzettaufficiale.it

Figura 1.2: Sintesi dei principali vantaggi della quotazione per la società e per i singoli stakeholders.

FINANZIARI	OPERATIVI, STRATEGICI, ORGANIZZATIVI	FISCALI	PER I SINGOLI STAKEHOLDERS
• Raccolta di capitali. • Diversificazione fonti finanziarie. • Liquidità dei titoli. • Maggior potere contrattuale con i creditori.	• Miglioramento della visibilità e dell'immagine dell'impresa. • Ingresso di investitori istituzionali. • Acquisizione di un pricing di mercato. • Realizzazione di piani di stock options e di incentivazione ai dipendenti. • Maggiori opportunità di fusioni e acquisizioni strategiche.	• Incentivi e sgravi fiscali.	• Disinvestimento e diversificazione del portafoglio degli azionisti. • Soluzione a problemi di passaggi generazionali. • Maggior qualità del management.

Fonte: elaborazione personale.

1.1.2 I limiti, i rischi e gli aspetti negativi.

Dopo aver esaminato le principali caratteristiche del processo di quotazione e i benefici associati a questa scelta strategica, è doveroso ricordare anche i limiti, i rischi e i costi connessi all'ingresso in un mercato regolamentato. Il processo di *listing*, infatti, implica molteplici rischi e costi che possono essere diversi a seconda dell'emittente.

Studi empirici non hanno confermato un abbattimento del costo del capitale successivamente all'ingresso in borsa, con riferimento al mercato italiano però è stata confermata una maggiore disponibilità di risorse finanziarie a titolo di debito.

Rispetto al vantaggio teorico che si ottiene con il *pricing*, invece, sono sorte numerose critiche. Un mercato di borsa influenzato al ribasso da un *trend* mondiale negativo, infatti, penalizza indistintamente tutte le imprese, conferendo prezzi che in numerose occasioni non considerano i fondamentali di un'azienda.

Per le imprese di medie e minori dimensioni sorge un ulteriore problema legato al fattore liquidità che influisce profondamente sulla volatilità delle quotazioni. Nella fase di conclusione di un *IPO* e subito dopo le prime negoziazioni il mercato tende a

dimenticarsi dei titoli neo-quotati e la conseguenza è un'elevata volatilità del prezzo delle azioni, dovuta alle sporadiche negoziazioni chiuse. Una causa principale di questo fenomeno è dovuta alle dimensioni troppo limitate del capitale delle imprese; infatti, gli investitori istituzionali che gestiscono patrimoni enormi hanno interesse ad investire in un titolo a patto che l'investimento avvenga con una massa di capitale tale da generare ritorni in grado di giustificare i costi di informazione e analisi necessari a gestire l'investimento¹⁸. Una seconda causa che fa allontanare il mercato viene individuata nella scarsa capacità di comunicazione e relazione con gli investitori da parte delle stesse imprese nelle fasi *post* quotazione.

Soprattutto in Italia dove vi è la tradizionale figura dell'imprenditore padrone che gestisce personalmente l'azienda di famiglia e che fatica ad accettare altri interlocutori che non siano la banca di fiducia o altri membri familiari, occorre un cambio di mentalità. L'impresa *post* quotazione non può dimenticare del mercato e degli azionisti di minoranza, ma deve costruire una fitta rete attiva di contatti, relazioni e di scambio di informazioni costanti con gli investitori.

In generale è possibile riconoscere una serie di limitati o mancati vantaggi, rischi e costi comuni a tutte le *IPO* e processi di quotazione a prescindere delle dimensioni dell'impresa.

Per prima cosa il "*going public process*" comporta cospicui costi che l'impresa deve sostenere sia durante la fase di preparazione che dopo la quotazione. I costi possono essere classificati in due fattispecie: diretti e indiretti.

I costi diretti¹⁹ hanno diversa natura e sono tutti gli esborsi sostenuti durante l'iter di preparazione e ammissione alla quotazione. Sono costi diretti tutte le spese dovute alla preparazione, la scrittura, e la diffusione della documentazione riguardante la quotazione richieste dalle autorità di vigilanza. Costituiscono importanti uscite dirette i costi di consulenza finanziaria e legale per la strutturazione dell'operazione, i costi per la revisione e certificazione del bilancio al fine di tutelare il mercato, i costi di transazione e il tempo impiegato dal *management* nell'assistere l'intero processo.

¹⁸ "Inoltre, la normativa prevede che le partecipazioni superiori al 2% del capitale debbano essere notificate alla CONSOB, con conseguente aggravio di costi e tempi. Di qui il sostanziale disinteresse di molti investitori istituzionali per tante piccole imprese quotate in cui l'investimento minimamente conveniente supera il 2% del capitale" (Geranio 2004).

¹⁹ Una parte rilevante dei costi diretti, sono costi fissi e, in quanto tali, beneficiano di economie di scala.

“Quest’ultimo in particolare si qualifica come costo opportunità ed è più difficile da quantificare rispetto agli altri costi prettamente monetari” (Geranio 2004)²⁰. Rientrano tra i costi diretti le commissioni²¹ periodiche annualmente pagate allo *Stock Exchange* (nel caso italiano *London Stock Exchange Group* di cui Borsa Italiana²² fa parte) per la presenza nel listino e il *trading* delle azioni e le dispendiose *fees* per ricompensare i vari soggetti presenti nel processo tra cui le banche del sindacato di collocamento e l’*underwriter*²³.

Altri importanti costi diretti sono le spese legate al *marketing* dell’*IPO*, alla fase del *roadshow*, dei *meeting*, delle conferenze con la comunità finanziaria e in generale legate all’*investor relation* (che nel caso di piccole e medie imprese possono avere degli impatti negativi importanti a conto economico).

I costi indiretti, invece, sono quegli oneri che derivano dall’acquisizione e il mantenimento dello status di quotata e la cui individuazione risulta più complessa rispetto ai costi diretti. La maggior parte dei costi indiretti si collegano al processo di riorganizzazione aziendale e della *corporate governance*. La quotazione comporta cambiamenti in termini di ruoli e funzioni all’interno della società. Vi è la costituzione di una nuova figura l’*investor relator*, il cui compito è quello di gestire il flusso informativo con la comunità finanziaria, assicurando la massima trasparenza nel mercato. La *corporate governance*, invece, con la quotazione deve adattarsi a *standard* più rigorosi; l’attuazione del codice di autodisciplina²⁴ comporta una revisione della composizione del consiglio di amministrazione, della presenza degli amministratori indipendenti, delle procedure di nomina e remunerazione degli amministratori, del

²⁰ GERANIO, M., 2004. Il *delisting* dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze. Paper n. 7, Università Bocconi, Milano.

²¹ Secondo Macey e O’Hara, tali oneri avevano senso quando le borse offrivano servizi in qualità di monopoli non adesso che la struttura dei mercati sta cambiando.

²² L’ammontare richiesto da Borsa Italiana varia in base al mercato di riferimento nel quale la società intende inserirsi e rispetto ai servizi offerti in esso (ad esempio nel segmento STAR dell’MTA vengono richiesti delle *fees* più alte in quanto le società quotate in esso godono di una maggiore visibilità rispetto alle *fees* pagate dalle PMI, i quali titoli sono scambiati sull’ AIM Italia). Il corrispettivo della prima quotazione è calcolato sulla capitalizzazione della società quotanda considerando come prezzo quello di offerta e come numero di azioni quello *post-IPO*.

²³ Solitamente l’*underwriter* percepisce una commissione espressa come percentuale del capitale offerto (tra il 3 e il 7%).

²⁴ Il codice di autodisciplina delle società quotate è stato redatto nel 1999 e rivisitato nel 2003 dal Comitato per la *Corporate Governance* delle società quotate e promosso da Borsa Italiana. Contiene raccomandazioni che costituiscono un modello di “*best practice*” per l’organizzazione e funzionamento delle società quotate italiane.

trattamento delle informazioni sensibili, dei rapporti con gli investitori istituzionali e con gli altri soci.

Le società quotate devono rispettare regole a difesa dell'integrità del mercato e a tutela delle minoranze e uno dei possibili rischi naturalmente è l'aumento della formalizzazione del processo decisionale. Tra i costi indiretti vi sono anche i maggiori costi di *compliance*²⁵. *Post* quotazione, infatti, a seguito dell'aumento delle fonti di regolazione in ambito societario e da parte del mercato, è più articolato e dispendioso il processo di verifica di conformità alle regole da parte dell'azienda.

Altri due rischi indiretti della quotazione sono l'aumento della pressione per le performance di breve periodo e la minaccia di *takeover*. Con la quotazione la società è oggetto continuo di valutazione da parte della comunità finanziaria, il prezzo delle azioni viene influenzato dai piani industriali presentati dal *management* e dalla loro capacità di confermare i risultati trimestralmente. Questi elementi possono portare a compiere delle scelte al fine di raggiungere risultati economici di breve periodo penalizzando invece alternative più coerenti con lo sviluppo di medio e lungo termine. Nello specifico un fattore di rigidità è dato dalla politica dei dividendi e dalle aspettative degli azionisti.

La minaccia di *takeover*, invece, è diffusa nei mercati dove la quota di controllo è contenibile e costituisce allo stesso tempo un incentivo per il *management* a compiere scelte in linea con gli interessi degli azionisti.

Un importante rischio e costo indiretto è legato alla diffusione di informazioni sensibili (dal punto di vista industriale e commerciale) al mercato e quindi anche ai *competitors*. La comunicazione di informazione di interesse strategico per l'azienda avviene sia prima della quotazione che durante per mantenere lo status di quotata. Quest'attività di *disclosure* comporta sia rischi in termini di perdita di vantaggi competitivi dopo aver reso pubbliche certe informazioni, sia costi per mantenere attivi dei sistemi di comunicazione e gestione.

Infine, la trasparenza congiuntamente all'obbligo di revisione legale dei conti, elimina gran parte dei possibili rischi per la collettività legati ad eventuali attività contabili e fiscali poco limpide da parte dell'impresa (Geranio 2004). Se da un lato questo è un

²⁵ Un esempio chiaro di aumenti dei costi di *compliance* e che nei paragrafi successivi approfondiremo in quanto causa degli aumenti di *delisting*, è l'introduzione del *Sarbanes - Oxley Act* (2002) negli Stati Uniti che ha alzato notevolmente gli impegni richiesti alle società quotate.

chiaro vantaggio per il pubblico e la comunità, per l'impresa qualora avesse compiuto azioni di evasione o elusione fiscale in precedenza, costituisce un aggravamento dei costi.

Alcuni dei mancati vantaggi e costi che sono stati introdotti verranno esaminati ancora più nello specifico nei successivi paragrafi. Molti di questi limiti, costi e rischi connessi alla quotazione, infatti, costituiscono i motivi che spingono le società quotate a ritirarsi volontariamente dalla borsa.

1.2 Definizioni.

“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” (Geranio 2004)²⁶.

In generale il termine *delisting* in senso ampio si riferisce a qualsiasi società che lascia la borsa in cui le azioni sono negoziate.

La parola *delisting* deriva dal vocabolo *listing* e si può dire che rappresenta l'operazione di segno contrario rispetto al processo di quotazione: con il *delisting* la società non arriva in borsa ma la abbandona.

Tra la fine del ventesimo secolo e l'inizio del ventunesimo e negli ultimi vent'anni, negli Stati Uniti, in Gran Bretagna e nel continente europeo, il *delisting* è diventato un fenomeno di notevole importanza e oggetto di studio da parte di accademici che precedentemente si era soffermati maggiormente sul *“going public”*.

I due studiosi Martinez e Serve (nel 2017) hanno analizzato un campione di 42 paesi tra il 2008 e il 2012 di cui il 75% apparteneva a tre aree geografiche: Stati Uniti, UK ed Europa.

Dall'analisi e dal confronto tra le società che fuoriuscivano dal mercato e le nuove quotate è emerso che in Europa le nuove quotate eccedono le società in uscita con un differenziale positivo dello 0,4%. Più significativi invece sono i dati che provengono dal mondo anglosassone. Negli Stati Uniti e in UK, infatti, si hanno dei *gap* inversi: vi è un differenziale positivo a favore delle società in uscita rispetto alle nuove quotate relativamente del 6.2% e del 7.6%. L'argomento oggi risulta essere ampiamente attuale

²⁶GERANIO, M., 2004. Il *delisting* dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze. Paper n. 7, Università Bocconi, Milano.

considerando che in periodi di crisi e incertezza delle borse e dei mercati finanziari tendenzialmente si verifica un aumento di questo fenomeno²⁷. Le ragioni della diffusione e della crescita della sua importanza vanno, infatti, ricercate in eventi macroeconomici sfavorevoli come ad esempio la crisi finanziaria del 2007-2008.

I *delisting* possono essere di due tipi: involontari e volontari (Macey 2008)²⁸.

Si parla di *delisting* involontari o *delisting* forzati quando una società è obbligata ad uscire dal mercato in cui le azioni sono negoziate per mancanza dei requisiti (ad esempio la capitalizzazione di mercato è insufficiente) richiesti dal regolamento del paese di riferimento per la quotazione o in caso di difficoltà finanziarie. Il *delisting* involontario è quindi un effetto della decisione da parte della borsa di revocare il titolo della società dal listino. Questa fattispecie di *delisting* è più frequente nel mondo anglosassone in quanto vige una normativa molto severa e vi sono requisiti rigidi da rispettare per mantenere lo status di quotata.

Si parla di *delisting* volontario quando è la stessa società che per scelta del *management* e della proprietà decide di abbandonare la quotazione. Spesso per far riferimento ad un'operazione volontaria di uscita dal listino di borsa la letteratura utilizza due espressioni che provengono dal mondo anglosassone "*Going Private Transaction*" (GPT) e "*Public to Private Transaction*" (PTP). Secondo Leuz, Triantis e Wang "*Going private typically denotes a transaction initiated by employees and/or existing investors that concentrate ownership in the hands of a few sets of investors who do not seek to have their equity publicly traded*"²⁹.

Per Renneboog e Simons, invece, si parla di "*public to private*" o "*going private transaction*", quando una società quotata è acquistata e fatta uscire dal listino. Le *going private* e *public to private transactions*, quindi, non sono altro che operazioni compiute volontariamente con le quali una società viene trasformata da quotata a "*private*". Lehn e Poulsen (1989) le definiscono "*as one that converted a free-standing, publicly traded corporation into a privately held corporation*"³⁰.

²⁷ Secondo la teoria dell'"*hot and cold markets*" il volume delle IPO aumenta nei periodi in cui il mercato presenta dei trend positivi, mentre viceversa diminuisce in momenti macroeconomici negativi.

²⁸ Macey, O'Hara, Pompilio: *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*; *The Journal of Law and Economics* - Novembre 2008.

²⁹ LEUZ, C., TRIANTIS, A., e WANG, T., 2008. Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistration. *Journal of Accounting and Economics*.

³⁰ Lehn, Poulsen, 1989. Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions, *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOLUME 44.

In generale, le operazioni di *going private* e che rientrano nella tipologia di *delisting* volontario sono un fenomeno che appartengono ai mercati finanziari dell'Europa continentale.

Rispetto a UK e Stati Uniti, infatti, in Europa c'è una normativa che regola il processo di quotazione meno rigida e, conseguentemente, i *delisting* involontari sono meno frequenti.

Le *going private transactions* possono essere messe in atto con diverse tecniche e spesso il *delisting* è un effetto più che il formale obiettivo di queste operazioni.

Le *GPT* possono avvenire come risvolto naturale a seguito di una fusione (per unione o incorporazione), a seguito di un'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) o *takeover*. Quando il *takeover* viene compiuto da una società costituita appositamente per l'acquisizione, non quotata e con ingenti capitali di debito l'operazione prende il nome di "*Leveraged Buy-Out*" (*LBO*). Nel caso in cui la società fuoriesce dal mercato a seguito dell'acquisto da parte dei *managers* della stessa società si parla, invece, di "*Management Buy-Out*" mentre se i *managers* sono esterni di "*Management Buy-In*" (*MBI*).

Il fenomeno del *LBO* è largamente diffuso negli Stati Uniti e in UK mentre nel continente europeo è iniziato a svilupparsi dagli anni duemila. In particolare, in Europa la maggior parte delle società che decidono di abbandonare la borsa volontariamente lo fanno attraverso il "*Buyout Offer with squeeze-out*" (*BOSO*). Attraverso questo meccanismo gli azionisti che hanno il controllo in determinate circostanze possono liquidare gli azionisti di minoranza e compiere il *delisting*.

Inoltre, sembra vi sia anche una differenza rispetto alla natura degli acquirenti tra l'area geografica anglosassone e quella europea: negli Stati Uniti e in UK i *LBOs* sono promossi principalmente da fondi di *private equity* mentre in Europa l'acquirente è solitamente una famiglia (Crocì e Del Giudice 2014) o una *corporation* (Geranio e Zannotti 2012).

Rientrano nella tipologia di *delisting* volontari anche i casi in cui è la stessa società a violare di proposito gli *standard* di quotazione al fine di uscire dal mercato regolamentato.

È importante sottolineare in questa sede che scegliere una determinata operazione piuttosto che un'altra, rispetto ad una serie di alternative, comporta dei risvolti estremamente diversi per la società.

La decisione di lasciare la borsa non implica necessariamente che le azioni della società smettano di essere negoziate. Per le transazioni con cui una società esce da un mercato e le sue azioni continuano ad essere scambiate in un altro (estero o non regolamentato) si utilizza l'espressione "*going dark*" o "*deregistration*". In questo caso non sono necessari cambiamenti in termini di controllo. Ad esempio, molte società che abbandonano la borsa iniziano a negoziare i titoli nei mercati *Over - The - Counter (OTC)*³¹, mercati in cui sono richiesti *standard* di quotazione meno severi o che addirittura non sono per niente regolamentati.

Le *going private transactions* e le operazioni di *going dark* quindi si distinguono in quanto con le prime la società decide di non negoziare più le azioni con il pubblico mentre con le seconde la società decide di spostarsi in un mercato (solitamente OTC) meno regolamentato.

Inoltre, una società potrebbe decidere di spostarsi da un mercato ad un altro anche all'interno della stessa borsa (per esempio da un mercato primario ad uno secondario) per giovare di minori costi legati al mantenimento dello status di quotata, minori requisiti di *disclosure* richiesti e così via. Questa ultima scelta non rientra nelle fattispecie di *going dark*.

Da una prospettiva meramente tecnica e legale *going private*, *public to private* e *going dark* sembrano differenti modi con i quali mettere in atto un'operazione di *delisting*. In realtà questi processi di *delisting* nell'ottica economico - finanziaria mostrano significative differenze in termini di motivazioni teoriche, procedurali e rispetto agli effetti sulla società e soprattutto sul valore delle azioni.

Rispetto ai criteri di classificazione di *delisting* volontario e involontario e di operazioni di *going private* e *going dark* è utile sottolineare che tipicamente il *delisting* volontario

³¹ Un Mercato Mobiliare non Regolamentato (*Over the Counter, OTC*) è un luogo, fisico o virtuale, in cui gli operatori si incontrano al fine di collocare, scambiare o rimborsare valori mobiliari. L'assenza di regolamentazione riguarda il fatto che il funzionamento di tale mercato, i titoli e gli operatori ammessi non sono assoggettati alla disciplina specifica e alla autorizzazione delle Autorità di Vigilanza in materia di Mercati Regolamentati e non sono iscritti nell'apposito albo. Le modalità di contrattazione non sono standardizzate ed è possibile stipulare contratti "atipici" (Borsa Italiana).

avviene sotto forma di un'operazione di *going private* mentre il *delisting* involontario normalmente include operazione di *going dark*.

In conclusione, si può affermare che il *delisting* come la quotazione è un processo complesso, ma anche molto diversificato ed eterogeneo. Ed è proprio l'eterogeneità che spiega l'approccio frammentato della letteratura e gli studi compiuti rispetto ad uno specifico tipo di *delisting* ed area geografica.

1.3 Quadro normativo.

In questo paragrafo si procede con l'analisi della normativa che fa da cornice al *delisting*: gli aspetti legali, i regolamenti e le fonti normative in generale hanno un'influenza notevole su tale fenomeno. In particolare, si esaminano prima i riferimenti giuridici in Italia, la quale presenta un assetto normativo che per grandi linee non si discosta da quelli degli altri paesi dell'Europa Continentale, e poi la disciplina degli Stati Uniti per la presenza di mercati finanziari sicuramente più sviluppati, efficienti e attrattivi per gli investitori.

1.3.1 In Italia.

La normativa italiana prevede che un titolo quotato in un mercato regolamentato possa essere revocato sia a seguito della richiesta volontaria da parte della società emittente, sia in alternativa, per decisione di Borsa Italiana, a causa del venir meno dei requisiti da rispettare per la permanenza sul listino. Il primo è sicuramente il più frequente, rientrano in questa fattispecie anche i casi connessi a fusioni ed OPA. La disciplina per la sospensione o la revoca dalla borsa è prevista al Titolo 2.5 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. (aggiornato al 3 giugno 2020). Secondo l'articolo 2.5.1 "*Borsa Italiana può disporre: a) la sospensione dalle negoziazioni di uno strumento finanziario, se la regolarità del mercato dello strumento stesso non è temporaneamente garantita o rischia di non esserlo ovvero se lo richieda la tutela degli investitori; b) la revoca dalla quotazione e dalle negoziazioni di uno strumento finanziario, in caso di prolungata carenza di negoziazione ovvero se reputa che, a causa di circostanze particolari, non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento*"³².

³²Art.2.5.1 comma 1 Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

Il regolamento, quindi, prevede due modalità per interrompere la quotazione: in primo luogo la sospensione che è un atto con cui si interrompe la normale negoziazione di uno strumento finanziario per un arco temporale limitato, utilizzata nel caso in cui la regolarità del mercato dello stesso strumento non è temporaneamente garantita, rischia di non esserlo o per tutelare gli investitori; in secondo luogo la revoca, che è un atto definitivo con cui si cancella il titolo dal listino nei casi più estremi quando non è possibile mantenere un mercato normale e regolare per quel dato strumento.

Borsa Italiana decide di sospendere o meno un titolo basandosi prevalentemente sui seguenti elementi: *“a) diffusione o mancata diffusione di notizie che possono incidere sul regolare andamento del mercato; b) delibera di azzeramento del capitale sociale e di contemporaneo aumento al di sopra del limite legale; c) ammissione dell'emittente a procedure concorsuali; d) scioglimento dell'emittente e) giudizio negativo del revisore legale o della società di revisione legale, ovvero impossibilità per il revisore legale o la società di revisione legale di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi.”*³³

È importante sottolineare che Borsa Italiana ha una notevole discrezionalità nel deliberare ammissioni, revoche e sospensioni. Vi possono essere società che presentano elementi per la sospensione ma non viene deliberata, così come casi di società che non rispettano i requisiti di quotazione ma restano lo stesso quotate. Il venir meno dei requisiti, o la presenza di determinati elementi non comportano la sospensione o la revoca in maniera automatica ma occorre la delibera finale di Borsa Italiana. Il potere discrezionale di Borsa Italiana presenta sia elementi positivi, ad esempio, una società che ha avuto sempre delle buone *performance* non esce automaticamente dal mercato al venir meno di uno degli *standard*, sia allo stesso tempo aspetti negativi legati al fatto di privilegiare le grandi società contro gli interessi di quelle a capitalizzazioni inferiori (*small caps*).

Borsa Italiana può decidere di sospendere in maniera discrezionale le contrattazioni quando vi sono motivi tecnici o circostanze che non garantiscono il regolare funzionamento del mercato, quando occorre acquisire ulteriori informazioni rispetto a particolari situazioni di uno strumento finanziario e quando vi sono andamenti anomali dei prezzi o delle quantità di titoli negoziabili. Infine, vi possono essere delle sospensioni anche qualora vi sia la segnalazione da parte di operatori che ritengono

³³Art. 2.5.1 comma 2 Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

essere danneggiati dal comportamento non conforme alle regole di altri soggetti. Nel caso del mercato IDEM la sospensione può avvenire su richiesta motivata dell'organismo di gestione del sistema di composizione e garanzia.

Al comma 3 l'articolo 2.5.1 prevede che *“qualora nel periodo in cui uno strumento finanziario è sospeso dalle negoziazioni si siano verificate modifiche sostanziali nella situazione economico, patrimoniale o finanziaria dell'emittente, Borsa Italiana può subordinare la revoca del provvedimento di sospensione, nel solo interesse della tutela degli investitori, alle condizioni particolari che ritenga opportune, nei limiti delle competenze di cui all'articolo 2.1.2 del Regolamento e che siano esplicitamente comunicate all'emittente”*³⁴.

Al comma 5 dell'articolo 2.5.1, invece, si trovano gli elementi ai quali Borsa Italiana fa riferimento per deliberare la decisione di revoca: *“a) controvalore medio giornaliero delle negoziazioni eseguite nel mercato e numero medio di titoli scambiati, rilevati in un periodo di almeno diciotto mesi; b) frequenza degli scambi registrati nel medesimo periodo; c) grado di diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari in termini di controvalore e di numero dei soggetti detentori; d) ammissione dell'emittente a procedure concorsuali; e) giudizio negativo del revisore legale o della società di revisione legale, ovvero impossibilità per il revisore legale o la società di revisione legale di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi; f) scioglimento dell'emittente; g) sospensione dalle negoziazioni per una durata superiore a 18 mesi”*³⁵.

Questi elementi possono essere considerati come delle condizioni che al verificarsi possono condurre la società al delisting. Nei casi a) e b) si fa riferimento ad un periodo minimo di diciotto mesi al fine di poter considerare una situazione ormai consolidata e non più provvisoria e poter procedere con la cancellazione del titolo. Il comma 5 riprende tre condizioni che sono già considerate per la sospensione, i punti d), e) e f). In queste tre fattispecie il regolamento permette a Borsa Italiana di esprimersi con un provvedimento di sospensione oppure di revoca definitiva a seconda del caso. Il punto g) del comma 5, infine, consente a Borsa Italiana di prendere una strada più prudente, in presenza di determinate circostanze, infatti, si può procedere dapprima deliberando per una sospensione e soltanto dopo 18 mesi, qualora permangono queste circostanze,

³⁴ Art. 2.5.1 comma 3 Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

³⁵ Art. 2.5.1. comma 5 Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

di procedere con la revoca. L'art. 2.5.2 del Regolamento disciplina gli aspetti procedurali della revoca.

Se analizzando gli elementi previsti dall'articolo 2.5.1 comma 5, Borsa Italiana rileva che vi sono motivi ragionevoli per procedere con il *delisting* della società, *“invia all'emittente una comunicazione scritta con la quale vengono richiamati gli elementi che costituiscono presupposto per la revoca e viene fissato un termine non inferiore a 15 giorni per la presentazione di deduzioni scritte”*. Il comma 2 dell'articolo prevede che nelle deduzioni l'emittente può richiedere un'audizione a Borsa Italiana.

La decisione di Borsa Italiana viene assunta entro sessanta giorni dalla comunicazione prevista dal comma 1 dell'articolo 2.5.2, tale termine può essere interrotto soltanto una volta, qualora vi sia la necessità di richiedere ulteriori informazioni relative ad eventi avvenuti dopo la comunicazione della procedura di revoca. Una volta ricevuta la documentazione decorre nuovamente il termine di sessanta giorni. *Dell'avvio della procedura vien data immediata comunicazione alla Consob*³⁶.

Può accadere che gli azionisti dopo aver optato per la quotazione decidano successivamente di riacquistare la totalità delle azioni presenti sul mercato. In questo caso bisogna fare particolare attenzione, il riacquisto delle azioni a seguito di Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) comporta il *delisting* del titolo, a causa del venir meno di uno dei requisiti più importanti per la permanenza in borsa, il flottante³⁷, cioè il numero di azioni circolanti emesse dalla società che sono disponibili per le negoziazioni e non rientrano nel capitale che costituisce la partecipazione di controllo. In questo caso anche se dal punto di vista formale è Borsa Italiana che delibera la revoca, l'uscita dal mercato è una fattispecie che viene trattata come *delisting* volontario. Al comma 6 dell'articolo 2.5.1 è disposta la revoca dal mercato al verificarsi dei casi previsti dell'art. 108³⁸

³⁶ Art. 2.5.2 comma 5 Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

³⁷ Borsa Italiana richiede degli specifici requisiti in termini di flottante minimo per l'ammissione alla quotazione: per i titoli scambiati sul MTA è richiesto un flottante minimo del 25% del capitale, mentre per le azioni quotate nel segmento STAR è richiesto un flottante minimo del 35%.

³⁸ L'art. 108 del TUF denominato “obbligo di acquisto” sancisce: al primo comma *“L'offerente che venga a detenere, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli (in una società italiana quotata) ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste solo per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento”*; al secondo comma *“Salvo quanto previsto al comma 1, chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli*

(commi 1 e 2) del Testo Unico della Finanza (TUF) o in caso di diritto d'acquisto (*squeeze out*³⁹) previsto dall'art. 111⁴⁰ del TUF.

Un'altra circostanza che rientra nei *delisting* volontari, anche se formalmente la decisione viene presa da Borsa Italiana, è la fusione per incorporazione della società quotata in un'altra società. Il Regolamento di Borsa italiana all'articolo 2.5.5, disciplina i casi di esclusione su richiesta della società emittente dalle negoziazioni. L'articolo prevede che ai fini dell'esclusione prevista dall'articolo 133⁴¹ del TUF le società italiane con titoli quotati sul MTA e sul MIV inviano una richiesta scritta a Borsa Italiana, sottoscritta da un legale rappresentante e seguendo lo schema previsto nelle istruzioni. A tale richiesta le società emittenti devono allegare la delibera dell'assemblea straordinaria di richiesta di esclusione dalle negoziazioni e l'attestato dell'ammissione a quotazione in altro mercato regolamentato o di altro paese dell'Unione Europea. Dalla delibera all'esclusione effettiva dagli scambi decorrono circa 30 giorni. Il comma 4 dell'articolo 2.5.5 prevede che Borsa Italiana entro 10 dieci giorni dalla presentazione dell'apposita richiesta dispone l'esclusione indicandone la data di decorrenza della stessa. Tale provvedimento è comunicato al pubblico attraverso Avviso di Borsa Italiana e trasmesso alla società che intende uscire dal mercato. *“Quindici giorni prima della data di decorrenza dell'esclusione dalle negoziazioni, l'emittente pubblica un avviso che rinnova l'informativa al pubblico circa l'imminente esclusione dalle negoziazioni e secondo le modalità di cui all'articolo 2.7.1, comma 1”*⁴².

ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste soltanto in relazione alle categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novanta per cento”

³⁹ “*squeeze out*” è un termine inglese con il quale si fa riferimento al diritto di acquisto di azioni residue a seguito di un'offerta pubblica di acquisto totalitaria se ricorrono determinate condizioni.

⁴⁰ Il comma 1 dell'art. 111 del TUF afferma: *1. L'offerente che venga a detenere a seguito di offerta pubblica totalitaria una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli ((in una società italiana quotata)) ha diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto.*

⁴¹ Ai sensi dell'art. 133 del TUF denominato “Esclusione su richiesta dalle negoziazioni”: *“Le società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani, previa deliberazione dell'assemblea straordinaria, possono richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari, secondo quanto previsto dal regolamento del mercato, se ottengono l'ammissione su altro mercato regolamentato italiano o di altro paese dell'Unione Europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla CONSOB con regolamento”.*

⁴² Articolo 2.5.5. comma 5 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

1.3.2 La normativa negli Stati Uniti.

Negli Stati Uniti le società che intendono quotarsi devono osservare due documenti principali. In primo luogo, la Sezione 12(g)(1) del “*Securities Exchange Act*” (“*Exchange Act*”) del 1934 che afferma che ogni emittente impegnato nel commercio interstatale, o in un’attività che influisce sul commercio interstatale, o i cui titoli sono negoziati mediante l’uso della posta o di qualsiasi mezzo o strumenti del commercio interstatale deve registrare tali titoli presentando una dichiarazione di registrazione alla *Securities and Exchange Commission (SEC)* a condizione che: 1) l’emittente ha attività totali superiori a dieci milioni di dollari; 2) una classe di titoli azionari detenuti da 2000 persone o 500 persone che non siano investitori istituzionali.

In secondo luogo, oltre alla registrazione presso la *SEC*, l’emittente con azioni quotate in borsa deve registrarsi in una borsa di sicurezza nazionale presentando una domanda, utilizzando lo stesso modulo utilizzato per la registrazione presso la *SEC* ai sensi della Sezione 12(b) del *Securities Exchange Act*. Tale modulo deve contenere tutte le informazioni sull’azienda come ad esempio: la descrizione dell’attività, i fattori di rischio, le informazioni finanziarie, gli amministratori e i dirigenti, e così via. Entrambe le registrazioni attivano una serie di obblighi di segnalazione periodica ai sensi della Sezione 12 (b) e (g) come la relazione annuale (Modulo 10-K), le relazioni trimestrali (Modulo 10-Q), la relazione corrente (Modulo 8-K) per la comunicazione di eventi rilevanti per gli azionisti di un’azienda.

Per quanto riguarda il *delisting* invece, quando una società non rispetta gli obblighi informativi e gli elevati *standard* di *corporate governance*, segue la procedura descritta da *FORM 15* della *SEC* che riguarda i *delisting* involontari. Se invece il *delisting* è volontario si fa riferimento al *FORM 13 E-3*. Secondo Macey, O’hara e Pompilio (2008) solitamente le società avviano contemporaneamente al *delisting* la procedura di *deregistration* che appare ancora più articolata di quella della *registration*. La procedura per effettuare il *delisting* e abbandonare il listino prevede diversi passaggi. Secondo la regola 12 g-4 “certificazioni di risoluzione della registrazione ai sensi della sezione 12 (g)” del Codice dei regolamenti federali (titolo 17, capitolo II, parte 240), la cessazione della registrazione di una classe di titoli (ai sensi della sezione 12 (g) del *Securities Exchange Act* del 1934) entrerà in vigore 90 giorni dopo che l’emittente certifica alla

Securities and Exchange Commission (SEC) sul Form 15⁴³ che la classe di titoli è tenuta registrata da: 1) meno di trecento persone o 2) meno di cinquecento persone, quando il valore totale delle attività non supera i dieci milioni di dollari nell'ultimo giorno di ciascun anno fiscale nell'ultimo triennio. La cancellazione dal modulo 15 dovrebbe essere accompagnata dalla presentazione del modulo 25 in base al quale l'impresa notifica alla *SEC* il ritiro di una classe di titoli dalla quotazione in una borsa valori nazionale e dalla registrazione ai sensi della sezione 12 (b).

Entrambe le cancellazioni comportano la risoluzione degli obblighi di segnalazione periodica ai sensi della Sezione 12 (b) e (g). Sfortunatamente, la procedura non è così semplice come potrebbe apparire perché la *SEC* chiede all'azienda che vuole diventare privata ulteriori documenti. Ai sensi della Regola 13e-3 "Operazioni private da parte di determinati emittenti o loro affiliate" del Codice dei regolamenti federali (Titolo 17, Capitolo II, Parte 240), l'emittente deve presentare alla *SEC* l'Allegato 13E-3 o il Programma TO in cui la società deve fornire molte informazioni sulla transazione (ad es. Offerta pubblica, divisione di azioni inversa, vendita di attività, fusione) il cui effetto è rendere qualsiasi classe di titoli azionari dell'emittente soggetta a Sezione 12 (g) del *Securities Exchange Act* del 1934 ammissibile alla risoluzione della registrazione ai sensi della Regola 12g-4. Tale documento include tutte le informazioni di cui un azionista ha bisogno per comprendere le caratteristiche, gli scopi, le motivazioni, gli effetti e l'equità della transazione. Inoltre, se la transazione comporta un'offerta pubblica o se il corrispettivo consisterà, in tutto o in parte, in titoli di un altro emittente, la divulgazione ai sensi dei regolamenti 14D, 14A o 14C del codice dei regolamenti federali (titolo 17, capitolo II, parte 240) sarà inoltre richiesta. L'elevata trasparenza è strettamente correlata ai rischi di abuso di informazioni privilegiate impliciti nella transazione stessa. I problemi tipici sollevati dall'operazione possono essere collegati all'individuo che avvia la transazione (sono gli azionisti di maggioranza che guidano l'accordo o c'è una terza parte interessata?), al metodo di finanziamento (ci saranno finanziamenti coinvolti che influenzeranno la leva finanziaria e i flussi di cassa dopo la transazione?), al rischio di contenzioso e così via. Di conseguenza, la *SEC* tende a scrutare attentamente le transazioni PTP.

⁴³ Il modulo 15 è il tipo di documento che l'impresa ammissibile a essere revocata deve presentare alla *SEC* al fine di certificare e notificare la cessazione della registrazione di una classe di titoli ai sensi della Sezione 12 (g) del *Securities Exchange Act* del 1934.

Completato il processo di *deregistration* le società non potranno quotarsi in altri mercati regolamentati né all'interno degli Stati Uniti.

Quando si parla di *delisting* e assetto normativo statunitense non si può non far riferimento alla *Sarbanes Oxley Act* (*Sarbox* o semplicemente *SOX*). La *SOX* è una legge federale emanata nel luglio 2002 dal governo degli Stati Uniti a seguito di diversi scandali. Lo scopo della legge era quello ripristinare la fiducia nel mercato da parte degli investitori attraverso: 1) il miglioramento della *corporate governance* in termini di trasparenza con stringenti obblighi informativi; 2) maggiore responsabilità e indipendenza dei revisori; 3) aumenti delle pene per crimini finanziari e illeciti fiscali; 4) maggiore discrezionalità nell'adempimento dei compiti da parte dell'autorità di vigilanza dei mercati regolamentati, la *SEC*; 5) maggiori poteri agli azionisti di minoranza. La letteratura⁴⁴ ha sottolineato più volte la connessione tra l'aumento dei *delisting* nei mercati statunitensi, la riduzione delle nuove società quotate e l'emanazione della *SOX* nel 2002. La riduzione delle *IPO* e l'aumento dei *delisting* è stato causato senza dubbi dall'aumento esponenziale dei costi per rispettare i requisiti di quotazione previsti dalla *SOX*. La legge oltre ad aumentare i requisiti di *corporate governance*, di *disclosure* e trasparenza ha reso più complesso il processo di "*registration*" previsto dal *Security Exchange Act*. Anche osservando la normativa statunitense si evince un'elevata discrezionalità dello *Stock Exchange*, il mancato rispetto dei requisiti non comporta, infatti, l'automatica esclusione dal mercato. Se da un lato questa autonomia viene criticata da gran parte della letteratura poiché si tende a favorire i titoli con più visibilità e maggiori dimensioni, che anche se non rispettano tutti gli standard rimangono nei listini per anni, dall'altro lato, occorre precisare che lo *Stock Exchange* al fine di evitare nuovi scandali (come quelli avvenuti all'inizio del 2000) e di tutelare gli interessi degli investitori, è inflessibile qualora vi siano comportamenti poco trasparenti da parte di una società.

1.4 Going private waves.

Il *delisting* è un fenomeno attuale, ma non nuovo, ci sono state due importanti manifestazioni storiche di questo fenomeno che per la loro portata prendono il nome di "ondate di *delisting*" (*delisting waves* o *going private waves*).

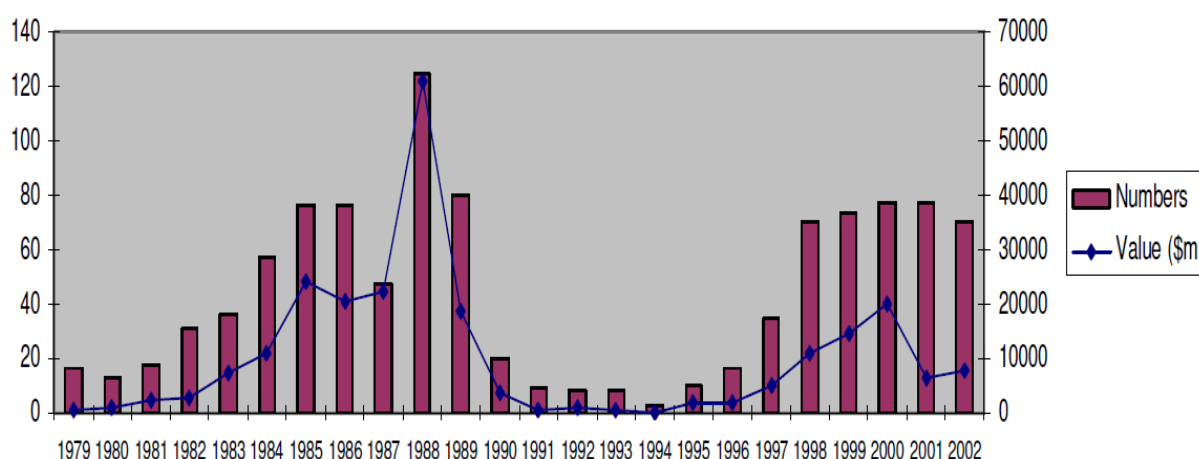
⁴⁴ Chaplinksy e Ramchand, 2007; Harris, 2009.

Le due ondate sono avvenute rispettivamente negli anni Ottanta, terminata con la crisi dei mercati dei *junk bonds* e alla fine degli anni Novanta, terminata con la crisi finanziaria del 2008⁴⁵. Tra le due vi sono elementi di distinzione molto marcati sia in termini di mercati di riferimento sia rispetto alle motivazioni alla base delle transazioni che hanno riguardato società molto diverse.

La prima ondata di *going private* tra il 1980 e il 1989, è avvenuta prevalentemente negli Stati Uniti⁴⁶, con solo alcuni casi verificatisi all'esterno nel Regno Unito.

Nelle figure i grafici ci mostrano il numero dei delisting avvenuti negli Stati Uniti e in UK dal 1979 al 2002.

Figura 1.3a Numero di *PtP transactions* e valori in dollari americani negli Stati Uniti tra il 1979 e il 2002.



Fonte: Ronneboog e Simons (2005).

Le *going private transactions* di questa ondata sono state realizzate principalmente attraverso operazioni di *LBOs*, e hanno riguardato secondo lo studio di Jensen società che presentavano nella maggior parte dei casi tre caratteristiche: *large corporation*, con grandi flussi di cassa a disposizione e poche opportunità di crescita.

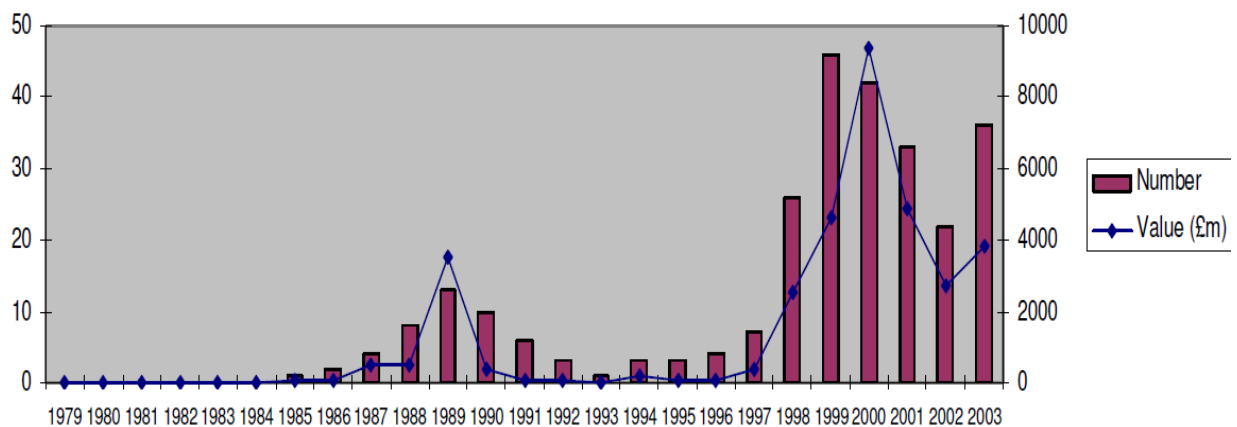
“Le ipotesi alla base dell’ondata di going private degli anni ’80 sono essenzialmente tre e interconnesse tra loro: 1) l’inefficienza della corporate governance; 2)

⁴⁵ Secondo lo studioso You (2008), che ha analizzato il delisting in una dimensione internazionale tra il 1964 e il 2008 si sono verificati 73.254 delisting, e l’80% di questi dopo il 2000.

⁴⁶ Secondo Mitchell e Mulherin (1996) tra il 1982 e il 1989 il 57% delle società quotate negli Stati Uniti è diventata un *target* di *takeovers* (principalmente ostili) o sono stati oggetto di *restructuring*.

l'innovazione finanziaria; 3) la presenza di grandi gruppi conglomerati” (Del Giudice, 2012)⁴⁷.

Figura 1.3.b Numero di PtP transactions e valori in milioni di sterline in UK tri I 1979 e il 2002.



Fonte: Ronneboog e Simons (2005).

Secondo Jensen e Ruback (1983) la motivazione principale delle operazioni di *LBOs* e dei *going private* sono state le inefficienze della *corporate governance* e, in particolare, gli elevati costi d'agenzia⁴⁸ derivanti dal disallineamento d'interessi tra gli azionisti (*principal*) e il *management* (*agent*). Il tema dell'*agency problem* è strettamente connesso al tema degli assetti proprietari. La struttura proprietaria influenza la forza e la capacità degli azionisti di controllare o meno le attività del *management*. Nelle società con azionariato diffuso tra il pubblico e dove si ha una netta separazione tra *management* e proprietà i costi di agenzia sono molto alti. Viceversa, nelle società che presentano una struttura proprietaria ristretta o addirittura chiusa gli azionisti possono più agevolmente controllare l'operato degli amministratori e quindi i costi di agenzia sono ridotti o del tutto inesistenti.

All'inizio degli anni '80 i costi d'agenzia erano divenuti insostenibili rispetto ad un periodo in cui erano richiesti importanti investimenti per fronteggiare la crescente competitività nel mercato.

⁴⁷ DEL GIUDICE, A., 2012. *Going Private Transactions - Perché le società abbandonano la Borsa*. Milano, FrancoAngeli.

⁴⁸ I costi di agenzia è possibile classificarli in tre tipologie: i costi di *monitoring*, cioè quelli che derivano dal controllo del *principal* sull'attività dell'*agent*; i costi di riassicurazione, cioè quelli che derivano dai comportamenti dell'*agent* volti a garantire al *principal* che non adatterà comportamenti che possano in qualche modo danneggiare lui o la società a seguito di comportamenti opportunistici; e infine i costi residuali che nascono dalla differenza tra il comportamento effettivo dell'*agent* e il comportamento che avrebbe dovuto tenere.

Il taglio dei costi, e quindi l'utilizzo efficiente dei notevoli flussi di cassa unito all'esigenza di ridimensionare i gruppi e aumentare la focalizzazione sul *core business* al fine di generare valore, rappresentavano sicuramente obiettivi raggiungibili attraverso un'operazione di *going private*.

“Il delisting garantiva la tranquillità di operare tagli senza la pressione del mercato azionario e delle sue esigenze informative” (Del giudice)⁴⁹.

L'innovazione finanziaria si ebbe in particolare grazie all'utilizzo dei *junk bonds*, ritenuti un elemento decisivo nella raccolta di capitale in quanto permettevano l'accesso a fonti di finanziamento (a titolo di debito e ad alto rischio) in maniera veloce e intercettando un numero notevole di investitori. Il ricorso al debito per finanziare le operazioni di *buyout* era incentivato anche da un costo del denaro molto contenuto.

Inoltre *“l'elevato indebitamento che gravava sulle società acquisite realizzava una forma superiore di governance societaria basata sull'utilizzo del debito come forma di disciplina nell'uso delle risorse”* (Kaplan 1989)⁵⁰.

Una delle *boutique* più antiche operanti nel settore, Kholberg, Kravis e Roberts (KKR) sosteneva questo sistema di acquisizioni utilizzando i *junk bonds*, ma l'operato delle società aveva generato non poche preoccupazioni riguardo la sostenibilità del debito. All'opposto, infatti, Forstmann & Little⁵¹ un'altra *boutique* finanziaria specializzata nelle operazioni di *LBOs*, non si mostrava favorevole all'utilizzo dei *junk bonds* temendo che un eccesso speculativo si sarebbe ritorto contro il mercato.

Oggetto e incentivo delle acquisizioni mediante *“buyout”* sono stati i grandi gruppi conglomerati, i cui assetti proprietari erano altamente frammentati. Le *public to private transactions* di questi gruppi hanno permesso la creazione di valore attraverso cessioni di rami d'azienda e operazioni di *spin-offs*.

Tra i motivi dell'ondata degli anni '80 sono state presentate anche altre due ipotesi, la prima legata all'espropriazione ai danni di altri *stakeholders*⁵², mentre, la seconda legata

⁴⁹ DEL GIUDICE, A., 2012. *Going Private Transactions - Perché le società abbandonano la Borsa*. Milano, FrancoAngeli.

⁵⁰ KAPLAN, S.N., 1989a. *The Effects of Management Buy-outs on Operating Performance and Value*. *Journal of Financial Economics*, 24 (1), pp. 217-254.

⁵¹ *“Every week, with ever-increasing levels of irresponsibility, many billions of dollars in American assets are being saddled with debt that has virtually no chance of being repaid”* Ted Forstmann, *Wall Street Journal*, Ottobre 1988.

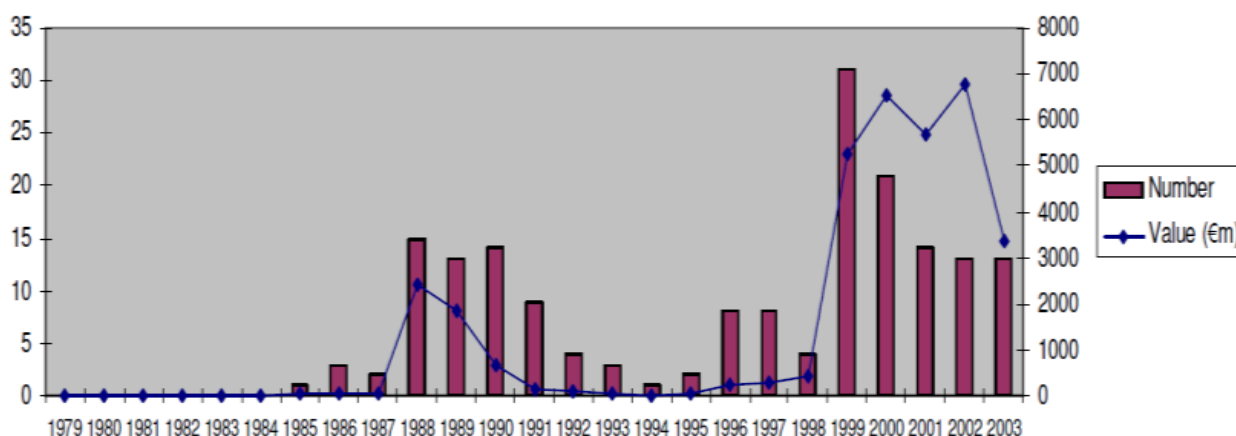
⁵² In particolare, a danno: dei creditori esistenti che subivano un aumento dell'indebitamento a seguito dell'emissione di nuove obbligazioni a rischio più elevato; dei dipendenti delle società *target* post

ai mutamenti legislativi delle amministrazioni repubblicane che adottando una disciplina meno rigida in materia di *antitrust*, avevano favorito le operazioni di acquisizione.

Al termine degli anni '80 ci furono i primi segnali di debolezza e cedimento da parte del mercato dei *junk bonds*, e l'opinione pubblica e la politica iniziarono a guardare in maniera ostile le operazioni che utilizzavano questi titoli di debito. La successiva crisi del mercato di questi strumenti determinò la fine della prima ondata.

La seconda ondata, più recente, inquadrabile nel decennio che precede la crisi finanziaria (dal 1997 al 2007), presenta caratteri differenti rispetto alla precedente. In primis, non è un fenomeno che riguarda esclusivamente le aree geografiche di Stati Uniti e Regno Unito, ma c'è stata una diffusione anche in Europa continentale e non soltanto attraverso prevalentemente operazioni di *LBOs*. In particolare, in Europa i *delisting* sono stati incentivati anche dall'introduzione di strumenti normativi che hanno regolamentato le operazioni di *squeeze-out* e i *LBOs*.

Figura 1.4: Numero di PtP Transactions in Europa dal 1979 al 2003 espresse in milioni di euro.



Fonte: Renneboog et Simons (2005).

acquisizione che vedono una diminuzione in termini di organico e remunerazione (non sempre gli studi empirici hanno dimostrato questa tesi); e infine del fisco dato il maggior l'utilizzo dello scudo fiscale derivante dalla maggiore esposizione debitoria. Questa tesi però ha ritrovato degli scarsi fondamenti empirici.

Rispetto al Regno Unito, in Europa Continentale il fenomeno del *delisting* però si è presentato con un numero minore di *deals* e con controvalori inferiori. La letteratura ha fornito diverse motivazioni per giustificare questa differenza.

Un primo motivo riguarda i fondi di *private equity* che in Europa erano sicuramente più riluttanti a intraprendere il rischioso e costoso processo di *delisting*.

Un secondo motivo è legato al diverso approccio culturale che vi è nei diversi paesi europei. Ad esempio: in Germania i *managers* raramente riconoscono vantaggi nella quotazione, mentre i *managers* Italiani guardano con ambizione la presenza nel listino e per questo sono meno inclini al processo di *delisting*.

Infine, gli aspetti legali giocano un ruolo chiave, in Europa le normative fiscali e legali sono meno favorevoli ad operazioni di *LBOs* rispetto al Regno Unito.

In secondo luogo, le società oggetto di quest'ondata di *delisting* presentano caratteristiche differenti e quasi opposte rispetto a quelle del decennio 1980-1989: sono società giovani con dimensioni contenute, azionariato concentrato, scarsi flussi di cassa e grandi opportunità di crescita.

Nella seconda ondata ai problemi di *governance* che hanno alimentato le operazioni di *going private* negli anni '80 si aggiungono altre motivazioni, in particolare, la difficoltà da parte delle società con le caratteristiche descritte precedentemente di attirare investitori istituzionali e quindi di utilizzare il mercato azionario al fine di finanziare le operazioni di crescita ed espansione. Questa difficoltà nasce dalle differenti esigenze degli investitori istituzionali che hanno sempre meno interesse a detenere partecipazioni rilevanti per periodi medio-lunghi e dalla scarsa visibilità finanziaria che hanno le società più piccole. La mancanza di visibilità che comporta lo scarso interesse genera a sua volta una riduzione della liquidità dei titoli e quindi di conseguenza anche del loro valore. Questo processo dà vita ad uno dei motivi principali che porta il *management* a scegliere di compiere delle *going private transactions*: la sottovalutazione delle azioni da parte del mercato⁵³. Le operazioni di *going private*, quindi, vengono messe in atto

⁵³ Questa motivazione risulta essere più chiara se consideriamo ciò che è stato detto dal CEO di Wainhomes Plc, una società che ha compiuto un'operazione di *going private* nel 1999: "*ci sentiamo non voluti e non graditi. C'è stato un disinteresse degli investitori nei confronti delle azioni di società di piccola dimensione negli scorsi due o tre anni. Questo ha reso più difficile finanziare l'espansione o le acquisizioni attraverso l'emissione di nuove azioni, che rimane uno dei principali motivi che ci hanno spinto alla quotazione*" (*Financial Times*, 4 marzo 1999).

dal *management* al fine di ricercare investitori e *partner* più in linea con gli obiettivi di crescita dell'impresa, come ad esempio fondi di *private equity* e *venture capital*.

Mentre nella precedente ondata i promotori dei *going private* erano gli intermediari e gli *LBOs specialists* in questo caso l'uscita dal listino è promossa da *insiders* che con la sottovalutazione delle azioni non intendono tenere la società quotata.

Secondo Jensen (2006) l'ondata di *going private* iniziata alla fine degli anni '90 è dovuta più che da inefficienze legate alla *governance* al bisogno di un supporto operativo.

Nella figura 1.5 si possono osservare sinteticamente le principali caratteristiche delle due ondate.

Figura: 1.5 elementi chiave delle *going private waves*.

Periodo	Area geografica	Motivi	Modalità
1980-1989	USA; UK	Conflitti d'agenzia	<i>LBOs</i>
1997-2008	USA; EUROPA	Sottovalutazione dei titoli	<i>LBOs; MBOs; BOSOs; MBI</i>

Fonte: elaborazione personale.

Che il *delisting* sia un fenomeno che avvenga “in ondate” è stato teorizzato da Helwege e Liang (2004) che hanno formulato la teoria degli “*hot*” and “*cold*” markets. Secondo questi due studiosi nei periodi in cui i mercati sono caratterizzati da *trend* positivi (*hot market*) c'è un numero crescente di *IPOs*, mentre quando il mercato sta fronteggiando periodi negativi (*cold market*) aumentano i *delisting*.

In pratica, quando l'economia è in espansione le società prevedono per i loro progetti *cash flows* più elevati, gli investitori sono molto ottimisti e per questo le società sono più incentivate alla quotazione. Dall'altro lato i periodi di “*cold markets*” sono caratterizzati da poche sottoscrizioni da parte degli investitori e grandi offerte da parte delle società, due elementi che rendono difficile la sopravvivenza in borsa. Secondo Loughran e Ritter la teoria dell’“*hot and cold market*” implica che le società che si quotano in periodi di *hot market* sono caratterizzate da *managers* opportunistici e investitori irrazionali, e per questo le società non sono selezionate sulla base della loro

qualità al tempo delle *IPOs*, e questo causa un aumento della probabilità di *delisting* quando il mercato è in ribasso.

CAPITOLO 2

2. PERCHÉ AUMENTANO I CASI DI *DELISTING*? TECNICHE E STRUMENTI PER LA FUORIUSCITA DAL MERCATO.

Dopo aver visto le definizioni di *delisting* volontario e involontario nel paragrafo 1.2, adesso è necessario capire perché aumentano i casi di *delisting*, quali sono le motivazioni e le conseguenze che inducono le società a scegliere di abbandonare volontariamente la quotazione e quali sono gli effetti qualora sia la borsa ad imporre la revoca dal listino. Verranno approfondite le tecniche e gli strumenti utilizzati per i *delisting* volontari e saranno analizzati anche i motivi e gli effetti del *going dark*. Il capitolo approfondisce anche il fenomeno del *cross listing*, con un'analisi del *trade off* tra costi e benefici di questa scelta. In conclusione, per completare il quadro sul *delisting*, si analizza il ruolo degli azionisti di minoranza nelle operazioni di *going private*.

2.1. Il *delisting* volontario.

Come visto nel primo capitolo la scelta di quotarsi comporta un'attenta analisi dei costi e dei vantaggi legati al *going public*. Si opta per abbandonare il mercato solitamente quando i costi della quotazione superano i benefici. Si parla di *delisting* volontario, quando è la stessa società che assume autonomamente la decisione di uscire dalla Borsa. A tal fine la società deve acquistare integralmente il capitale diffuso tra il pubblico attraverso un'OPA totalitaria: “*se il risultato di quest'ultima permette di entrare in possesso del capitale necessario al controllo dell'assemblea straordinaria della società quotata è in alternativa possibile realizzare una fusione per incorporazione in una società non quotata, da cui il delisting della prima*” (Geranio, 2004)⁵⁴.

Rientrano nella categoria dei *delisting* volontari le operazioni di *going private*, i *PTP Deals*, le fusioni per incorporazione e in generale tutte le operazioni di finanza straordinaria che se adottate dalla società possono comportare l'abbandono del listino. Il termine “*buyout*”⁵⁵ indica proprio un acquisto della società con conseguente cambio degli azionisti di controllo. Spesso l'acquisto viene finanziato da capitale di debito

⁵⁴ GERANIO, M., 2004. Il *delisting* dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze. Paper n. 7, Università Bocconi, Milano.

⁵⁵ Il *buyout* può essere classificato in tre fattispecie: a) il *buyout* strategico-industriale dove vi è un acquirente che intende realizzare un'integrazione strategica; b) il *buyout* puramente finanziario dove

ripagato con i proventi futuri e per questo si parla di “*leveraged buyout*”. Può accadere che a promuovere il processo di *delisting* siano gli stessi azionisti di maggioranza, che hanno come scopo quello di far entrare nella società fondi di *private equity*. I fondi *private equity* generalmente sono investitori che acquistano azioni di società quotate, le fanno uscire dal mercato e danno vita ad una loro ristrutturazione. Infine, procedono di nuovo con la quotazione al fine di rivendere le azioni a prezzi maggiorati ed ottenere importanti *capital gains*.

A differenza dei *delisting* involontari, che sono soliti essere frequenti nei mercati degli Stati Uniti, a causa della severa normativa, i *delisting* volontari si sono diffusi a livello globale.

Nel prossimo sottoparagrafo si vedranno i particolari delle motivazioni e delle conseguenze che portano al *delisting* volontario.

2.1.1 I motivi del *going private*.

Sono stati effettuati numerosi studi e ricerche che hanno indagato i motivi sottostanti la scelta di compiere *going private*, *public to private transactions* ed operazioni che hanno come scopo la fuoriuscita della società dalla borsa in maniera volontaria.

In generale, si può affermare che una società tende a revocare la propria quotazione quando essa non è stata capace di apportare i benefici sperati o è stata causa di problemi. I motivi che portano al *delisting* e a un *going private* sono stati studiati tenendo presente del valore creato per gli azionisti. In generale le ricerche empiriche hanno stimato la ricchezza creata misurando il rendimento anomalo cumulato⁵⁶ (*CAR*) di cui beneficiano gli azionisti nell’arco temporale a cavallo della data di comunicazione dell’operazione o considerando il premio pagato dall’acquirente rispetto al valore di mercato del titolo. Le diverse ricerche empiriche hanno evidenziato che spesso in Europa i premi pagati sono più bassi; la spiegazione risiede nel fatto che solitamente sono gli azionisti che già

l’attività principale dell’acquirente consiste nella gestione di partecipazioni in altre aziende (ad esempio i fondi chiusi).; c) *management buyout*, quando l’acquisizione è compiuta dagli stessi dirigenti della società che conoscendo le potenzialità dell’azienda intendono diventare i proprietari.

⁵⁶ I *cumulative abnormal returns* o *CAR* in finanza sono la somma di rendimenti anomali, data dalla differenza tra l’attuale rendimento e il rendimento atteso. Solitamente i *CAR* sono utilizzati per calcolare la reazione del mercato dopo l’annuncio di un’operazione di finanza straordinaria o in presenza di eventi particolari che generalmente sono informazioni che non sono state ancora “prezzate” dal mercato.

detengono il controllo a promuovere l'acquisizione, non dovendo pagare così il premio che verrebbe chiesto ad altri acquirenti⁵⁷.

Sia se si considerano i *CAR*, sia considerando i premi, l'aspetto chiave è che queste operazioni generano valore per gli azionisti e indagare quali siano le leve e le fonti da cui questo deriva ci permette di capire le motivazioni dei *delisting* volontari.

Secondo Geranio (2004) dall'analisi delle rassegne stampa riguardanti le operazioni di *delisting* e dei prospetti informativi delle OPA è emerso che vi sono cinque motivi principali che inducono al *delisting* volontario: sottovalutazione dei titoli; ragioni speculative; *leverage* sottodimensionato; politiche dei dividendi, costi di permanenza nel listino, ristrutturazioni e strategie di lungo termine.

Sottovalutazione dei titoli

Un primo importante fattore, come evidenziato da Geranio, comune a molte delle società che hanno abbandonato il listino volontariamente tramite Opa, è la sottovalutazione dei titoli (*undervaluation*).

Spesso accade che i titoli delle società siano ricorrentemente sottovalutati rispetto all'effettivo e reale valore delle azioni. In molti casi la borsa non esprime il valore reale dei titoli a causa del disinteresse del mercato rispetto al titolo in questione o per l'incapacità e la scarsa competenza del *management*, che non è in grado o non ha esperienza per utilizzare in modo efficiente gli *assets* dell'azienda, non facendo così emergere il valore potenziale. In generale, è possibile ricondurre il fenomeno dell'*undervaluation* a due cause: le caratteristiche dell'impresa in termini di dimensioni e flottante e la c.d. "proprietà dormiente".

I titoli delle imprese piccole con flottante limitato sono penalizzati e subiscono un calo del prezzo principalmente a causa di due motivi: la liquidabilità dei titoli e la carenza informativa.

Le piccole imprese con flottante limitato hanno titoli meno liquidi, questo comporta che gran parte degli investitori, in particolar modo quelli istituzionali, preferiscono indirizzare la loro attenzione verso imprese con maggiori capitalizzazioni e titoli più facili da smobilizzare.

⁵⁷ Geranio e Zanotti, 2010; Croci e Del giudice 2012.

Le imprese con dimensioni limitate inoltre non sono oggetto di *monitoring* da parte degli analisti finanziari in quanto vi sono pochi soggetti interessati e il costo per il servizio di *research* per gli investitori sarebbe molto elevato: questo genera una grande carenza informativa. La mancanza di informazioni a sua volta costituisce un rischio maggiore per chi volesse investire in questi titoli.

La seconda causa della sottovalutazione dei titoli quotati è legata all'incapacità da parte del gruppo di controllo e del *management* di sfruttare le potenzialità dell'azienda ed accrescere il valore del suo capitale economico⁵⁸. La gestione strategica ed operativa dell'impresa dovrebbe essere improntata in continuazione alla ricerca di nuovo valore, la sua creazione deriva da comportamenti aggressivi e ricerca di opportunità da sfruttare per accrescere il capitale economico. Nei mercati finanziari gli investitori sono interessati al valore del capitale economico e se non vengono adottate linee aggressive per il suo accrescimento allora l'attenzione viene rivolta ad altre aziende concorrenti. si parla in questo caso di proprietà "dormiente".

Ragioni speculative

Il *delisting* volontario può essere promosso anche per motivi puramente speculativi, di breve periodo, al fine di limitare i danni dell'insuccesso della quotazione. Rientrano tra le ragioni speculative i casi in cui aziende hanno optato in maniera rapida per la quotazione per sfruttare *trend* positivi e in maniera altrettanto rapida si sono ritirate quando i prezzi non soddisfacevano le attese.

Nei periodi di "*cold market*" il *delisting* rappresenta un'alternativa conveniente per l'azienda che non è riuscita ad ottenere i risultati sperati tramite la quotazione.

Qualora vi siano società sottostimate dal mercato, invece, chi riesce a stimare il reale valore e le effettive prospettive di crescita dell'azienda può trarre un grande vantaggio effettuando una scelta di *delisting*

Leverage sottodimensionato

Se con la quotazione l'azienda non raggiunge i risultati sperati e vi è disinteresse da parte del pubblico di investitori, si ha come conseguenza un andamento depresso del prezzo e la società potrebbe andare incontro a difficoltà nel reperire risorse finanziarie

⁵⁸ Il valore economico del complesso aziendale.

per la propria crescita. Questa difficoltà oltre a manifestarsi nella raccolta di capitali propri può valere anche per i mezzi di terzi, poiché l'aumento dell'indebitamento in imprese che già non vengono particolarmente apprezzate dal mercato causa un ulteriore abbassamento delle quotazioni. Una società sottovalutata ma dal punto di vista finanziario solida⁵⁹ potrebbe quindi scegliere di uscire dalla borsa al fine di finanziare più facilmente tramite capitale di terzi il proprio sviluppo.

Con il *delisting* la società riesce a sfruttare a pieno la leva finanziaria portando nuove risorse (seppur incrementando le passività), senza sottostare al giudizio negativo del mercato che solitamente è sfavorevole al superamento di determinate soglie di debito.

Politiche dei dividendi

Un elemento che inevitabilmente condiziona la quotazione di una società è il bisogno di ricompensare il capitale di rischio degli azionisti e quindi la politica dei dividendi scelta dalla società. In linea di massima i piccoli azionisti vogliono beneficiare di redditi costanti e apprezzabili, altrimenti tendono a preferire azioni più remunerative o investimenti alternativi. Al fine di fidelizzare il proprio azionariato e mantenere un rapporto stabile, la società dovrebbe erogare dividendi soddisfacenti e crescenti negli anni.

Politiche di ritenzione degli utili⁶⁰ nonostante siano vantaggiose per la società e per gli azionisti di medio e lungo periodo possono generare giudizi negativi da parte del mercato.

A seconda delle politiche dei dividendi adottate, quindi, si possono avere degli importanti impatti sul prezzo delle azioni e bisogna prestare molta attenzione per evitare rischiosi ribassi.

Ristrutturazioni e strategie di lungo termine

Un altro dei motivi per cui si opta per il *delisting* si ha nel caso in cui la società è in procinto di compiere importanti operazioni di ristrutturazioni, disinvestimenti e

⁵⁹ Le società che potenzialmente possono accrescere il livello di *leverage* sono quelle che hanno alti redditi operativi e che realizzano elevati risultati dalla gestione operativa. Quanto più alto è il reddito operativo maggiori possono essere gli interessi finanziari che l'impresa può pagare senza determinare un reddito negativo.

⁶⁰ Spesso necessarie per l'autofinanziamento dell'impresa in periodi di sviluppo e crescita.

investimenti. Il mercato generalmente penalizza i titoli delle imprese (soprattutto se di piccole e medie dimensioni⁶¹) che decidono di mettere in atto questo genere di operazioni, anche se necessarie, qualora implicino una riduzione dei profitti nel breve periodo. La libertà e la flessibilità da parte del *management* di compiere azioni di peso strategico e operativo risulta essere notevolmente limitata.

Per tale motivo molte imprese prima di realizzare operazioni di ristrutturazione compiono la scelta di abbandonare la borsa, così da non essere influenzate dal mercato e godere di diversi benefici tra cui: maggiore attenzione da parte del *management* sul *core business* aziendale anziché sulle reazioni improvvise del mercato; ampliamento degli orizzonti temporali degli investimenti; creazione di condizioni migliori per un eventuale ritorno sul mercato. Per queste ragioni e anche per l'elevato grado di trasparenza richiesto dai regolamenti delle borse è intuibile perché anche imprese di grandi dimensioni decidono di non sottostare ai limiti imposti dalla quotazione.

“Un ulteriore problema di natura strategica è rappresentato dalla difficoltà di effettuare acquisizioni in presenza di titoli azionari depressi. Quando i titoli azionari sono sottoquotati, le operazioni di M&A realizzate attraverso lo scambio di azioni possono risultare eccessivamente dispendiose e quindi svantaggiose” (Geranio, 2004)⁶².

Costi di permanenza nel listino

Uno dei motivi e delle concause non trascurabile della scelta di lasciare la quotazione come è stato visto anche nel sottoparagrafo 1.1 è spesso rappresentata dai costi di permanenza in borsa, che comprendono sia le *fees* da pagare alla società che gestisce i mercati, sia i costi per mantenere i contatti con i vari investitori. Questi oneri nel caso di imprese di piccole dimensioni costituiscono una voce importante ed hanno un impatto notevole nel conto economico. Come detto, gli eccessivi costi non sono una causa

⁶¹ Uno studio condotto sul mercato statunitense ha evidenziato che il beta di un titolo azionario cambia al momento dell'annuncio dei risultati trimestrali e che lo stesso indicatore è strettamente correlato alle dimensioni dell'impresa e alla variabilità temporale dei redditi: tanto più l'azienda è piccola, tanto più il rischio aumenta; tanto più gli *earnings announcements* sono puntuali e precisi, tanto inferiore è il beta. L'incremento repentino del beta in corrispondenza di risultati trimestrali implica che il mercato associ maggiore rischio alle *small-medium companies*. Questo fattore esercita una forte pressione sul *management* che si vede costretto a privilegiare i risultati di breve periodo a discapito della gestione del business e della crescita di lungo periodo (Geranio).

⁶² GERANIO, M., 2004. Il *delisting* dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze. Paper n. 7, Università Bocconi, Milano.

principale del *delisting*, ma contribuiscono alla scelta di abbandonare il listino in quanto una società conosce già preventivamente gli esborsi a cui va incontro con la quotazione.

Oltre alle motivazioni proposte da Geranio, la letteratura ha studiato e individuato altri *drivers* e concause che influenzano le società nell'optare per un *delisting* e sono: la possibilità di difendersi da *takeover* ostili, benefici fiscali, disponibilità di flussi di cassa, riduzione del fenomeno del *free riding* e *incentive realignment*.

Difesa da takeover ostili

Il *delisting* può essere anche motivato da una strategia anti scalata del *management*. Quest'ultimo insieme agli azionisti di controllo potrebbe compiere un *buyout* per timore di *takeover* ostili. Solitamente in queste operazioni i *managers* sono affiancati da fondi di *private equity* al fine di ottenere partecipazioni rilevanti ed evitare acquisizioni ostili.

Benefici Fiscali

Con un'operazione di *going private transaction* vi è certamente per l'impresa un aumento in termini di benefici fiscali legato all'aumento dell'indebitamento. I benefici derivano dal fatto che gli interessi a differenza dei dividendi sono fiscalmente deducibili e quindi vi è uno scudo fiscale per l'impresa. Tuttavia, gli studiosi (Meheran e Peristiani, 2010 e Ronneboog et al., 2007) concordano che nella decisione di compiere un'operazione di *delisting* il tema fiscale è del tutto marginale, nonostante in generale per l'impresa sia un fattore rilevante.

Disponibilità di flussi di cassa

Un'altra forza che spinge i *managers* a compiere un'operazione di *going private* è la disponibilità di notevoli flussi di cassa (*cash flows*) poter investire in progetti profittevoli.

Riduzione del free riding

Con un'operazione di *going private* si verifica un'attenuazione del fenomeno del *free riding*. Nel contesto finanziario i "*free riders*" sono coloro che non pagano per le informazioni che ottengono, ma sfruttano quelle di altri soggetti che hanno invece

sostenuto un costo. L'attività di controllo richiede risorse per essere esercitata e svolta in maniera adeguata, solitamente a compierla sono gli investitori istituzionali mentre gli azionisti di minoranza in una società spesso non hanno i mezzi per una soddisfacente attività di *monitoring*. Gli azionisti di minoranza godono dell'attività compiuta dagli investitori istituzionali senza sostenere costi e per questo sono considerati *free riders*. Con il *delisting* i costi dovuti al *free riding* sono azzerati⁶³ in quanto vi è una riunificazione della proprietà precedentemente dispersa⁶⁴.

Incentive realignment

Con il *delisting* si ha una concentrazione della proprietà azionaria e una sua riunificazione con il controllo, questo permette un'attenuazione del conflitto tra gli interessi divergenti dei *managers* e degli *shareholders*.

2.1.2 Gli effetti del *voluntary delisting* sulla struttura economico-finanziaria.

Secondo Renneboog e Simons (2005), il *delisting* è un evento traumatico (uno *shock*) nella vita di un'impresa, che provoca dei mutamenti e delle trasformazioni (soprattutto nella *corporate governance*), ma che comunque in certi momenti costituisce l'unico modo per evitare situazioni di crisi e ripristinare lo stato di salute economico-finanziario della società.

Si esaminano adesso parte dei principali effetti del *delisting* volontario sui soci e sulla struttura economico finanziaria di una società.

“Un primo effetto nel periodo che segue una going private transactions è che l'indice di crescita delle vendite, le attività, il livello degli investimenti fissi e la liquidità (flussi di cassa) solitamente si riducono, mentre al contrario plausibilmente a causa della vendita delle attività non performing e della maggiore focalizzazione strategica si ha un miglioramento nella profittabilità” (Crocì e Del Giudice, 2010)⁶⁵.

Un secondo effetto è che le *PTP transactions* fruttano un premio medio per gli azionisti molto elevato⁶⁶ (Renneboog et al., 2007).

⁶³ Un *going private* è in grado di generare valore quanto più la proprietà azionaria è diffusa.

⁶⁴ Renneboog et al., 2007; Geranio e Zanotti, 2010.

⁶⁵ CROCI, E., e DEL GIUDICE, A., 2010. Ownership, Family Control, LBOs, and Country Effects: An Analysis of European Going-Private Transactions. Working Paper

⁶⁶ All'incirca il 40% nel Regno Unito.

La portata dei profitti è inversamente correlata al livello dei costi relativi allo status di quotata e positivamente connessa a fenomeni di *undervaluation* e di bassi livelli di controllo da parte del *management*.

“Un ulteriore effetto riguarda le società di minori dimensioni, che hanno un basso livello di indebitamento e presentano indici di liquidità contenuti, che una volta abbandonato il listino presentano tassi di investimento nell’attivo fisso e crescita delle vendite più contenuti” (Crocì e Del Giudice, 2010)⁶⁷.

Infine, per le imprese il cui *delisting* è avvenuto tramite un’operazione di *LBO* può accadere che con l’elevato indebitamento si arrivi ad uno squilibrio economico-finanziario⁶⁸. Secondo alcuni studiosi (Crocì e Del Giudice, 2010; Renneboog e Simons, 2005; Martinez e Serve, 2011) spesso i benefici di un *delisting* sono inferiori rispetto ai costi di un’operazione di *going private*: un processo di privatizzazione richiede tempo (normalmente un minimo di sei mesi) e può essere molto articolato e costoso.

Per questo proprio come per il processo di *listing* la decisione di lasciare la borsa deve essere attentamente studiata dal *management* e dalla proprietà⁶⁹.

2.2. Gli strumenti per le “*public to private transactions*” (PTP).

Nel seguente paragrafo saranno approfondite le tecniche più comuni per compiere un *delisting*. Gli strumenti disponibili per mettere in atto *public to private transactions* sono diversi e possono essere classificati in quelli che richiedono l’approvazione del consiglio di amministrazione e/o dell’assemblea degli azionisti e in quelli che vengono effettuati tramite operazioni di mercato aperto. Nell’ambito di questi meccanismi il principale strumento che viene utilizzato per mettere in atto un *delisting* è l’Offerta Pubblica di Acquisto (OPA)⁷⁰, con la quale si effettua un rastrellamento delle azioni che sono in circolo, offrendo agli azionisti un corrispettivo prestabilito che solitamente è più alto del prezzo di mercato così da agevolare l’operazione.

⁶⁷ CROCI, E., e DEL GIUDICE, A., 2010. Ownership, Family Control, LBOs, and Country Effects: An Analysis of European Going-Private Transactions. Working Paper

⁶⁸ La possibilità dell’esistenza di una connessione tra la portata del debito contratto dalla società *newco* e il probabile *default* della società target sulla quale grava, in un arco temporale di tre anni successivi all’operazione è significativa (Kaplan, 1989).

⁶⁹ Molte volte accade che le società delistate vogliano tornare a quotarsi, la probabilità che la quotazione avvenga una volta abbandonata la borsa è molto bassa, ma cresce con il tempo e raggiunge una percentuale del 60% dei casi dal sesto anno in poi (Renneboog e Simons 2005).

⁷⁰ L’Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) sarà oggetto di approfondimento nel sotto paragrafo successivo.

Le Offerte Pubbliche di Acquisto sono promosse al fine di acquisire il controllo della società per poi farle uscire dal listino, la letteratura ha evidenziato due tecniche ritenute più importanti: il *Buyout Offer with Squeeze-Out (BOSO)* e il *Leveraged Buyout (LBO)*. Il primo approccio è quello più utilizzato e diffuso nell'Europa Continentale, dove spesso la proprietà ed il controllo coincidono con la famiglia fondatrice, mentre il secondo è più diffuso negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Nei prossimi sottoparagrafi si approfondiranno queste due tecniche ed altre tenendo conto della differenza geografica tra i mercati (in particolare tra Stati Uniti e Regno Unito rispetto ai paesi dell'Europa continentale) dovuta alla differente normativa delle borse e giurisdizione degli stati in cui si trovano. È importante sottolineare però che gli strumenti che rientrano nel quadro europeo (anche se in maniera meno diffusa) possono essere utilizzati anche con dovuti aggiustamenti nel contesto americano e viceversa.

Ad esempio, le operazioni di *LBO* sono analizzate nel contesto degli Stati Uniti e del Regno Unito perché maggiormente diffuse in questi stati, ma questo non significa che non sono consentite o non avvengono nei mercati europei.

2.2.1 In Italia: Offerta Pubblica d'Acquisto; *Buyout Offer with Squeeze Out*; fusione per incorporazione; delibera degli azionisti.

In questo sottoparagrafo saranno analizzate in dettaglio le tecniche utilizzate per effettuare un *delisting* in Italia che con qualche precisazione è un paese che rispecchia il modello dell'Europa continentale.

Il *delisting* volontario in Italia può essere eseguito mediante i seguenti meccanismi: Offerta Pubblica d'Acquisto; *Buyout Offer with Squeeze-Out*; fusione per incorporazione; decisione degli azionisti. Nei primi due casi siamo di fronte ad operazioni di mercato aperto in cui non è richiesto il consenso degli azionisti, mentre negli ultimi due occorre la delibera dell'assemblea degli azionisti.

È importante precisare che molte volte il *delisting* avviene in diverse fasi che avvengono l'una dopo l'altra e che possono implicare diverse tecniche contemporaneamente al fine di aumentare le probabilità di successo dell'operazione.

Offerta Pubblica d'Acquisto (OPA)

“Per Offerta Pubblica di Acquisto (di seguito OPA)⁷¹ si intende ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto in denaro di prodotti finanziari. Qualora l'acquisto venga realizzato consegnando, a titolo di corrispettivo, altri prodotti finanziari, l'offerta pubblica viene definita di scambio. Il soggetto che lancia un'offerta pubblica di acquisto o di scambio deve effettuare preventivamente un'apposita comunicazione alla CONSOB (l'Autorità indipendente che vigila sui mercati italiani) allegando un documento, destinato alla successiva pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire al pubblico di formarsi un giudizio sull'OPA stessa” (Borsa Italiana)⁷².

Data l'alta concentrazione della proprietà delle società italiane ed europee l'OPA è la tecnica per effettuare il *delisting* più utilizzata nel continente europeo. Il suo utilizzo così diffuso ha portato alla Direttiva 2004/25/EC (*Takeover Directive*) con la quale si sono armonizzati i vari sistemi legislativi dei diversi paesi. Il principale elemento caratterizzante di questo meccanismo è che non è necessaria l'approvazione degli altri azionisti o del consiglio di amministrazione perché è un'operazione a mercato aperto e ciascun singolo azionista può decidere se vendere o meno le sue azioni. In caso di OPA, ciò che porta al *delisting* è la riduzione del flottante sotto il livello minimo richiesto dalla legge⁷³. Con l'OPA gli azionisti che già detengono il controllo di una società possono fare un'offerta pubblica per comprare tutte le azioni *outstanding*⁷⁴.

Borsa Italiana ha classificato le OPA in 4 tipologie:

- *“OPA volontaria preventiva. È un'offerta pubblica di acquisto o di scambio volontaria avente per oggetto almeno il 60% delle azioni ordinarie di una società. Qualora concorrano le due condizioni che seguono, l'OPA volontaria preventiva determina il non insorgere dell'obbligo di OPA obbligatoria totalitaria: 1. l'offerente non abbia acquistato, anche indirettamente, una partecipazione nel capitale superiore all'1% nella società le cui azioni sono oggetto dell'OPA, durante l'anno precedente la comunicazione dell'offerta alla Consob; 2. l'efficacia*

⁷¹ In inglese “*tender offer*”.

⁷² www.BorsaItaliana.it

⁷³ In Italia è richiesta una soglia di flottante pari al 25% del totale delle azioni.

⁷⁴ L'articolo 15 della *Takeover Directive* prevede che un investitore che acquista il controllo di una società quotata ha il dovere di lanciare un'offerta su tutte le azioni con voto *outstanding*.

dell'offerta sia approvata da tanti soci che detengono la maggioranza delle azioni ordinarie della società bersaglio”.

- OPA obbligatoria totalitaria. È l'OPA obbligatoria “classica” ovvero quella che scatta qualora un soggetto, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento. Il soggetto in questione ha l'obbligo promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli (art. 106 del TUF, comma 1).
- OPA obbligatoria di consolidamento. In questo caso l'obbligo di OPA scatta a seguito di acquisti superiori al 5% o alla maggiorazione dei diritti di voto in misura superiore al cinque per cento dei medesimi, da parte di coloro che già detengono la partecipazione relativa al caso di OPA obbligatoria totalitaria ma senza detenere la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria (art. 106 del TUF, comma 3, punto b).
- OPA residuale. Qualora, a seguito di un'OPA totalitaria, l'offerente giunga a detenere una partecipazione almeno pari al 95 per cento, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta, pagando un corrispettivo è pari a quello dell'OPA precedente (art. 108 del TUF, commi 1 e 3). Questo obbligo garantisce agli azionisti di minoranza una possibilità d'uscita. Inoltre, chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90% (anche non a seguito di OPA), ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni (art. 108 del TUF, comma 2)”⁷⁵.

Buyout Offer with Squeeze-Out (BOSO)

Sotto determinate circostanze con un'OPA gli azionisti che detengono il controllo possono esercitare il diritto di *squeeze-out*⁷⁶ nei confronti degli azionisti di minoranza e per questo si parla di “Buyout Offer with Squeeze-Out”.

In particolare, secondo Borsa Italiana “chi, a seguito di un'offerta totalitaria, arriva a detenere almeno il 95% del capitale di una società italiana quotata, ha il diritto di

⁷⁵ www.BorsaItaliana.it

⁷⁶ Si parla di “diritto d'acquisto” nel sistema italiano, di “*retrait obligatoire*” nel sistema francese e di “*compulsory acquisition*” in quello inglese.

acquistare i titoli residui entro tre mesi dal termine dell'offerta: per avvalersi di questo diritto l'offerente deve però averlo dichiarato nel documento di offerta” (art. 111 del TUF). E’ importante sottolineare che nei moderni ordinamenti il tema dell’estromissione degli azionisti di minoranza assume diverse vesti giuridiche: se da una parte nei principali sistemi giuridici europei è previsto che al verificarsi di determinati presupposti vi è il chiaro conferimento all’azionista di controllo di un diritto di acquisto dei titoli dei soci di minoranza (come nel caso italiano); nel sistema statunitense e nord-americano il potere di mandare via gli azionisti di minoranza è implicito nel riconoscimento giuridico della legittimità di operazioni di M&A⁷⁷, con le quali alcune delle azioni delle società che partecipano sono forzatamente liquidate⁷⁸, in questi casi si parla di “*freeze-out merger*” o semplicemente “*freeze out*”.

Secondo gran parte della letteratura i termini “*squeeze out*” e “*freeze out*” possono essere utilizzati come sinonimi, per M. Ventoruzzo però “*il termine freeze-out designa più correttamente le fattispecie in cui la fuoriuscita degli azionisti di minoranza dalla compagine sociale non è, la mera conseguenza di fatto di una forte “pressione” o “spinta” a vendere, bensì costituisce un vero e proprio effetto giuridico-formale di un’operazione decisa dalla maggioranza. In altre parole, nei casi di “squeeze-out” si è in presenza di una volontà solo di fatto coartata, ma pur sempre giuridicamente libera; nei casi di “freeze-out” invece si assiste alla completa “neutralizzazione” della volontà degli azionisti di minoranza*”⁷⁹.

I BOSO vengono effettuati spesso in società che hanno un azionariato concentrato, dimensioni limitate, bassa capitalizzazione e sono sempre promossi dai soci di maggioranza che detengono un’alta percentuale di controllo.

I due studiosi Martinez e Serve nel 2011 hanno realizzato uno studio su un campione di 140 imprese francesi che hanno effettuato il *delisting*, evidenziando gli elementi caratteristici delle società che hanno compiuto un BOSO: ROE⁸⁰ inferiori alla media di

⁷⁷ *Mergers and Acquisition..*

⁷⁸ Con denaro o titoli diversi da quelli della società risultante dalla fusione.

⁷⁹ M. VENTORUZZO, Art. 111, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 2005.

⁸⁰ Il ROE (Return On Equity) è un indice economico sulla redditività del capitale proprio, ottenuto dividendo l’utile netto per i mezzi propri ($ROE = \text{Utile Netto} / \text{Capitale Proprio} * 100$). L’indicatore viene utilizzato per verificare il tasso di remunerazione del capitale di rischio, ovvero quanto rende il capitale conferito all’azienda dai soci (Borsa Italiana).

mercato e redditi bassi; scarsa liquidità dei titoli; scarse opportunità di crescita; *assets, equity* e rapporto Debito/Capitale proprio inferiori rispetto ai principali *competitors* quotati.

In teoria, un *delisting* realizzato tramite *BOSO* dovrebbe essere più vantaggioso per gli azionisti di minoranza rispetto a un *delisting* che avviene per delibera dell'assemblea dei soci o tramite una fusione per incorporazione. L'OPA permette ai singoli azionisti di decidere se vogliono vendere o meno le loro azioni.

Nel caso dei due meccanismi citati invece un'azionista che ha il controllo poiché ha la maggioranza delle azioni con diritto di voto può provocare la cancellazione dal listino senza l'accettazione da parte degli altri soci. Per precisare, come detto, anche nel caso del *BOSO* gli azionisti di minoranza possono essere svantaggiati a seguito del *cash-out* ma è il legislatore tenuto a tutelarli. La problematica principale nella tutela degli azionisti di minoranza resta nella determinazione del prezzo dell'OPA, la Direttiva sui *takeover* richiede soltanto che debba essere equo.

Fusione per incorporazione

Il terzo meccanismo per effettuare il *delisting* è realizzare una fusione per incorporazione della società quotata in una privata o in una "*newco*".

Per compiere quest'operazione occorre l'approvazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti. I soci della società quotata ricevono le azioni della nuova società o di quella privata, e coloro che non partecipano alla decisione possono esercitare il diritto di recesso.

Un elemento importante da sottolineare è che in Italia e in gran parte dei paesi europei, diversamente dagli Stati Uniti, le fusioni con *cash-out*⁸¹ degli azionisti di minoranza non sono permesse. Questa differenza tra gli impianti giuridici dei mercati americani e quelli europei è importante, i sistemi legislativi europei sono particolarmente restrittivi sul *freeze-out* in quanto in Europa vi è la convinzione che l'azionista "*vanti un diritto di proprietà intoccabile sulle sue azioni*"⁸² e quindi si ricerca la loro tutela in via *ex ante*. Molte giurisdizioni, al fine di proteggere i soci di minoranza, prevedono che il tasso di

⁸¹ Le fusioni con la possibilità di esercitare il *freeze-out* precedentemente citato e che sarà approfondito nel prossimo paragrafo nel contesto americano.

⁸² Ventrone, 2010.

cambio deve essere fissato da un esperto nominato dal tribunale prima dell'assemblea degli azionisti chiamata a deliberare sulla fusione.

Delibera dei soci

La legge italiana prevede la possibilità di revocare la società dal listino a seguito della decisione da parte degli azionisti, senza necessariamente compiere operazioni straordinarie o sul capitale.

Secondo l'articolo 133 del T.U.F., infatti, “ *le società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani, previa deliberazione dell'assemblea straordinaria, possono richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari, secondo quanto previsto dal regolamento del mercato, se ottengono l'ammissione su altro mercato regolamento italiano o di altro paese dell'Unione Europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla CONSOB con regolamento*”.

La CONSOB disciplina il processo di *delisting* su richiesta attraverso l'art. 2.5.6 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. Ai sensi di questo articolo la società che intende lasciare il listino deve inviare a Borsa Italiana una richiesta formale scritta, la Borsa ha 10 giorni per disporre il *delisting* che, in ogni caso non potrà avvenire prima di tre mesi dalla presentazione della richiesta.

Inoltre, quindici giorni prima la società deve pubblicare un avviso su un quotidiano nazionale per ricordare al pubblico l'imminente cancellazione. Lo scopo di queste scadenze è quello di dare il giusto tempo agli azionisti per decidere se rimanere soci della società privata o, in alternativa, avere tempo sufficiente per vendere le proprie azioni. Affinché si possa deliberare sull'uscita dal listino nell'assemblea straordinaria devono votare a favore almeno i due terzi degli azionisti partecipanti, e all'assemblea devono partecipare i soci che rappresentano almeno la metà del capitale sociale⁸³.

Fino al 2004 alcuni studiosi interpretavano l'art. 133 T.U.F come se gli azionisti potessero richiedere di quotare la società in un altro mercato dei cambi italiano o europeo, ma non potessero chiedere la cancellazione totale della società da tutti i mercati. Questa interpretazione è nata dalla lettura combinata dell'art. 133 con il 132 del T.U.F. La plausibilità di questa interpretazione restrittiva è stata rimossa con

⁸³ Art. 2368 Codice Civile.

l'introduzione dell'art. 2437-quinquies del c.c. e l'abrogazione dell'art. 131 T.U.F nel 2004. La nuova disposizione del c.c. consente il recesso degli azionisti di una società quotata qualora non abbiano preso parte alla decisione di revoca.

Tuttavia, se il *delisting* da Borsa Italiana è finalizzato alla quotazione in un altro mercato italiano o in un mercato europeo che fornisce garanzie equivalenti, il diritto di recesso non è assicurato perché gli azionisti che non sono d'accordo possono vendere le proprie azioni nei nuovi mercati e quindi l'esercizio del diritto potrebbe creare un danno alla società. Con l'introduzione del nuovo articolo del c.c. e dell'abrogazione dell'articolo del T.U.F. è opportuno estendere le procedure che si desumono dall'art.133 del T.U.F a tutti i casi in cui i soci decidano di revocare la società, e non solo in caso di passaggio verso altri mercati. Un aspetto chiave che deve essere considerato ogni qual volta il *delisting* avviene per decisione dei soci è come si calcola il valore delle azioni di coloro che hanno deciso di esercitare il diritto di recesso.

Il c.c. all'articolo 2337- ter stabilisce che la liquidazione delle azioni sia pari alla media aritmetica dei prezzi di chiusura degli ultimi sei mesi antecedenti l'avviso di convocazione dell'assemblea con la quale si delibera la revoca⁸⁴.

Pomelli (2009) ha spiegato il motivo per cui il prezzo di mercato alla data di annuncio dell'assemblea potrebbe non essere il prezzo equo per gli azionisti che esercitano il diritto di recesso e perché si introduce la media su sei mesi.

Il problema sostanzialmente è che se i mercati non apprezzano la prospettiva del *delisting* quando ricevono l'avviso di convocazione dell'assemblea che deciderà sul tema, i prezzi scendono e quindi il diritto di recesso al prezzo di mercato non crea alcun vantaggio.

La ragione invece del perché si sceglie un periodo piuttosto lungo (sei mesi) è che di solito le informazioni sulla possibilità del *delisting* arrivano nei mercati molto prima della data dell'avviso di convocazione dell'assemblea. Al fine di non sminuire il valore del diritto di recesso, la media aritmetica ha lo scopo di rimuovere l'impatto che la notizia del *delisting* avrebbe potrebbe aver avuto sui prezzi dei titoli.

⁸⁴ Questo è l'unico meccanismo consentito e presenta due vantaggi principali. Il primo è dovuto all'obiettività dei risultati che impedisce ogni possibile notifica *ex post* agli azionisti che possa recare pregiudizio alla società, agli altri azionisti e ai creditori. Il secondo è che, supponendo che i mercati siano efficienti, il prezzo di mercato dovrebbe essere la migliore approssimazione del valore dell'azienda.

2.2.2 Negli Stati Uniti e nel Regno Unito: *Leveraged Buyout* e *Freeze-Out transactions*.

Come si è visto una *public to private transaction* può essere eseguita tramite diversi meccanismi, dopo aver analizzato il contesto europeo ora ci soffermiamo sulle tecniche più utilizzate negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In generale per tutte le operazioni di *delisting*, anche quelle che vedono come promotori gli azionisti di maggioranza o soggetti esterni sono richiesti: il voto dei soci, attività di *disclosure* e considerazioni del consiglio d'amministrazione. Al fine di realizzare il *delisting* e la "*deregistration*", le società devono fornire i documenti richiesti dalla SEC (13e-3, "*going private*" rule) che generalmente implicano il "*cash-out*" di tutte le azioni quotate.

In questo sottoparagrafo in primo luogo, analizziamo il *Leveraged Buyout* che è la tecnica più utilizzata dalle "*corporations*" americane, in secondo luogo, approfondiamo le *freeze-out transactions* e i *delisting* che avvengono a seguito di "*statutory merger freeze-out*", soffermandoci sulle differenze con la legislazione europea.

Leveraged Buyout (LBO)

Mentre in Europa gran parte delle società realizzano i *delisting* tramite *BOSO*, in America lo strumento più utilizzato per le *public to private transactions* è il *leveraged buyout*. Un *LBO* consiste in un'acquisizione di una società *target* che avviene principalmente facendo ricorso a debito.

Spesso a promuovere questo genere di operazioni sono fondi di *private equity* e grosse banche d'investimento che forniscono i capitali. Il *LBO* prevede una prima fase nella quale si crea una società veicolo (*newco*) nella quale vengono fatte affluire le risorse finanziarie dell'acquirente: sia *equity* (irrisorio) che capitale di debito (per la maggior parte).

Successivamente la *newco* o viene incorporata nella società *target* (caso molto frequente) oppure conferisce gli *assets* ricevendo in cambio partecipazioni nella stessa. La società che nasce dalla fusione o la società *target* deve avere due importanti caratteristiche affinché l'operazione abbia successo: un basso livello di indebitamento e la capacità di generare grandi flussi di cassa così da essere in grado di ripagare i debiti⁸⁵.

⁸⁵ L'esito positivo dell'operazione dipende per la maggior parte dalla struttura finanziaria della società *target*, in quanto la *newco* non ha risorse per compiere l'acquisizione in via autonoma, ma è un'"entità vuota".

In caso di *delisting* attraverso un'operazione di *LBO*, quindi, la società quotata viene prima acquistata e poi fatta uscire dal listino. La ragione per cui le operazioni di *LBO* sono così diffuse è da attribuire al fatto che attraverso questa forma organizzativa si riescono ad evitare alcuni limiti della quotazione visti nel sottoparagrafo 1.1.2⁸⁶.

Diversi sono i motivi invece per cui le operazioni di *going private* attraverso *LBO* sono diffuse negli Stati Uniti e nel Regno Unito piuttosto che in Europa continentale.

In primo luogo, le società europee sono altamente concentrante e a carattere familiare: questi elementi abbassano le probabilità di essere acquistate da offerenti indipendenti o *fondi di private equity*. In secondo luogo, un altro limite per le società europee è la più bassa disponibilità di fonti di capitale di debito.

Infine, gran parte delle *LBO* in America sono state finanziate da “*junk bonds*” che non sono ugualmente diffusi in Europa, così come i fondi di *private equity* che giocano un ruolo fondamentale in tali operazioni.

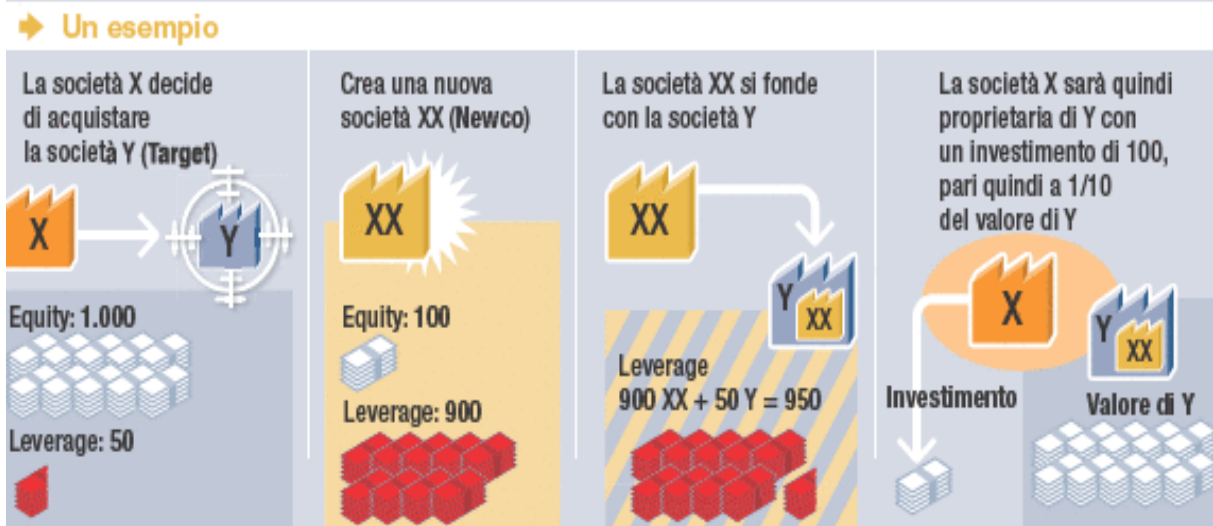
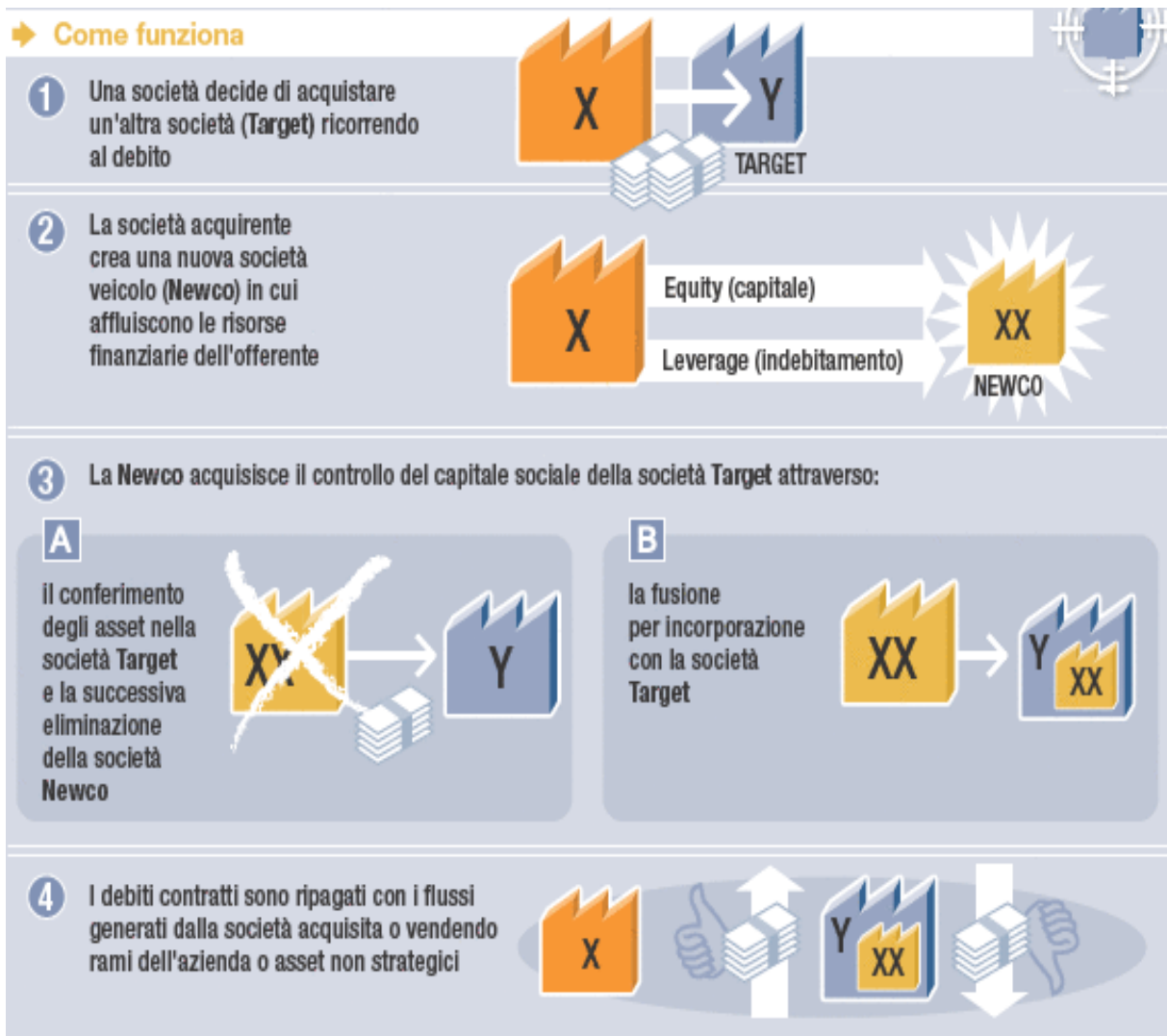
In Italia, il *leveraged buyout* non è stato consentito dalla normativa civilistica fino al 2003, l'art. 2358 sanciva infatti il divieto di accordare prestiti o elargire finanziamenti per l'acquisto di proprie azioni. Con la riforma del diritto societario⁸⁷ le operazioni di *LBO* sono diventate legittime anche in Italia.

Diversamente dai *BOSO* sono messi in atto da soggetti esterni o dal *management* e sono rivolti verso società bersaglio di dimensioni medio grandi che hanno una struttura proprietaria molto frammentata. Nella figura 2.1 si può vedere uno schema classico di come viene strutturato un *LBO*.

⁸⁶ In particolare, l'alto livello di indebitamento fa sì che il management valuti attentamente gli investimenti, in quanto questi devono ripagare gli interessi e il debito. Le operazioni di *LBO* inoltre rimuovono i conflitti tra la proprietà ed il controllo, solitamente infatti l'acquirente che ha investito nella società target possiede la maggioranza dei posti nel consiglio d'amministrazione.

⁸⁷ D.lgs. n. 181 del 28 Giugno 2003, entrato in vigore il 1° Gennaio 2004.

Figura 2.1: come funziona un leverage buyout.



Fonte: Borsa Italiana.

Sempre nell'ambito del contesto americano adesso saranno analizzate le *freeze-out transactions* e in particolare l'operazione: "*statutory merger freeze-out*".

Statutory merger freeze-out

Attraverso la *statutory merger freeze-out*, i soci che detengono il controllo decidono per una fusione con una società privata e gli azionisti di minoranza non riceveranno alcun titolo della nuova entità, ma otterranno in cambio piuttosto denaro o titoli diversi da quelli rappresentativi del capitale. Tale meccanismo non è consentito dall'ordinamento italiano (e neanche negli altri paesi dell'Europa continentale).

È legittimato dalla convinzione dei legislatori americani che ritengono che oggi la "dittatura" della minoranza può essere più pericolosa e costosa del rischio dell'abuso di potere da parte degli azionisti di controllo.

Dal punto di vista normativo si fa riferimento alla "*Delaware General Corporation Law*" (*DGCL*) che è considerata la giurisdizione più completa e a cui tutti fanno riferimento per la sua corposa giurisprudenza. Le sezioni 251 e 259 della *DGCL* prevedono che la fusione debba essere approvata dal consiglio di amministrazione e da più della metà dei voti dell'assemblea degli azionisti.

Gli azionisti di minoranza che non sono disposti a ricevere il denaro che gli viene offerto, perché ritenuto inferiore rispetto al valore delle loro azioni e dell'azienda possono chiedere la liquidazione ad un prezzo equo ("*fair*") determinato dalla *Court of Chancery*. Il *fair value* delle azioni deve essere determinato tenendo conto di "qualsiasi elemento di valore derivante dal completamento o dall'aspettativa della fusione" nel determinare il prezzo, quindi, la Corte deve tenere conto di tutti gli elementi rilevanti. Nei fatti la pratica per gli azionisti di minoranza può essere molto difficile e costosa: i soci che richiedono la perizia, infatti, devono prima notificare alla società la loro intenzione e prima dell'assemblea che fa scattare il diritto e poi devono dissentire alla riunione.

Inoltre, il *fair value* delle azioni viene calcolato senza tener conto delle sinergie potenziali derivanti dalla fusione e le minoranze non detengono informazioni sufficienti per determinare la probabilità che le plusvalenze *post-acquisizione* siano superiori al *fair value* dei diritti di stima. Una soluzione alternativa per gli azionisti di minoranza

dissenzienti è quella di denunciare qualche forma di illegalità come ad esempio l'abuso di potere.

2.3 *Management Buyout*

Quando un *leveraged buyout* è promosso dal *management* dell'impresa si parla di *management buyout (MBO)*⁸⁸. Un'operazione di *management buyout* consiste in un'acquisizione della società o dei suoi *assets* da parte del *management's team*.

In un primo momento, i *managers* con il lancio di un'OPA acquistano le azioni presenti sul mercato fino a raggiungere il controllo della società per poi portarla fuori dal listino. Successivamente il fine è quello di utilizzare il *know how* strategico ed operativo per migliorare l'impresa, accrescere il suo valore e infine cederla⁸⁹ oppure riportarla in borsa. I fondi richiesti per l'acquisizione sono solitamente piuttosto consistenti ed in genere derivano da un *mix* risorse: personali, fondi di *private equity* e banche d'affari. Spesso le operazioni di *MBO* sono strategie di uscita per le grandi società che desiderano vendere divisioni che non fanno parte del loro *core business* o di aziende private in cui i proprietari desiderano venderle ad esempio per andare in pensione.

Attraverso un *MBO* i *managers* cambiano status, da dipendenti divengono proprietari e se questo da un lato comporta un vantaggio in termini di conoscenze, dall'altra parte si ha una responsabilità significativamente maggiore e un maggiore potenziale di perdita. I *management buyout* sono visti come buone opportunità d'investimento da parte degli *hedge fund* e grandi finanziatori, che incoraggiano l'azienda a diventare privata in modo che possa snellire le operazioni e migliorare la redditività lontana dagli occhi del mercato, per poi diventare pubblica con una valutazione molto più alta.

Fin dalle origini, è stato sottolineato il potenziale espropriativo di acquisizioni promosse dal *management*, che possiede informazioni di valore sicuramente superiore rispetto agli azionisti.

Alcuni studiosi critici delle operazioni *MBO* (Lee, Mikkelson e Partch, 1992 e Seyhun 1986) hanno dimostrato la tendenza del *management* a sfruttare per fini opportunistici e privati informazioni riservate speculando sui titoli delle società gestite e che quindi potrebbero farlo anche in un'ottica di *MBO*.

⁸⁸ I Promotori di un LBO possono essere: i *managers* della società stessa (*management buy-out*), *manager* di altre società (*management buy-in*) e lavoratori della società (*workers buy-out*).

⁸⁹ Ad un prezzo maggiore rispetto a quello in cui è stata acquistata.

Tuttavia, ricerche empiriche hanno dimostrato che è vero, l'asimmetria informativa garantisce un vantaggio strategico al *management*, ma non si traduce all'atto pratico in un'espropriazione degli azionisti. Un'operazione di *MBO*, infatti, è rigidamente regolamentata e soggetta ad obblighi di *disclosure*, passa al vaglio del mercato e per questo lo sfruttamento di asimmetrie informative risulta ridotto.

Diversi studi empirici hanno evidenziato che i *managers* sostengono che la principale causa per cui mettono in atto operazioni di *MBO* è la sottovalutazione dei titoli, che vengono scambiati ad un valore di mercato inferiore a quello contabile e che non riflette il vero valore dell'impresa.

Un altro motivo oltre la sottovalutazione del titolo che può portare ad un'operazione di *MBO* come evidenziato da Lowenstein (1985) e Singh (1990) è il timore di acquisizioni ostili. Quindi in quest'ottica il *management* per timore di un *takeover* e di perdere il controllo della società, mette in atto un *going private* per difendere la propria posizione⁹⁰.

Infine, una terza motivazione riguarda la creazione di valore, con un *MBO* il *management* rileva i titoli perché sono considerati sottovalutati, però riconosce agli azionisti un premio in linea con i premi pagati in operazioni analoghe che portano al *delisting*⁹¹. “Analizzando la percentuale di partecipazione azionaria del *management* in un *MBO*, si è verificata una relazione indiretta tra essa e l'incremento di valore per gli azionisti misurato in termini di rendimenti anomali cumulati” (Del Giudice, 2012)⁹².

2.4 *Delisting* involontario

In questo paragrafo verranno approfondite le caratteristiche del *delisting* involontario e gli elementi che lo innescano. Come visto nel paragrafo 1.2 si parla di *delisting* involontario⁹³ quando l'uscita dal listino è imposta direttamente dalla borsa. Principalmente a causa della violazione dei requisiti richiesti dalla borsa per la quotazione o per la scarsa *performance* della società. Quando la borsa sancisce il

⁹⁰ Questa motivazione verificata negli anni ottanta, non trova più evidenza nelle successive transazioni comparabili (Del Giudice).

⁹¹ La teoria della creazione del valore derivante dal riallineamento di incentivi tra proprietà e controllo ha trovato sostegni empirici molto solidi.

⁹² DEL GIUDICE, A., 2012. *Going Private Transactions* - Perché le società abbandonano la Borsa. Milano, FrancoAngeli.

⁹³ In inglese “*involuntary delisting*” o “*compulsory delisting*”.

delisting di un'azienda le sue azioni non possono essere più scambiate in quel mercato e il titolo viene automaticamente cancellato dal listino. La decisione da parte della società che gestisce il mercato è vincolante e indiscutibile, per questo la volontà dell'impresa non viene contemplata in nessun modo.

La fattispecie del *delisting* involontario è molto più presente nei mercati americani⁹⁴ rispetto a quelli europei. Djama et al. (2012) ha messo in risalto che a seguito dell'introduzione di standard di quotazione sempre più rigidi e rigorosi c'è stato un peggioramento delle performance economico-finanziarie delle imprese, che con la crisi finanziaria del 2007 fanno sempre più fatica a rispettare i requisiti imposti dalla SEC e a mantenere lo status di quotata.

La decisione di escludere determinati titoli dal listino talvolta può essere presa arbitrariamente e i principali motivi sono due: il primo è la tutela del mercato dalle “*non performing firms*”; il secondo è quello di evitare il *trading* occasionale ed infrequente di alcune azioni per la cui quotazione l'autorità di mercato sostiene costi elevati.

Molti studiosi tra cui Geranio e Macey, O'Hara e Pompilio (2008) ritengono che per parlare di *delisting* involontario, non basta il provvedimento formale della Borsa con la quale si revoca una società dalle contrattazioni, ma anche sostanzialmente non vi deve essere alcuna volontà della società a voler abbandonare il mercato.

Anche nel caso in cui ci fosse la piena coscienza del *delisting* automatico delle azioni per assenza di requisiti non si potrebbe parlare di *delisting* involontario.

Dalle ricerche di Macey, O'Hara e Pompilio (2008) si distinguono diverse cause⁹⁵ che portano al *delisting* involontario:

- Il mancato rispetto dei requisiti di quotazione;
- Comportamenti pregiudizievoli degli interessi dei soci o non regolari;
- Fallimento della società;
- Scandali che riguardano la società e che potrebbero avere delle ripercussioni sull'intero mercato;

⁹⁴ Lo studio di Macey, O'Hara e Pompilio (2008) sui *delisting* avvenuti in America tra il 1995 e il 2005 ha evidenziato che quasi 4500 società sono uscite dai mercati regolamentati per un intervento attivo della borsa.

⁹⁵ La maggior parte di queste motivazioni riguardano i mercati regolamentati americani, ma in parte sono riscontrabili anche nei mercati europei.

- Volumi scambiati del titolo troppo bassi e che non giustificano i costi della quotazione.

Nella loro analisi Macey, O'Hara e Pompilio (2008) hanno anche delineato i 3 elementi principali delle società che possono influire sulle probabilità di un *delisting* involontario:

1. Le dimensioni dell'impresa. Per le società con dimensioni estese in termini di *assets* ed *equity* le probabilità di una revoca forzata si riducono;
2. La struttura economico finanziario al momento dell'*IPO*. Le aziende che successivamente la fase di quotazione hanno visto un declino del prezzo e presentano bassi livelli di *performance*;
3. L'immagine della società. Le società che non hanno particolare notorietà e prestigio, che presentano scarsi livelli di volumi negoziati delle azioni hanno probabilità più elevate di incorrere in un *delisting* involontario.

2.4.1 Gli effetti

La revoca dal listino a seguito della decisione della borsa è una circostanza che genera uno *shock* nella vita dell'impresa e un colpo duro anche per gli azionisti.

Con l'esclusione dalla borsa, la società e i soci subiscono grossi danni finanziari, commerciali, ma anche reputazionali e d'immagine. Con il *delisting* involontario la società oltre a perdere da subito i benefici della quotazione visti nel paragrafo 1.1, registra una riduzione della liquidità, un calo del valore del titolo e un chiaro decremento dell'*Enterprise Value* (EV)⁹⁶.

La revoca dal listino apparentemente viene vista come un evento sfavorevole ma non è sempre così. Secondo Macey, O'Hara e Pompilio (2008), infatti, si potrebbe verificare la situazione in cui il proseguimento della quotazione potrebbe essere ancora più dannoso per gli azionisti e la società rispetto alla revoca forzata.

In questa situazione appare ovvio che la revoca risulta essere una soluzione vantaggiosa, conveniente e da ricercare. Evitare, quindi, la revoca per non andare incontro a situazioni negative è corretto soltanto quando le prospettive di perdita derivanti dal *delisting* involontario sono superiori rispetto a quelle che si verificherebbero proseguendo la quotazione in borsa.

⁹⁶ L'*Enterprise Value* (EV) è il valore dell'impresa. EV= capitalizzazione di borsa + indebitamento netto.

Altri particolari sugli effetti di un *delisting* involontario sono stati evidenziati dagli studi di Liu (2005) su un campione di imprese americane che sono state revocate dalla borsa. In primo luogo, dalla sua ricerca emerge che con la revoca vi è una riduzione della fiducia da parte degli investitori e analisti rispetto le prospettive di *performance* future dell'impresa che si riflette sul prezzo delle azioni che si abbassa⁹⁷.

In secondo luogo, anche Liu evidenzia la riduzione dell'*EV* a seguito dell'annuncio del *delisting*, causata dall'abbassamento delle prospettive future di liquidità a sua volta dovuto al calo dei volumi del titolo. Anche dalla ricerca di Liu emerge che dalla revoca deriva un danno di immagine, con perdita di visibilità e reputazione, e una riduzione del potere contrattuale della società nei confronti delle banche, dei clienti, e dei fornitori. Anche Angel et al. (2004), utilizzando diversi *proxy*, ha riscontrato un decremento della liquidità: i volumi diminuiscono di 2/3; lo spread effettivo si triplica (dal 3,3% al 9,9%); la volatilità si triplica (4,4% al 14,3%).

Per quanto riguarda il fenomeno del *cross listing* (che approfondiremo nel paragrafo 2.6), quando una società viene delistata da un mercato estero dove i suoi titoli erano scambiati, il volume delle azioni negoziate nel mercato domestico aumenta notevolmente (Meera et al., 2000).

Ovviamente è importante sottolineare che l'impatto sul valore delle azioni è legato al motivo che determina il *delisting*.

2.5 *Delisting* e “*going dark*”

Quando si affronta un argomento come il *delisting* non si può non fare riferimento alle operazioni di “*going dark*”. I due fenomeni hanno una connessione molto stretta, ma non possono essere considerati sinonimi, sono due operazioni diverse, ciascuna con proprie peculiarità. Si definiscono *going dark transactions* quelle operazioni con le quali una società procede con la de-registrazione dalla SEC⁹⁸, ma i cui titoli continuano ad essere scambiati nei mercati *OTC*.

⁹⁷ Secondo la ricerca di Liu (2005) una società americana nei 20 giorni successivi il comunicato di revoca registra un abbassamento del prezzo delle azioni dell'8,5%, questa percentuale tende a salire fino al giorno della revoca. La riduzione del prezzo invece è più contenuta per le imprese estere che soggiornano nei mercati americani (circa del 4,5%) in quanto una società estera continua a godere dei benefici del *going public* mantenendo lo status di quotata nel mercato domestico.

⁹⁸ *Security Exchange Commission*, l'ente federale statunitense che ha le funzioni di vigilare sui mercati regolamentati.

La principale differenza, quindi, tra il *delisting* e il *going dark* è che a seguito della *deregistration* le azioni continuano ad essere scambiate in mercati non regolamentati. In altre parole, l'importante vantaggio del *going dark* è che si riesce a mantenere un certo numero di azionisti "pubblici", pur essendo sollevati sia dalle normative della borsa che dai requisiti di rendicontazione *SEC* (*U.S. Exchange Act of 1934 and Sarbanes-Oxley Act*). Il *delisting* quindi è una condizione necessaria affinché si possa mettere in atto in una fase successiva un'operazione di *going dark*⁹⁹.

In particolare, il *going dark* è un fenomeno connesso al mondo dei *delisting* volontari, ed è diffuso soprattutto negli Stati Uniti¹⁰⁰ (per questo si è fatto riferimento alla "*deregistration*" dalla SEC), dove i mercati *OTC* sono più sviluppati che in qualsiasi altra parte del mondo. Nei mercati *OTC* spesso non ci sono contratti, rigidi *standard* informativi né modalità di acquisto e vendita standardizzate, requisiti di ammissione, tutti elementi che invece sono presenti nei mercati regolamentati.

Di solito oggetto di scambio negli *OTC*, sono titoli di società che non hanno raggiunto gli *standard* richiesti per la quotazione e che per questo sono denominate "*unlisted*".

I principali mercati *OTC* di riferimento sono tre: l'*OTC Bulletin Board*; il *NASDAQ* e il *Pink Sheets*.

L'*OTC Bulletin Board* (*OTCBB*) è stato fondato nel 1990 ed è un sistema di scambio telematico dove sono presenti circa 3600 titoli con elevata volatilità dei prezzi e quindi anche elevati rischi per gli investitori. In questo mercato possono essere scambiate azioni di società che hanno effettuato il *delisting* ma non la *deregistration*.

Il *NASDAQ* presenta una sezione *OTC* in cui sono scambiate le azioni di società non quotate.

Il *Pink Sheets* ("mercato dei fogli rosa") deve il suo nome al fatto che prima che divenisse un mercato elettronico, i titoli delle società venivano scambiati attraverso fogli rosa. La maggior parte delle imprese che procedono con un *going dark* scelgono di

⁹⁹ In altre parole, con il *going dark* una società ottiene i benefici del *delisting* e i vantaggi dalla *deregistration* senza essere del tutto privata.

¹⁰⁰ Il consiglio di amministrazione delle società quotate negli Stati Uniti ha il diritto di rimuovere volontariamente i titoli se la società registra meno di 300 azionisti, o meno di 500 titolari e meno di 10 milioni di dollari 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 dell'azienda e dei suoi azionisti; Il *NYSE* richiede l'approvazione del comitato di *audit* del consiglio di amministrazione. Le aziende di solito decidono di intraprendere questa soluzione quando non hanno denaro sufficiente per eseguire un'offerta pubblica di acquisto o un programma di riacquisto.

entrare nel *Pink Sheets*, e un gran numero di queste non sono americane. Questo mercato si caratterizza per elevati livelli di volatilità e rischio, anche superiori all'*OTCBB* e a differenza di quest'ultimo possono essere negoziate anche le azioni di società che hanno effettuato la *deregistration*¹⁰¹.

Secondo Leuz et al. (2008), i motivi per cui un'impresa decide di compiere un *going dark* sono due: risparmio di costi e benefici derivanti dall'essere privati.

Il primo motivo fa riferimento al peso dei costi per essere quotati che in alcuni casi diventa insostenibile.

I benefici invece che la società trae non essendo pubblica, sono legati al fatto che l'impresa non deve divulgare dati sensibili, "l'oscurità" tende ad acuire le informazioni asimmetriche che vi sono presenti tra *insider* e *outsider*.

Solitamente le società che mettono in atto questo genere di operazioni sono aziende in difficoltà, con meno opportunità di crescita, maggiore leva finanziaria e un minore slancio del mercato. Macey, O'Hara e Pompilio (2008), hanno compiuto una ricerca su un campione di società uscite dal *NYSE* (*New York Stock Exchange*) con l'intento di osservare i principali effetti che derivano da un'operazione di *going dark*. Dallo studio è emerso che le maggior parte delle società "delistate" sono approdate nel *Pink Sheets* e hanno sostenuto costi rilevanti con ripercussioni sull'impresa e i suoi azionisti.

In primo luogo, è stato osservato che nel passaggio dal *NYSE* al *Pink Sheets* il livello medio dei prezzi si riduce anche del 50%. Questo lascia intendere che un'operazione di *going dark* mediamente per le imprese rappresenta uno *shock*, un evento che non viene anticipato dal mercato.

Un altro effetto dovuto al *delisting* e all'ingresso nel *Pink Sheets* è l'aumento esponenziale della volatilità dei titoli, mentre i volumi scambiati non subiscono particolari mutamenti. Secondo Bollen e Christie (2009) gli effetti del *going dark* sulle società cambiano rispetto alle dimensioni dell'impresa. Dalla loro ricerca emerge che le imprese con dimensioni più evolute registrano riduzioni dei prezzi inferiori e aumenti della volatilità più contenuti.

¹⁰¹ È importante ricordare la differenza tra *delisting* e *deregistration*. Le società quotate negli Stati Uniti devono essere in linea sia con i requisiti di quotazione della borsa in cui sono negoziate le azioni sia con i requisiti del *Security Exchange Act* del 1934 della *Security Exchange Commission* (*SEC*). Il processo di *delisting* elimina l'obbligo di soddisfare i requisiti richiesti dalla borsa, ma al fine di eliminare anche gli obblighi di segnalazione alla SEC occorre la *deregistration*. Di solito le aziende iniziano il processo di *delisting* e *deregistration* in contemporanea.

2.6 Cross listing

Con l'espressione *cross listing* si fa riferimento ad un'operazione con la quale una società che è già quotata nel suo mercato domestico (*primary listing* o *original stock exchange*), decide di quotare le proprie azioni anche in una seconda borsa, solitamente estera (*secondary listing*). Con quest'operazione, quindi, i titoli di una stessa società vengono scambiati in più piazze finanziarie. Le società multinazionali soprattutto tendono a quotarsi in più borse sia nazionali che in altri paesi all'estero (ad esempio, la multinazionale *BP*, ex *British Petroleum*, è quotata alla borsa di Londra e al *NYSE*). Questo fenomeno si è diffuso soprattutto nella metà degli anni Ottanta a seguito della crescente integrazione tra i mercati dei capitali sparsi per il mondo.

Tra i mercati *target* delle operazioni di *cross listing*, quello statunitense soprattutto per gli elevati livelli di competitività ed efficienza, ha rappresentato e rappresenta ancora oggi, il più attrattivo. Secondo una ricerca di Chaplinsky e Ramchand (2012), tra il 1962 e il 2006 in America si sono quotate 1344 società estere, mentre ci sono stati 724 “*foreign delistings*”¹⁰².

Se i mercati americani sono i principali bersagli delle strategie di *cross listing* delle società estere, anche le società statunitensi tendono spesso a quotarsi in mercati stranieri e gran parte di esse avendo come *target* il mercato tedesco, che in Europa, è la piazza finanziaria con più società estere quotate.

Quando un'impresa opta per una strategia di *cross listing* deve pagare nuove commissioni alla società che gestisce il mercato nel quale si intende entrare e rispettare i requisiti richiesti. L'introduzione in America della *SOX* (2002) ha reso più complicata la quotazione incrociata nelle borse statunitensi a causa degli elevati e rigidi *standard* richiesti in materia di contabilità, revisione contabile, controlli interni e di *corporate governance*. Molte società estere, soprattutto europee, hanno optato quindi per lo *Stock Exchange* tedesco, che può essere considerato il mercato azionario più sviluppato in Europa.

La scelta di mettere in atto un *cross listing* comporta da un lato molti benefici, ma anche ulteriori costi, secondo Pagano (2002) la decisione deve essere presa dalle società tenendo conto di tre elementi: i benefici finanziari che tale operazione può comportare

¹⁰² Il *NASDAQ* è il mercato che ha registrato il maggior numero di “*foreign listings*” in assoluto.

(che in gran parte corrispondono ai benefici del *going public*), la possibilità di rafforzare la posizione competitiva e strategica, i costi che derivano dalla ulteriore quotazione.

Benefici Finanziari

- Nuovi capitali: l'accesso ad un mercato dà la possibilità di raccogliere nuove risorse finanziarie (sia emettendo nuove azioni sia attraverso i *corporate bonds*) ed ampliare le fonti per finanziare gli investimenti futuri;
- Equilibrare la struttura del capitale: il *cross listing* è un'occasione per ridurre i finanziamenti a titoli di debito incrementando il capitale di rischio;
- “Possibilità di disinvestimento: attraverso una quotazione in un mercato estero, il valore delle quote in possesso può incrementare, rendendo più proficuo il disinvestimento” (Pagano, 2002).
- Maggiore liquidità: un maggior numero di acquirenti e venditori;
- Migliore reputazione: grandi benefici di immagine in seguito all'internazionalizzazione che trasmettono agli investitori il messaggio che il *management* ha fiducia nel futuro dell'impresa;
- Miglioramento della *corporate governance*: entrare in mercati come quelli statunitensi in cui vi sono rigidi standard di corporate governance indicano una migliore qualità della società che a sua volta aumenta la fiducia degli investitori.

Rafforzamento della posizione competitiva

Le aziende che effettuano il *cross listing*, spesso lo fanno per rafforzare il *brand* della società. Essendo presenti in più borse, qualsiasi notizia positiva verrà diffusa dai media internazionali. Un'azienda con un marchio internazionale tende ad essere vista all'interno del settore come un attore importante, e quindi grazie al potenziamento del *brand* si possono avere migliori risultati commerciali ed accrescere i profitti. È facile, quindi, intuire che il *cross listing* può essere visto anche come una strategia di *marketing*.

Costi del cross listing

Ovviamente come nel caso della quotazione anche nel *cross listing* non mancano gli svantaggi, nello specifico l'ultimo fattore di cui occorre tenere secondo Pagano sono i costi, che possono essere diretti e indiretti.

I costi diretti si riferiscono alle *fees* da pagare per essere ammessi alla Borsa e ai costi da sostenere per tutti i soggetti che fanno da consulenti per giungere alla quotazione nel nuovo mercato.

Più rilevanti però secondo Pagano sono i costi indiretti, che comprendono tutti quelli relativi alle spese sostenute per adeguare la società agli standard e ai principi di trasparenza e informazione richiesti dal paese¹⁰³ in cui la borsa è presente.

2.7 Gli interessi degli azionisti di minoranza.

Per completare il quadro sul *delisting*, in questo paragrafo si analizza brevemente il ruolo degli azionisti di minoranza.

È importante iniziare precisando che vi è di base un conflitto (teorico) che vede da una parte il *management* e gli azionisti di controllo e dall'altra gli azionisti di minoranza.

Il conflitto discende dal fatto che i primi godono di una superiorità informativa e potrebbero avvalersene per espropriare i soci di minoranza¹⁰⁴.

La superiorità informativa, ad esempio, emerge nei casi in cui gli azionisti di controllo o il *management* promuovono un'acquisizione, trasferendo ricchezza ai danni degli azionisti di minoranza. Gli azionisti di controllo possono esercitare i diritti di *freeze-out* o *squeeze-out*, che in sostanza, rappresentano delle opzioni che soggetti razionali eserciteranno quando il valore dell'azienda sarà più elevato rispetto al prezzo che dovranno pagare ai soci di minoranza (compreso il premio)¹⁰⁵.

Spesso accade che gli azionisti di minoranza dato il loro scarso potere decisionale subiscano le iniziative della maggioranza o del *management* e partecipano ad operazioni rischiose che potrebbero pregiudicare la loro posizione.

Ad esempio, qualora si opti per compiere un *going private* tramite *BOSO* appare chiara lo svantaggio degli azionisti di minoranza che devono cedere i loro titoli in cambio di un prezzo fissato da un esperto nominato dal tribunale senza potersi opporre.

Quasi tutti i paesi più sviluppati si sono dotati di sistemi legislativi con lo scopo di proteggere gli interessi degli azionisti di minoranza, che solitamente sono negativamente influenzati dalle operazioni di *delisting*. La normativa statunitense è

¹⁰³ Tali costi indiretti sono particolarmente onerosi nel caso dei mercati statunitensi a causa della severa disciplina.

¹⁰⁴ Lowenstein, 1985.

¹⁰⁵ I soci che detengono il controllo e il *management* possono detenere delle informazioni privilegiate riguardanti progetti di investimento e prospettive future di redditività.

caratterizzata per essere maggiormente flessibile e offrire una minore tutela agli *shareholders* di minoranza e per questo motivo sono più frequenti cause legali *ex post*, al contrario, in Europa vi è una normativa più severa che smorza le lamentele *ex ante*. Dal confronto delle due normative emerge che vi sono due approcci principali per tutelare le minoranze quando la società compie un'operazione per giungere al *delisting*. In primo luogo, le minoranze possono tutelare i propri interessi attraverso il voto in assemblea, i regolamenti devono stabilire se la decisione deve essere approvata con delibera ordinaria (maggioranza semplice dei voti) o delibera straordinaria (maggioranza qualificata dei voti con la presenza di 2/3 dei votanti o 75% della maggioranza dei voti).

Come accade in Italia poi vi può essere per i soci dissenzienti la possibilità di esercitare il diritto di recesso e in questo caso il problema sarà stabilire il valore equo delle azioni. In secondo luogo, quando il *delisting* è deciso da un organo sociale, ad esempio dal consiglio d'amministrazione, gli azionisti sono generalmente protetti dalla “*doctrine of fiduciary duties of directors*”. Questa soluzione è stata adottata in particolar modo nei mercati americani tra cui anche il *Toronto Stock Exchange* e alcuni europei (*NYSE Euronext Paris*, *NYSE Euronext Amsterdam*).

Oltre a queste due soluzioni che sono le più diffuse, ci sono molteplici altri approcci adottati dal mercato, in alcuni paesi, gli azionisti hanno persino il diritto di veto contro la decisione di *delisting*.

CAPITOLO 3

3. ANALISI EMPIRICA DEL FENOMENO IN ITALIA.

Nei primi due capitoli con l'aiuto della letteratura si sono osservate e approfondite le caratteristiche principali del fenomeno del *delisting*. Sono pochi, però, gli studi che analizzano gli elementi, i caratteri e gli aspetti chiave di questo fenomeno in Italia. L'obiettivo di questo capitolo è proprio quello compiere una ricerca sul processo del *delisting* nel contesto italiano. Al fine di rendere più chiara la trattazione il capitolo è diviso in due parti. Una prima parte nella quale si riportano quelle che sono le principali caratteristiche del mercato azionario italiano e si analizza la relazione tra l'andamento della borsa e l'uscita da essa. Una seconda nella quale si analizza in maniera dettagliata un campione di società delistate (dal 2009 al 2019) allo scopo di giungere ad interessanti conclusioni circa: i motivi e le conseguenze di questa scelta, i settori in cui si verifica più frequentemente, le tecniche più utilizzate e le fattispecie di *delisting* più comuni. Quest'analisi sarà compiuta partendo dalle informazioni fornite da diverse banche dati e soprattutto da Borsa Italiana attraverso la sezione del suo sito "Analisi e Statistiche".

3.1 Caratteristiche del mercato azionario italiano.

Come già detto e come si evince anche dalla letteratura a cui abbiamo fatto riferimento nei due capitoli precedenti, pochi studi esaminano il fenomeno del *delisting* nel contesto italiano. Prima di osservare i dettagli emersi dall'indagine su un campione ristretto di società delistate dal 2009 al 2019, questo paragrafo ha lo scopo di offrire una panoramica generale del mercato azionario italiano e studiare la relazione con l'abbandono del listino.

Ogni paese ha dei propri elementi ambientali che inevitabilmente influenzano lo svolgimento delle attività economiche e i comportamenti degli individui e delle organizzazioni. Occorre quindi precisare che il numero, le modalità e la frequenza delle operazioni di *delisting* dipendono dal livello di sviluppo dei mercati finanziari di riferimento¹⁰⁶. Storicamente il mercato finanziario¹⁰⁷ e azionario italiano risulta essere

¹⁰⁶ Onesti, 1995

¹⁰⁷ Inteso come insieme organizzato di mercati, intermediari e strumenti finanziari.

poco sviluppato, con la carenza di investitori istituzionali e una presenza dominante delle banche, si parla infatti di un sistema “*credit oriented*” o “*bank oriented*”¹⁰⁸.

Ancora oggi il sistema industriale italiano vede la presenza di un elevato numero di imprese di piccole e medie dimensioni gestite dalle famiglie che ne detengono anche il controllo.

Dal rapporto sulla *corporate governance* del 2019 redatto dalla CONSOB emerge che a fine 2018 le società italiane quotate in Borsa Italiana (nel Mercato Telematico Azionario, MTA) sono 231, con una capitalizzazione complessiva di poco superiore a 460 miliardi di euro. Di queste imprese 127 operano nel settore industriale, 55 nel settore dei servizi e 49 in quello finanziario. In linea con l’evidenza storica nelle società quotate continua ad esserci una proprietà concentrata.

Nel dettaglio le imprese sono controllate da un singolo azionista che detiene una partecipazione superiore alla metà del capitale in 123 casi, con una quota inferiore al 50% in 57 casi (controllate in forma debole) e da una coalizione di azionisti in 23 casi. Solo 13 società (il 5,6% del totale delle società quotate, che rappresentano il 20,5% della capitalizzazione di mercato) possono essere definite ampiamente detenute. Soltanto nel 16,4% dei casi non è possibile identificare un soggetto controllante ultimo, essendo l’impresa largamente detenuta.

La quota media detenuta dal principale azionista è del 48,3% leggermente superiore al livello del 2010 (46,2%) e in linea con il valore registrato nel 1998 (48,7%).

Il mercato detiene una quota media del 39,5% tre punti percentuali in più rispetto al livello del 1998. Le imprese familiari rappresentano quasi il 66% del mercato. Si tratta principalmente di piccole società, appartenenti al segmento *STAR*.

Risulta essere invece meno diffusa rispetto agli anni precedenti la presenza di gruppi con strutture di controllo cosiddette piramidali, con la quale un soggetto con un investimento moderato riesce ad acquisire la maggioranza delle azioni.

A fine 2018 l’81% delle società quotate italiane non appartiene ad alcun gruppo.

Questo valore è superiore sia ai valori di lungo periodo (56% nel 1998) che a quelli di medio periodo (75,6% nel 2010).

La percentuale di imprese appartenenti a un gruppo piramidale è del 12% mentre solo 2,2% delle imprese appartiene a un gruppo orizzontale.

¹⁰⁸ Si contrappone al sistema “*market oriented*” dove vi è l’orientamento alla borsa o al mercato.

Figura 3.1: capitalizzazione di mercato delle società italiane quotate divise per settore.

Settori	Società		Capitalizzazione ¹⁰⁹			
	N°	%	media	mediana	totale	%
Finanziario	49	21,2%	2,789	597	136,696	29,7%
Industriale	127	55%	1,588	207	201,798	43,9%
Servizi	55	23,8%	2,212	224	121,685	26,4%
TOTALE	231	100%	1,992	245	460,179	100%

Fonte: CONSOB – dati sulle società italiane con azioni ordinarie quotate in Borsa Italiana.

Figura 3.2: concentrazione della proprietà nelle società italiane quotate.

	Azionisti di maggioranza ¹¹⁰		Altri maggiori azionisti ¹¹¹		Mercato ¹¹²		Azioni controllate ¹¹³	
	Media semplice	Media ponderata ¹¹⁴	Media semplice	Media ponderata	Media semplice	Media ponderata	Media semplice	Media ponderata
1998	48,7	34,7	14,7	10	36,5	55,3	51,7	35
2010	46,2	34	17,7	13,5	36,1	52,5	49,6	34,6
2011	46,1	35,7	17,6	11,4	36,3	52,9	49,7	35,7
2012	46,8	34,8	16,9	9,4	36,4	55,8	49,6	34,4
2013	46,8	34,8	16,5	10,2	36,7	55	48,9	34,2
2014	46	34,5	16,5	9,2	37,5	56,3	48	33,3
2015	46,7	33,9	15	9,6	38,3	56,5	48,5	32,2
2016	46,9	34	12,8	7,2	40,3	58,9	48,8	33,2
2017	47,7	34,7	12	7,4	40,4	57,9	48,8	33,8
2018	48,3	36,5	12,2	6,4	39,5	57,1	49,2	35,7

Fonte: CONSOB - dati sulle società italiane con azioni ordinarie quotate in Borsa Italiana – MTA Stock Exchange.

Per quanto riguarda il ruolo degli intermediari finanziari, nel 2019 vi è stata una leggera maggior presenza di investitori istituzionali rispetto al 2018.

In particolare, gli investitori istituzionali detengono partecipazioni importanti (al di sopra della soglia di informativa sulla proprietà) in 62 società quotate italiane (60 a fine 2017), pari a circa il 27% del mercato, con una quota media di capitale pari al 7,6%.

¹⁰⁹ Capitalizzazione delle azioni ordinarie delle società italiane quotate.

¹¹⁰ Media delle azioni ordinarie detenute dagli azionisti di maggioranza di tutte le società italiane quotate.

¹¹¹ Media delle azioni ordinarie detenute dagli altri maggiori azionisti diversi da quelli di maggioranza.

¹¹² Media delle azioni ordinarie non detenute da azionisti con partecipazioni rilevanti (soci che hanno meno del 2%).

¹¹³ Media delle azioni ordinarie detenute dagli azionisti di maggioranza in società dove vi è il controllo a seguito di patti parasociali.

¹¹⁴ Considerando il valore di mercato delle azioni ordinarie.

La maggiore proprietà istituzionale è riconducibile ad investitori italiani in 13 società quotate ed investitori esteri in 51 società.

Gli investitori istituzionali italiani detengono più frequentemente partecipazioni in piccole imprese mentre gli investitori esteri sono i principali azionisti di società di diversa dimensione e settore. Dai dati del 2019 emerge inoltre la diminuzione del numero delle partecipazioni rilevanti detenute da banche e assicurazioni, soprattutto italiane, e l'aumento delle partecipazioni detenute da investitori attivi come *private equity*, *venture capital* e fondi sovrani, soprattutto esteri.

Tuttavia, ancora oggi il ruolo degli intermediari finanziari e delle banche tende a limitarsi alla concessione di risorse a titolo di capitale di debito, soprattutto a causa di limitazioni normative che sono state in parte rimosse soltanto di recente, e con una partecipazione al capitale di rischio delle società poco diffusa.

Figura 3.3.: principali investitori istituzionali¹¹⁵ azionisti delle società quotate italiane.

	Almeno un investitore istituzionale			Almeno un investitore istituzionale italiano			Almeno un investitore istituzionale estero		
	N° società	weight ¹¹⁶	Media shareholding	N° società	weight	Media shareholding	N° società	weight	Media shareholding
2010	78	28,9	8	47	17,4	6,8	39	14,4	7,7
2011	75	28,8	7,7	48	18,5	6,7	36	13,8	7,1
2012	67	26,7	8,5	39	15,5	7	38	15,1	7,9
2013	66	27	7,7	32	13,1	6,9	41	16,8	7
2014	74	31,1	7,7	27	11,3	7,6	55	23,1	6,6
2015	68	29,1	7,9	18	7,7	6,8	53	22,6	7,5
2016	61	26,4	7,5	14	6,1	6,9	50	21,6	7,2
2017	60	26	7,7	12	5,2	7,6	51	22,1	7,3
2018	62	26,8	7,6	13	5,6	6,9	51	22,1	7,5

Fonte: CONSOB - dati sulle società italiane con azioni ordinarie quotate in Borsa Italiana – MTA Stock Exchange.

Un altro elemento di cui bisogna tenere conto del sistema economico italiano è la storica presenza dello Stato nelle attività economiche.

Ancora oggi, a fine 2019 nonostante le privatizzazioni degli anni Novanta (dove diversi settori produttivi del paese erano gestiti da enti pubblici), lo Stato ed altri enti locali

¹¹⁵ Sono considerati principali investitori istituzionali: fondi d'investimento, banche e società assicurative soggetti con determinati obblighi informativi in accordo con le regole previste dalla CONSOB.

¹¹⁶ Numero di società in ciascun gruppo in percentuale rispetto al totale delle società.

restano i principali azionisti di un'impresa su dieci, principalmente, in grandi società operanti nel settore dei servizi¹¹⁷.

Figura 3.4: identità dei soggetti che detengono il controllo.

	Famiglie			Stato			Istituzioni finanziarie			mix ¹¹⁸			No UCA ¹¹⁹		
	N°	weight ₁₂₀	% market cap ¹²¹	N°	weight	% market cap	N°	weight	% market cap	N°	weight	% market cap	N°	weight	% market cap
2012	152	60,6	26,4	22	8,8	41,7	9	3,6	0,6	20	8	6,8	48	19,1	24,5
2013	149	61,1	29,7	21	8,6	34,7	9	3,7	0,7	16	6,6	7,2	49	20	27,8
2014	145	60,9	27,7	19	8	32,2	11	4,6	0,9	16	6,7	7,5	47	19,7	31,7
2015	143	61,1	29,2	19	8,1	30,4	10	4,3	0,9	14	6	3,6	48	20,5	35,9
2016	146	63,5	33,3	21	9,1	35,9	10	4,3	0,8	12	5,2	3,6	41	17,8	26,5
2017	145	62,8	33,5	23	10	34	14	6,1	0,9	7	3	2,6	42	18,2	29
2018	152	65,8	33	23	10	37,8	11	4,8	0,4	7	3	1,9	38	16,4	27

Fonte: CONSOB - dati sulle società italiane con azioni ordinarie quotate in Borsa Italiana – MTA Stock Exchange.

Gli aspetti descritti del sistema economico italiano incidono in modo notevole ovviamente sul mercato azionario e fanno sì che il modello italiano sia un modello *sui generis*, dove vi sono ancora imprese a partecipazione statale, pochi gruppi familiari che controllano la maggior parte delle imprese più grandi e tante piccole e medie aziende a prevalente conduzione familiare.

La società che si occupa della gestione del mercato azionario in Italia è Borsa Italiana S.p.A., che nasce a seguito della privatizzazione dei mercati di borsa. Durante i primi dieci anni di attività (dall'1998 al 2008) Borsa Italiana è passata dall'essere una singola società di gestione del mercato a un gruppo ampiamente diversificato nell'ambito dei servizi finanziari¹²².

¹¹⁷ A fine 2013 lo Stato controllava 21 società con una capitalizzazione pari al 35% del mercato.

¹¹⁸ Società non incluse in nessuna delle precedenti categorie (ad esempio società controllate sia da istituzioni finanziarie che da famiglie private).

¹¹⁹ Società non controllate (ad esempio cooperative, società ampiamente detenute) e società quotate controllate da una società "controllante", UCA sta per "*ultimate controlling agent*".

¹²⁰ Numero delle società espresso in percentuale rispetto al totale.

¹²¹ Valore di mercato delle azioni ordinarie di società espresso in percentuale rispetto alla capitalizzazione di mercato delle azioni ordinarie di tutte le società.

¹²² Includendo Cassa di Compensazione & Garanzia nel 2000, Monte Titoli nel 2002 e Servizio Titoli e MTS nel 2007.

In questo decennio Borsa Italiana ha fatto notevoli sforzi per avvicinare il mercato azionario alle imprese italiane attraverso l'ammissione alla quotazione di 236 società. Gran parte di queste (163) sono state piccole e medie imprese che hanno scelto la borsa per finanziare i propri progetti attraverso il capitale di rischio di nuovi investitori.

Alla fine del 2007 le società presenti in borsa erano 301 e la capitalizzazione di mercato era pari al 48% del PIL. Nell'ottobre dello stesso anno, Borsa Italiana si è integrata con il *London Stock Exchange*, dando vita ad il principale mercato in Europa e capace di attrarre capitali da tutto il mondo. Il gruppo *London Stock Exchange* con circa 2486 società quotate è la sesta borsa mondiale per capitalizzazione (4.380.729,3 miliardi di dollari).

Tuttavia, considerata singolarmente la borsa di piazza Affari a livello mondiale resta ancora un mercato azionario poco sviluppato, con una capitalizzazione complessiva di 651,3 miliardi di Euro (dato di dicembre 2019 ed in crescita del 20,1% rispetto al 2018) pari al 36,8% del PIL e 371 società quotate nei diversi mercati. In ogni caso l'evoluzione e le dimensioni del mercato vanno interpretate alla luce delle caratteristiche del sistema economico italiano viste precedentemente.

La figura 3.5 mostra il numero di ammissioni, revoche e il differenziale anno per anno che hanno riguardato Borsa Italiana dal 1995 al 31 agosto 2020.

La scelta di questo arco temporale è determinata dalla disponibilità dei dati presenti nella banca dati di Borsa Italiana.

Secondo Geranio (2004) le società presenti nei mercati di Borsa Italiana spesso giungono alla quotazione o compiono un *delisting* senza una chiara strategia di lungo periodo ma seguendo l'ipotesi speculativa. Quando il mercato vive un periodo rialzista, il *management* che decide di portare la società in borsa può vendere le azioni a prezzi particolarmente elevanti, raccogliendo così elevate quantità di capitali.

Al contrario, quando i mercati sono in periodi di recessione, come ad esempio durante la crisi finanziaria del 2008, diverse parti possono essere interessate a riacquistare le azioni per beneficiare dei prezzi più bassi dovuti a fattori non correlati con situazioni aziendali o problematiche di settore.

A supporto della tesi secondo cui i *delisting* avvengono in periodi in cui i prezzi di quotazione sono più bassi vi sono diverse ricerche: Macey, O'Hara e Pompilio (2008) hanno verificato l'esistenza di una notevole correlazione inversa tra l'andamento dei

corsi azionari e gli abbandoni del listino. Queste diverse considerazioni trovano le loro origini nella teoria dell'”*hot and cold market*” di Helwege e Liang (2004) secondo cui c'è una concentrazione di IPO in periodi in cui vi è un andamento positivo dei mercati (fasi di *hot market*) e un aumento dei *delisting* in momenti in cui il mercato presenta dei ribassi (fasi di *cold market*).

Figura 3.5: tabella contenente numero di ammissioni, revoche e differenziale dal 1995 al 2020.

Anno	Ammissioni	Revoche	Delta
1995	14	17	-3
1996	15	17	-2
1997	14	17	-3
1998	26	18	+8
1999	38	9	+29
2000	49	22	+27
2001	19	22	-3
2002	15	13	+2
2003	12	26	-14
2004	10	7	+3
2005	19	12	+7
2006	46	16	+30
2007	49	14	+35
2008	10	18	-8
2009	8	12	-4
2010	10	8	+2
2011	10	8	+2
2012	7	13	-6
2013	20	7	+13
2014	28	11	+17
2015	33	16	+17
2016	19	15	+4
2017	39	13	+26
2018	38	19	+19
2019	41	23	+18
2020	8	7	+1
TOTALE	597	380	MEDIA: +8,3

Fonte: elaborazione personale dati presenti sul sito di Borsa Italiana.

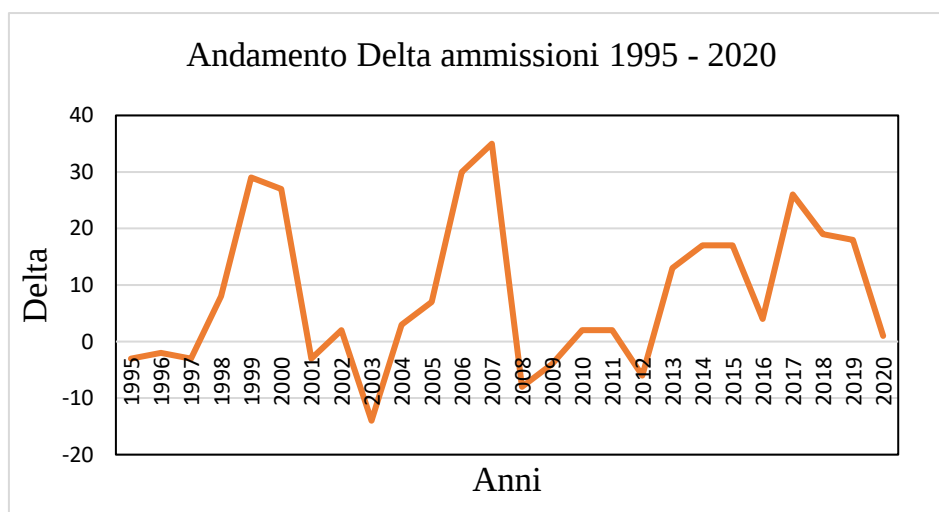
Dal 1995 al 31 agosto 2020 vi sono stati in totale 380 *delisting* mentre le ammissioni sono state 597. Il numero complessivo di aziende revocate non tiene conto dei *delisting* involontari.

Nello specifico nel conteggio sono stati considerati involontari i *delisting* a seguito di:

- Mancanza dei requisiti richiesti dalla borsa;
- Fallimento;
- Soggetti sottoposti a liquidazione;
- Soggetti sottoposti a procedura di amministrazione straordinaria;
- Mancanza di specialisti o consulenti nominati (NOMAD) rispetto al titolo in questione.

Come mostrato nella figura 3.5 negli ultimi 20 - 25 anni il mercato italiano è stato caratterizzato da un numero eterogeneo di società che si sono quotate e che si sono delistate. La media del differenziale tra le ammissioni e i *delisting* è pari a 8,3; tuttavia vi sono periodi in cui il delta assume valori negativi e altri fortemente positivi.

Figura 3.6: andamento del differenziale Ammissioni (ammissioni – *delisting*).



Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana.

Come si può notare dalla figura 3.6 gli anni tra il 1999 e il 2000 hanno visto un notevole incremento delle società quotate. Secondo l'ipotesi speculativa per questo si parlerebbe di un periodo di *hot market*.

Al contrario invece tra il 2003 e il 2004 il numero delle operazioni di *going private* hanno superato le quotazioni e si pensa ad un periodo di *cold market*. Al fine di comprendere se anche in Italia il fenomeno del *delisting* è influenzato da periodi di ribasso e rialzo del mercato, possiamo prendere in considerazione parallelamente il delta

delle Ammissioni con l'andamento dell'indice FTSE MIB dal 1995 in poi. Il FTSE MIB è l'indice di riferimento del mercato azionario di Borsa Italiana. Questo indice può essere considerato rappresentativo dell'andamento della borsa nazionale italiana poiché comprende i 40 titoli italiani più scambiati che corrispondono a quasi l'80% della capitalizzazione del mercato azionario italiano.

Nella figura 3.7 si possono osservare i “delta Ammissioni” e l'andamento dell'indice FTSE MIB per ciascun anno dal 1995 al 2020.

Figura 3.7: tabella rappresentativa dei punti FTSE MIB e del delta ammissioni nel periodo 1995 – 2020.

Anni	Punti FITSE MIB	DELTA AMMISSIONI
1995	9138	-3
1996	10332	-2
1997	16341	-3
1998	22992	+8
1999	28169	+29
2000	29681	+27
2001	22232	-3
2002	16954	+2
2003	19438	-14
2004	22886	+3
2005	26056	+7
2006	31005	+30
2007	28525	+35
2008	14623	-8
2009	17652	-4
2010	16121	+2
2011	12259	+2
2012	13512	-6
2013	16048	+13
2014	15988	+17
2015	18690	+17
2016	17265	+4
2017	20035	+26
2018	16815	+19
2019	21452	+18
2020	18108	+1

Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana.

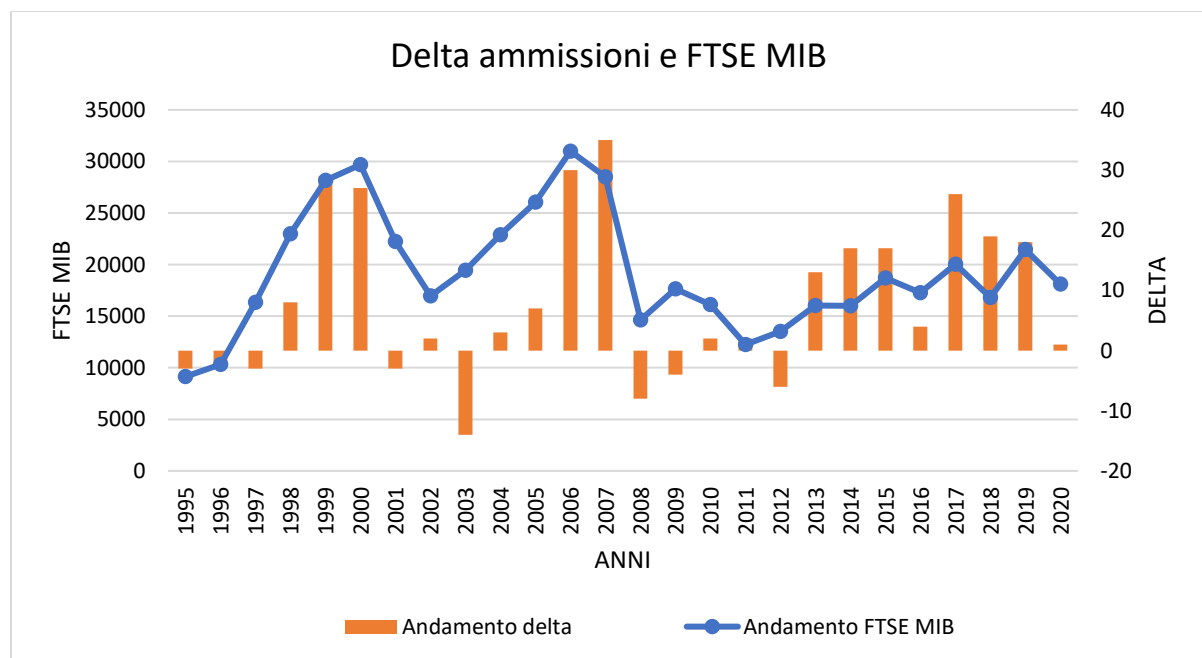
Per analizzare la relazione tra l'andamento del FTSE MIB e il differenziale delle Ammissioni (differenza tra ammissioni e *delisting*) calcoliamo il coefficiente di correlazione lineare “r”.

Nello specifico il coefficiente di correlazione lineare “r” misura la relazione lineare che vi è tra due elementi che in statistica prendono il nome di “caratteri”, che nel nostro caso sono “l'andamento del FTSE MIB” e il “Delta Ammissioni” rilevati su un campione di N unità statistiche (nel nostro caso le osservazioni che vanno dal 1995 al 2020).

Il coefficiente “r” è un numero compreso tra -1 e 1:

- quando “r” è pari a -1 vuol dire che tra i due caratteri vi è una relazione perfettamente inversa, all'aumentare dell'uno diminuisce l'altro e viceversa;
- Quando “r” è pari 1 vuol dire che esiste una relazione lineare perfetta e all'aumentare di un carattere aumenta anche l'altro;
- In generale quando “r” è compresi tra -1 e 1 tanto più si avvicina agli estremi tanto più vuol dire che vi è una relazione forte, che può essere anche inversa.

Figura 3.8: andamento del FTSE MIB e del delta ammissioni nel periodo 1995 – 2020.



Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana.

Osservando la figura 3.8 appare chiaro come le due variabili si muovano in modo approssimativamente simmetrico.

Considerando i dati in tabella 3.7 attraverso la regressione lineare si arriva a trovare un coefficiente “r” pari a 0,66165781 e un “r²” pari 4,37%.

Questo risultato ci dice che quando il mercato sta offrendo un rendimento elevato, il differenziale tra le ammissioni e i *delisting* è positivo o tende a crescere (vi sono meno *delisting*) muovendosi nella stessa direzione dell’indice FTSE MIB.

In generale da questi dati emerge che la scelta di compiere un *delisting* o un *IPO* sia ritardata di circa un anno, ciò può essere dovuto a due motivi: sia ai tempi richiesti per le operazioni di quotazione e *delisting*, sia al fatto che l’indice azionario viene misurato a fine anno.

Nel complesso, si può concludere affermando che nel contesto italiano appare ragionevole considerare l’ipotesi speculativa e la teoria dell’*“hot and cold market”* come motivazioni che spingono o meno al *delisting*.

3.2 Analisi di un campione ristretto

Dopo aver visto i caratteri generali del mercato azionario italiano e analizzato la relazione tra l’andamento della borsa e il differenziale delle ammissioni nel periodo che va dal 1995 al 2020, in questo paragrafo saranno analizzati i dati riguardanti i *delisting* societari avvenuti in Italia utilizzando un campione ristretto di società delistate tra il 2009 e il 2019. Lo scopo è quello di focalizzare l’attenzione sulle dimensioni del fenomeno negli ultimi anni. Con l’analisi dei dati forniti da Borsa Italiana si compirà uno studio circa: le fattispecie di *delisting* e le tecniche utilizzate per abbandonare il listino, le motivazioni e i settori più colpiti da questo processo.

3.2.1 Ammissioni e *delisting*.

Figura 3.9: numero di ammissioni e *delisting* tra il 2009 e 2019.

Anni	Ammissioni	Delisting
2009	8	12
2010	10	10
2011	10	14
2012	7	14
2013	20	17
2014	28	10
2015	33	20

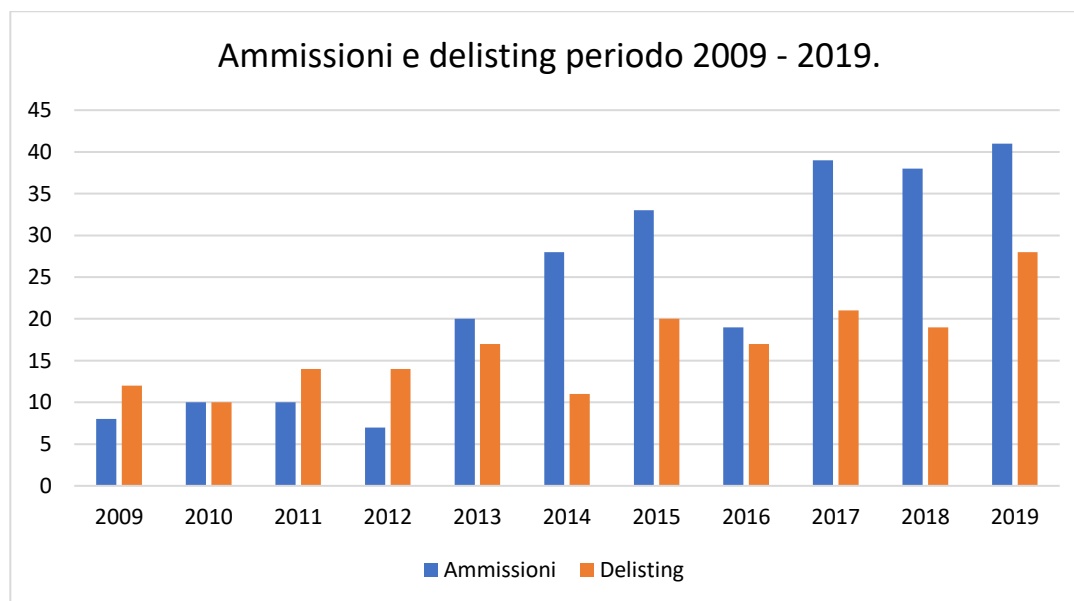
2016	19	17
2017	39	21
2018	38	19
2019	41	28

Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana.

Il decennio compreso tra il 2009 e il 2019 ha visto in totale 253 ammissioni e 182 *delisting* (nei prossimi sottoparagrafi saranno analizzate le principali evidenze empiriche riscontrate e le caratteristiche dei *delisting*).

Il numero totale dei *delisting* è comprensivo di quelli avvenuti in maniera involontaria.

Figura 3.10: confronto ammissioni e delisting nel periodo 2009 – 2019.



Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana.

Nella figura 3.10 in arancione si può osservare l'andamento in termini numerici delle operazioni di *delisting* avvenute in Italia nel periodo di riferimento. I dati di Borsa Italiana mostrano che la numerosità dei *delisting* (in senso assoluto) non è

particolarmente elevata, presentandosi in un intervallo che va da un minimo di 10 *delisting* nel 2010 ad un massimo di 24 nel 2015.

Nell'ambito dell'arco temporale preso in considerazione il 2013 come si può vedere in figura è stato un anno importante, in cui vi è stata una ripresa delle ammissioni sia a livello mondiale (con più di 840 ammissioni per un valore di 165 miliardi di dollari) sia nel contesto italiano con 20 ammissioni (di cui 18 *IPO*). Il *trend* in ripresa del numero di quotazioni è stato confermato anche dagli anni successivi con un picco nel 2019 di ben 41 società, mentre i *delisting* dopo un lieve calo nel 2014 (rispetto al 2013) sono mediamente aumentati.

In generale osservando anche i delta tra le ammissioni e i *delisting*, gli ultimi anni (2017, 2018 e 2019) hanno visto un chiaro squilibrio a favore delle nuove quotazioni, ciò a conferma del fatto che il mercato azionario italiano è in crescita in termini di numeri di società quotate.

Figura 3.11: rapporto tra le società presenti in Borsa Italiana e i delisting negli anni 2009 – 2019.

Anni	Società delistate	Società quotate	Rapporto %
2009	12	332	3,61%
2010	10	332	3,01%
2011	14	328	4,27%
2012	14	323	4,33 %
2013	17	326	5,21%
2014	10	342	3,55%
2015	20	356	5,61%
2016	17	387	4,39%
2017	21	339	6,19 %
2018	19	357	5,32%
2019	28	375	7,46%

Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana.

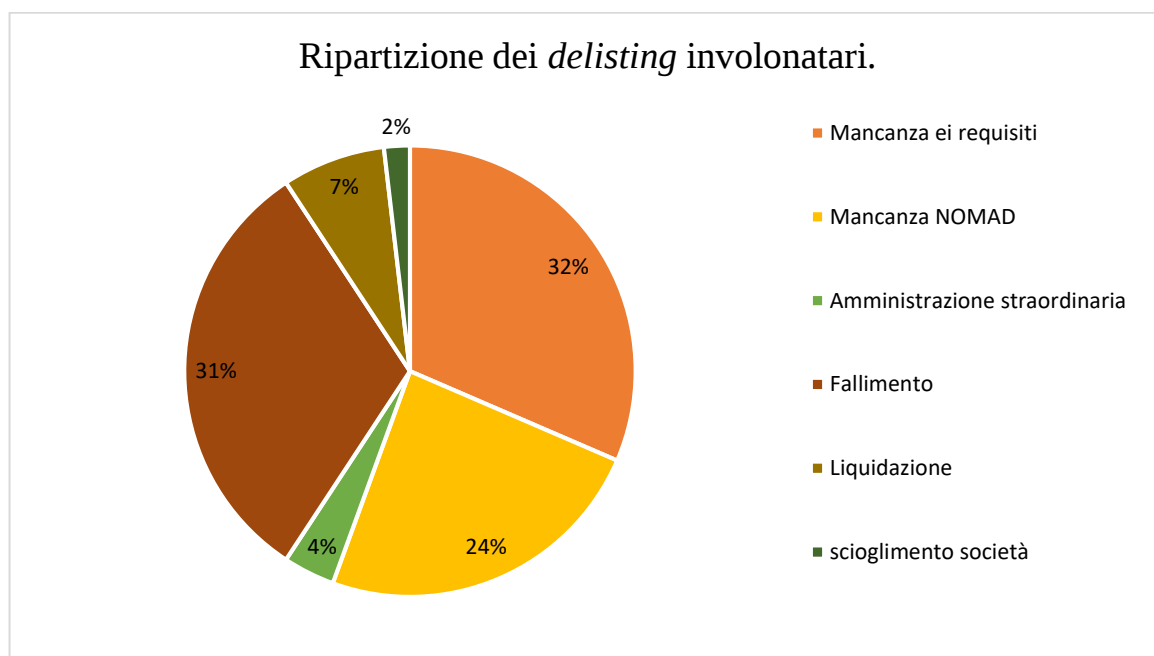
Infine, la figura 3.11 ci mostra l'incidenza del fenomeno negli ultimi anni attraverso il rapporto tra le società quotate e i delisting ($\text{delisting} / \text{società quotate} \%$). Come si può osservare i valori dell'indice di numerosità dei casi di fuoriuscita dal mercato rispetto al numero di società quotate sono compresi tra il 3,01% (2010) e il 7,46% (2019).

3.2.2 Le fattispecie, i motivi e le tecniche di *delisting*.

Nell'ambito dei 182 *delisting* avvenuti tra il 2009 e il 2019, è importante distinguere le fattispecie ed analizzare i motivi e le tecniche dei *delisting* volontari.

Degli 182 *delisting* avvenuti, 54 (il 29,67%) rientrano nella fattispecie dei *delisting* involontari. Per essere più chiari si sottolinea che nei 54 *delisting* involontari oltre quelli che vengono definiti tali ai sensi dell'articolo 2.5 del Regolamento dei Mercati Regolamentati di Borsa Italiana sono compresi anche le uscite dal listino a seguito di: fallimento 17 casi (pari al 31,48% dei *delisting* involontari e al 9,28% dei totali), amministrazione straordinaria 2 casi, scioglimento 1 caso e 13 revoche per mancanza di NOMAD¹²³. Questi ultimi dati riguardanti i *delisting* causati dalla presenza di condizioni gravi nelle imprese sono particolarmente importanti. Negli ultimi anni hanno subito incrementi notevoli, sintomo che oltre alle difficoltà per le società quotate di rispettare i rigidi obblighi informativi, vi sono incertezze strutturali che riguardano le imprese.

Figura 3.12: ripartizione *delisting* involontari.



Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana.

¹²³ Un NOMAD (*Nominated Advisor*) è un attore di mercato che ha il dovere di verificare l'idoneità dell'impresa ad essere ammessa al mercato, aiuta l'azienda a mantenere il livello di trasparenza richiesto e fornisce consulenza affinché la società quotata possa rispettare le regole di Borsa Italiana.

Come detto anche nei capitoli precedenti la fattispecie dei *delisting* involontari è più frequente in America, mentre in Europa e in Italia sono più presenti *delisting* di tipo volontario. Ciò emerge anche dal campione esaminato, dei 182 casi 128 sono volontari (il 70,32% dei *delisting* totali).

E ‘interessante quindi capire le motivazioni e tecniche più frequenti che hanno spinto le società italiane nell’ultimo decennio ad abbandonare il listino in maniera volontaria.

In primo luogo, dall’analisi emerge che più della metà dei *delisting* volontari, circa il 53,90%, avviene tramite OPA (57 casi per OPA volontaria e 12 per OPA obbligatoria), operazione con cui si procede all’acquisto dell’intero flottante (in taluni casi tramite l’esercizio del diritto di acquisto). In particolare, il 2019 è l’anno in cui vi sono state più uscite dalla borsa motivate da OPA con 11 casi (su un totale di 28 *delisting*).

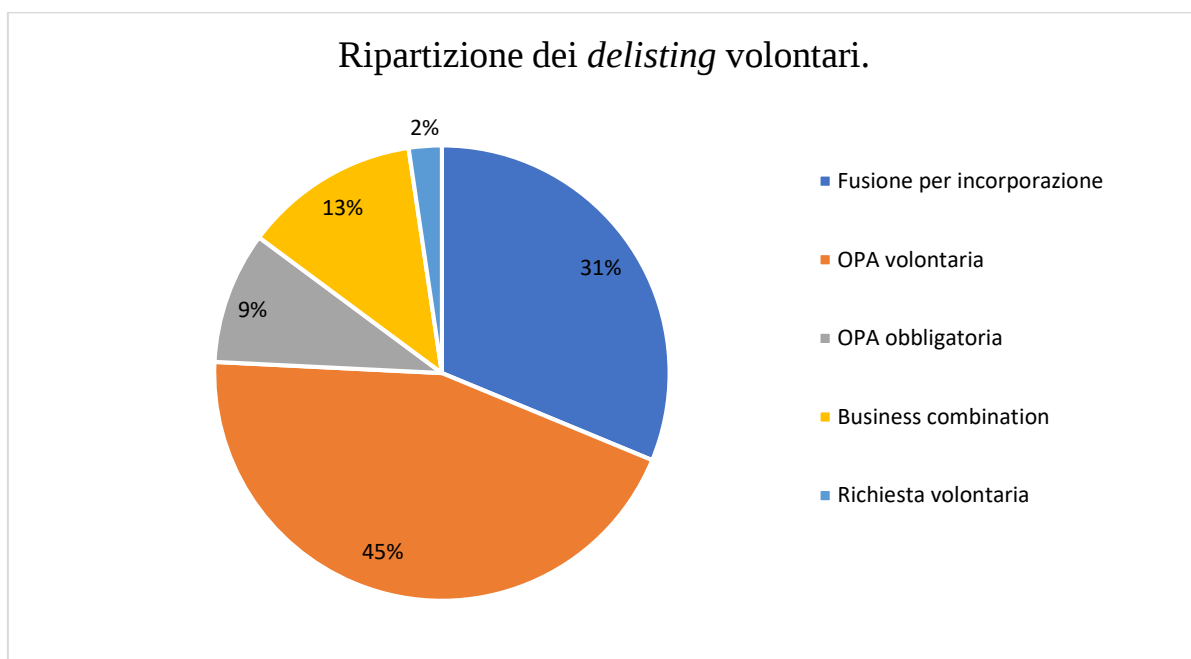
In secondo luogo, un ruolo importante è svolto dalla conclusione di operazioni straordinarie (quasi sempre fusioni per incorporazione in società non quotate o per unione) con cui la società viene condotta fuori dal listino.

Stando ai dati analizzati riguardanti il campione di società, il 31,25% (40 casi) dei *delisting* volontari avvenuti nel periodo di riferimento sono da ricondursi ad operazioni di fusione.

Al terzo posto tra i principali motivi e tecniche che spingono a *delisting* volontari vi sono le cancellazioni a seguito di *business combination* (M&A, etc.), i cui ruolo ed importanza stanno crescendo negli anni. Nel 2018 il 21,05% delle operazioni *delisting* sono avvenute tramite una *business combination*, mentre in generale rispetto al periodo in analisi e al totale delle uscite dal listino volontarie queste operazioni hanno un’incidenza pari al 12,5%.

Infine, le evidenze empiriche mostrano la quasi totale assenza delle fattispecie di *delisting* a seguito di esplicita richiesta da parte dell’emittente, con solo tre casi rispettivamente nel 2009, 2014 e 2015. Risulta ragionevole giustificare il risultato empirico della presenza di soltanto tre casi di esclusione su richiesta, con il fatto che le società hanno una preferenza nell’utilizzo delle tecniche alternative (OPA, fusioni, etc.) perché pur rispettando l’art. 133 del T.U.F., riescono ad uscire dal listino con minori rischi di cause con i soci di minoranza nel periodo post *delisting*.

Figura 3.13: ripartizione dei delisting volontari.



Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana.

In conclusione, con tale analisi si ha la conferma del fatto che le aziende italiane abbandonano la borsa principalmente tramite Offerta Pubblica d'Acquisto.

Tuttavia, è interessante sottolineare che il *trend* non è stato sempre lo stesso vi sono alcuni anni in cui i numeri delle fusioni e *business combinations* superano quello delle OPA, e altri come quelli durante la crisi finanziaria in cui i fallimenti hanno avuto impatti in termini percentuali rilevanti.

3.2.3 I settori

Un altro tipo di analisi che si è rilevata utile al fine di studiare il fenomeno del *delisting* in Italia, riguarda la classificazione rispetto ai settori di provenienza delle società delistate. Nella figura 3.14 si possono osservare i principali settori colpiti dai *delisting* nel periodo 2009 – 2019.

Figura 3.13: classifica dei delisting in base ai settori.



Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana.

Appare evidente che il settore che presenta più *delisting* è quello finanziario/assicurativo, con un totale di 48 casi (26%) Ciò si spiega facilmente se si considera l'elevato numero di società di gestione del capitale che operano nel settore e sono interessate a questo tipo di operazioni.

In particolare, è il 2017 l'anno in cui si sono verificati più uscite dal listino in questo settore.

Subito dopo il settore finanziario vi sono una serie di *delisting* che non rientrano in una specifica categoria di quelle elencate nella figura 3.13 e che inseriamo in una voce che è stata denominata "altri" e comprende società con *business* diversificati in più settori. In tale categoria rientrano circa il 12% dei casi di *delisting*, e sono presenti diverse società farmaceutiche.

Un settore che presenta in termini percentuali quasi gli stessi numeri della categoria "altri" è quello della produzione di impianti e macchinari con 9 casi (11%).

I restanti settori presentano tutti percentuali di delisting basse sotto il 10% e tra questi i più colpiti con entrambi una percentuale del 7% sono il settore immobiliare/costruzioni e quello internet.

Figura 3.14: casi di delisting rispetto ai settori nel periodo 2009 – 2010.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Alimentare	0	0	0	0	1	1	0	1	1	1	3
Auto		0	0	0	1	1	2	0	0	0	0
Finanziario/Assicurativo	5	0	1	5	3	3	3	6	9	6	7
Immobiliare/Costruzioni	1	2	2	0	2	1	1	1	0	1	2
Impiantistica	1	0	0	0	2	0	1	2	0	1	2
Altri	0	1	1	0	2	0	3	0	5	2	7
Internet	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Telecomunicazioni	0	0	1	0	0	1	1	0	1	0	0
Lusso/Moda	0	1	4	0	2	2	1	0	0	1	2
Trasporti	1	0	0	0	1	0	1	0	5	2	0
Energia/Utility	0	1	2	3	2	0	2	1	0	0	2
Tecnologia	2	0	0	1	0	0	1	3	0	2	1
Servizi	0	3	2	4	1	0	3	3	0	2	2
Tessile	1	1	0	1	0	1	1	0	0	0	0
Chimico	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totale	12	10	14	14	17	10	20	17	21	18	28

Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana.

CAPITOLO 4

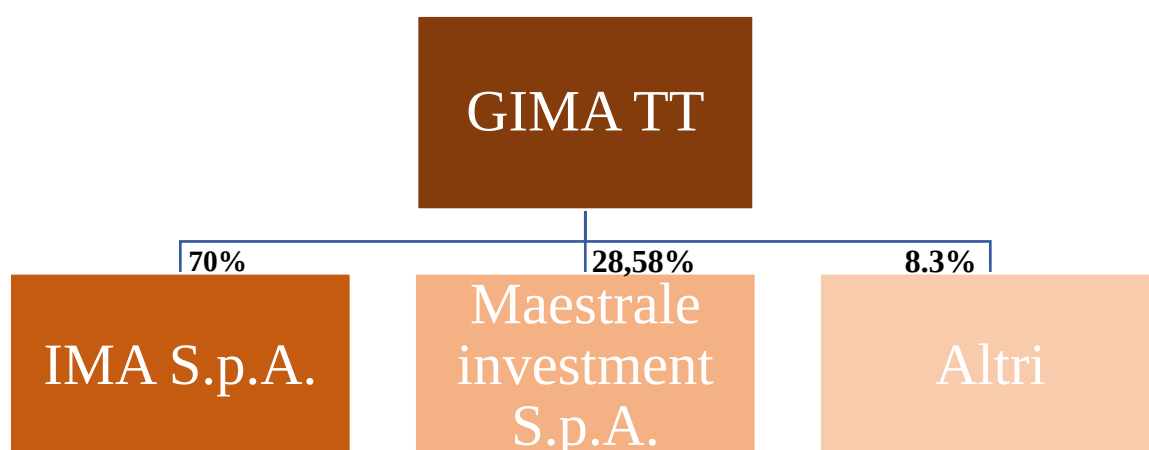
4. ANALISI DI UN CASO PRATICO: GIMA TT S.p.A.

Dopo aver approfondito tutti gli elementi del fenomeno del *delisting* e aver analizzato il mercato italiano, in questo capitolo viene esaminato un caso pratico. Verrà presentato il caso della società GIMA TT S.p.A., controllata dalla capogruppo IMA S.p.A., una delle principali aziende a livello internazionale di confezionamento di: prodotti alimentari, farmaceutici, tabacco, caffè, tè e cosmetici. Nello specifico, dopo una breve presentazione della società e delle caratteristiche della quotazione, si procede con l'analisi del *delisting* e dei motivi che hanno portato a questa scelta alla luce dei riferimenti teorici dei primi due capitoli e delle evidenze empiriche emerse dal capitolo 3 sul mercato azionario italiano.

4.1. Overview e presentazione della società.

GIMA TT S.p.A. è una società per azioni di diritto italiano, costituita in Italia ed operante in base alla legislazione italiana, con sede legale in Ozzano dell'Emilia (BO).

Figura 4.1: Azionariato Gima TT S.p.A. pre-IPO.



Fonte: elaborazione personale dati pubblici societari.

È stata costituita il 28 novembre 2012 ed è controllata dalla holding Lopam Fin S.p.A. (famiglia Vacchi) indirettamente tramite IMA S.p.A. (Industrie Meccaniche

Automatiche)¹²⁴. Un altro socio con partecipazione rilevante è Maestrale Investimenti S.p.A. con una quota pari al 28,583% del capitale sociale. Oltre a IMA e Maestrale Investimenti, non vi sono altri soggetti che direttamente o indirettamente detengano una quota del capitale superiore al 5% e pertanto soggetta a notificazione ai sensi della normativa vigente.

L'impresa è qualificata come "P.M.I."¹²⁵ ed è uno dei principali "player" internazionali per quanto riguarda la progettazione, la costruzione e l'assemblaggio di macchinari e impianti per il *packaging* del tabacco.

Il tratto distintivo dei prodotti della Società è l'alto grado di flessibilità che permette agli stessi di cambiare formato rapidamente e creare soluzioni di *packaging* innovative.

I prodotti possono essere classificati in due categorie: *Original Equipment* e *After-Sales*.

- Gli *Original Equipment* consistono nella progettazione, sviluppo, produzione e assemblaggio di macchine automatiche per il settore del tabacco tradizionale e per i "New Generation Products" o "NGP"¹²⁶ (macchine impacchettatrici, applicatori di etichette, macchine cellofanatrici e macchine astucciatrici).

I prodotti della categoria *Original Equipment* hanno generato, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016, Euro 78,7 milioni di ricavi, ovvero il 78,4% dei ricavi totali annui, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015, Euro 53,5 milioni di ricavi, ovvero il 77,2% dei ricavi totali annui e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, Euro 26,1 milioni di ricavi, ovvero il 70,6% dei ricavi totali annui¹²⁷.

- Gli *After-Sales* includono: l'assemblaggio e la distribuzione di pezzi di ricambio per le macchine, *kit* per aggiornamenti e miglioramenti, assistenza tecnica altamente specializzata, servizi di formazione e altri servizi ancillari.

Gli *After-Sales* hanno generato, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016, Euro 21,7 milioni di ricavi, ovvero il 21,6% dei ricavi totali annui, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015, Euro 15,8 milioni di ricavi, ovvero il 22,8% dei ricavi totali

¹²⁴ Controllo di diritto ai sensi dell'articolo 93 del T.U.F. e dell'articolo 2359 del Codice Civile, con una partecipazione del 70%. Inoltre, IMA S.p.A. esercitava nei confronti di GIMA TT S.p.A anche attività di direzione e coordinamento

¹²⁵ Ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lettera w-quater 1) del T.U.F.

¹²⁶ I *New Generation Products* sono prodotti progettati per sostituire le sigarette convenzionali e possono essere divisi in due principali categorie: sistemi a vaporizzazione aperti o chiusi e prodotti a tabacco riscaldato.

¹²⁷ Dati forniti dal documento "Nota di sintesi" pubblicata da Borsa Italiana.

annui e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, Euro 10,9 milioni di ricavi, ovvero il 29,4% dei ricavi totali annui.

Nella figura 4.2 e 4.3, invece, si possono osservare i principali dati finanziari negli anni precedenti e a cavallo dell'*IPO* con cui la società si presentava al mercato.

Figura 4.2: dati finanziari GIMA TT S.P.A. 2014 – 2016

VOCI DI BILANCIO	2014	VAR%	2015	VAR%	2016
Totale ricavi	37,28	86,37	69,47	44,69	100,51
Margine Operativo Lordo	12,31	89,56	23,34	74,26	40,68
<i>EBITDA</i>	33,04	----	33,60	----	40,47
Risultato Operativo	11,60	94,61	22,58	76,12	39,76
<i>EBIT</i>	31,12	----	32,58	----	39,56
Risultato Ante Imposte	11,73	94,31	22,79	74,43	39,75
<i>EBT Margin</i>	31,46	----	32,80	----	39,54
Risultato Netto	7,97	95,74	15,59	74,67	27,23
<i>E-Margin</i>	21,37	----	22,44	----	27,09
PFN (Cassa)	-39,28	7,21	-42,12	7,44	-45,25
Patrimonio Netto	14,77	37,90	20,37	34,98	27,50
Capitale Investito	-24,39	-11,34	-21,62	-18,49	-17,62
<i>ROE</i>	53,92	----	76,54	----	99,05
<i>ROI</i>	-47,33	----	-103,82	----	-223,96

Fonte: elaborazione personale dati pubblici societari.

Dal 2014 al 2016 il fatturato di GIMA TT S.p.A. si è incrementato del +169,7% (da 32,3 a 100,5 milioni di Euro), mentre il MOL (Margine Operativo Lordo) è arrivato a 40,7 milioni di Euro crescendo del 230,3%. Il risultato operativo è aumentato di 28,2 milioni di Euro (+242,8%) e il risultato netto è passato da 7,97 i a 27,23 milioni (+241,9%).

Per quanto riguarda gli indicatori reddituali, invece, il *ROE* è passato dal 53,9% al 99,1% mentre il valore del *ROI* è poco significativo avendo un capitale investito negativo¹²⁸. Per quanto riguarda la prospettiva patrimoniale si osserva un aumento delle disponibilità finanziarie nette (da 39,3 a 45,2 milioni di Euro).

Figura 4.3: dati finanziari GIMA TT S.p.A. 2016 - 2018.

VOCI DI BILANCIO	2016	VAR%	2017	VAR%	2018
Totale ricavi	100,51	53,43	154,22	20,90	186,45
Margine Operativo Lordo	40,68	52,86	62,18	16,88	72,67
<i>EBITDA</i>	40,47	----	40,32	----	38,98
Risultato Operativo	39,76	54,01	61,23	17,79	72,13
<i>EBIT</i>	39,56	----	39,70	----	38,68
Risultato Ante Imposte	39,75	53,77	61,12	17,61	71,88
<i>EBT Margin</i>	39,54	----	39,63	----	38,55
Risultato Netto	27,23	62,00	44,12	17,51	51,84
<i>E-Margin</i>	27,09	----	28,61	----	27,80
PFN (Cassa)	-45,25	1,19	-45,79	-61,37	-17,69
Patrimonio Netto	27,50	62,24	44,61	26,62	56,48
Capitale Investito	-17,62	-94,04	-1,05	-3.806,86	38,92
<i>ROE</i>	99,05	----	98,90	----	91,78
<i>ROI</i>	-223,96	----	-5.193,55	----	185,91

Fonte: elaborazione personale dati pubblici societari.

La Società opera in quattro aree geografiche differenti: Italia, Resto d'Europa, Asia e Resto del Mondo.

I tre maggiori clienti dell'Emittente sono il Gruppo *Philip Morris International*, il Gruppo *British American Tobacco* e il Gruppo *Japan Tobacco*, i quali hanno generato rispettivamente l'87,7% dei ricavi per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016, il 99,5%

¹²⁸ Il capitale circolante netto (CNN) negativo compensa le immobilizzazioni.

per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015, il 99,8% per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 e il 95,7% per il semestre chiuso al 30 giugno 2017.

Al momento della quotazione GIMA TT S.p.A. si presentava alla comunità finanziaria con le caratteristiche che si possono osservare nella figura 4.4.

Figura 4.4: S.W.O.T. analysis di GIMA TT S.p.A.

Punti di forza	Punti di debolezza
• Mercato di riferimento resiliente e redditizio; • Elevato <i>know-how</i> tecnologico; • Relazioni privilegiate con i clienti; • Unico fornitore di macchine elettroniche • Qualità e affidabilità del prodotto; • Rilevante <i>exposure</i> sui NGP ad elevata • Crescita; • Management di comprovata esperienza; • Sinergie con il Gruppo IMA; • Elevata redditività e generazione di cassa.	• Dimensione più contenuta rispetto ai competitor; • Base installata di macchine ancora limitata; • Dipendenza da un unico mercato di riferimento; • Concentrazione dei ricavi su pochi clienti; • Dipendenza dal <i>top management</i>.
Opportunità	Minacce
• Espansione dell'attività <i>After-Sales</i> • Ulteriore segmentazione/premiumizzazione del mercato finale • Accelerazione della domanda di NGP da parte dei consumatori finali • Incremento della quota di mercato sulle macchine per i prodotti convenzionali • Penetrazione commerciale nel mercato cinese • Apertura del mercato USA all'IQOS / HNB • Disponibilità finanziarie per l'M&A	• Quadro regolatorio più restrittivo; • Aggravio dell'imposizione fiscale sui prodotti derivati del tabacco; • Pressione al ribasso sui prezzi di vendita da parte dei competitor; • Difficoltà a reperire capitale umano qualificato a supporto della crescita; • Disaffezione dei consumatori finali per i prodotti derivati del tabacco.

Fonte: elaborazione personale dati presenti nella nota di sintesi pubblicata da Borsa Italiana.

Dalla descrizione sopra si evince come GIMA TT S.p.A. sia un ottimo esempio da analizzare, essendo una realtà “classica” del mercato azionario italiano. Una P.M.I. con una proprietà concentrata, il controllo detenuto da un'unica famiglia e grandi margini di crescita. Per questo l'esame del caso GIMA TT S.p.A. ci aiuterà ancor di più a capire le logiche di un *delisting* in Italia.

4.2. IPO key highlights

I motivi che hanno spinto il *management* e la società a compiere l'operazione di *IPO* sono legati in gran parte all'ottenimento dei benefici derivanti dalla quotazione visti nel I capitolo. In particolare, con l'*IPO* la società mirava a cogliere l'opportunità di ottenere

nuove risorse per la crescita esterna (acquisizioni al fine di ampliare la gamma dei prodotti) e fonti di finanziamento per gli investimenti. Come spiegato nel paragrafo 1.1 e come emerge da questo caso, uno dei motivi principali che spinge un'azienda a quotarsi è proprio poter reperire risorse fresche a titolo di capitale di rischio in tempi anche relativamente brevi. Un secondo motivo che ha condotto la società in borsa non meno importante del primo, riguarda i benefici strategici ed è la possibilità di ottenere una maggiore visibilità sul mercato.

Entrando nei dettagli dell'*IPO*, l'ammissione comprendeva un'operazione di vendita da parte di IMA S.p.A. e Maestrale Investimenti S.p.A. Tale offerta è stata costituita unicamente dal collocamento istituzionale rivolto esclusivamente a investitori istituzionali e finalizzato a costituire il flottante richiesto dal Regolamento di Borsa per l'ammissione delle azioni sul Mercato Telematico Azionario, eventualmente sul segmento *STAR*.

Le Azioni oggetto dell'Offerta sono state vendute da I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.p.A., con sede legale in Ozzano dell'Emilia (BO) e Maestrale Investimenti S.p.A., con sede legale in Bologna (BO).

Alla data della Nota Informativa, I.M.A. S.p.A. e Maestrale Investimenti S.p.A. detenevano una partecipazione rispettivamente pari al 70% e al 28,583% del capitale sociale dell'emittente, e hanno proceduto alla vendita di n. 30.800.000 azioni, pari al 35,0% del capitale sociale¹²⁹.

L'offerta finalizzata alla quotazione ha avuto ad oggetto n. 30.800.00 (senza indicazione del valore nominale), che rappresentano il 35% del capitale sociale dell'emittente, messe in vendita dagli azionisti venditori. Tutti i titoli hanno le stesse caratteristiche e attribuiscono uguali diritti agli *shareholders*. Si tratta di azioni ordinarie, denominate in Euro, sottoposte al regime di dematerializzazione¹³⁰ e inserite nel sistema di gestione accentrata gestito da Monte Titoli.

Il collocamento istituzionale ha avuto inizio il giorno 18 settembre 2017 ed è terminato il giorno 28 settembre 2017. Considerando che l'Offerta è consistita unicamente in un collocamento istituzionale, non sono state previste particolari modalità di sottoscrizione.

¹²⁹ In particolare: IMA S.p.A. ha venduto n. 5.646.800 di Azioni, pari a circa il 6,417% del capitale sociale; Maestrale Investimenti S.p.A. ha venduto n. 25.153.200 Azioni, pari al 28,583% del capitale sociale.

¹³⁰ Ai sensi degli articoli 83-bis e seguenti del T.U.F.

La raccolta degli ordini è stata effettuata secondo la prassi internazionale per operazioni simili.

Per quanto riguarda il prezzo dell'offerta la società e gli azionisti venditori, aveva individuato, d'intesa con i coordinatori dell'offerta, un intervallo di valorizzazione indicativo del capitale economico della società compreso tra circa Euro 845 milioni e circa Euro 1.100 milioni, pari ad un minimo di Euro 9,60 per azione ed un massimo di Euro 12,50 per azione.

A tale intervallo di prezzo si era giunti considerando i risultati dell'esercizio che era in corso e le prospettive di sviluppo della società, tenendo conto delle condizioni di mercato e delle metodologie di valutazione finanziaria maggiormente diffuse e riconosciute dalla dottrina e pratica professionale a livello internazionale.

Figura 4.5: Multipli *EV/EBIT* e *P/E* calcolati sulla base dell'intervallo di prezzo e dei dati economico-patrimoniali.

Multiplo calcolato su:	<i>EV/EBIT</i> 2016 ¹³¹	<i>P/E</i> 2016 ¹³²
• Valore minimo dell'intervallo di prezzo indicativo	20,8x	31x
• Valore massimo dell'intervallo di prezzo indicativo	27,2x	40,4x

Fonte: Elaborazione personale dei dati societari.

L'accordo per il collocamento prevedeva la concessione, da parte di IMA S.p.A. ai *global coordinators* di un'opzione di *Over-Allotment* (esercitabile entro 30 giorni dalla data di avvio delle negoziazioni) per chiedere in prestito un massimo di ulteriori n. 3.080.000 di azioni, corrispondenti ad una quota pari al 10% delle Azioni oggetto dell'Offerta ai fini di una eventuale c.d. sovra-allocazione (*over-allotment*).

Inoltre, vi era la concessione da parte di IMA S.p.A. ai coordinatori dell'offerta, di un'opzione *greenshoe* (da esercitare entro 30 giorni dall'avvio delle negoziazioni) per l'acquisto di un massimo di ulteriori n. 3.080.000 di azioni, al prezzo di offerta, corrispondenti ad una quota pari al 10% delle azioni oggetto dell'offerta.

¹³¹ Il multiplo *EV/EBIT* è calcolato come rapporto tra il valore dell'intervallo di prezzo aumentato della posizione finanziaria netta al 30 giugno 2017 e l'*EBIT* dell'emittente per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016.

¹³² Il multiplo *P/E* (*Price/Earnings*) è calcolato come rapporto tra il valore dell'intervallo di prezzo indicativo e il risultato dell'emittente chiuso al 31 dicembre 2016.

Figura 4.5: riassunto della transazione.

EMITTENTE	GIMATT S.p.A./ Borsa Italiana
VENDITORI	- IMA S.p.A. (6.4% o 9.9% della società compreso di <i>greenshoe</i>); - Maestrale Investimenti (28.6% della società).
DIMENSIONI DELL'OFFERTA	100% Offerta secondaria rivolta esclusivamente ad investitori istituzionali; - Dimensione base: 30,8 milioni di azioni/385 milioni di euro (flottante libero del 35%); <i>Greenshoe</i>: fino a 3,1 milioni di azioni/ 39 milioni di Euro; - Dimensioni dell'operazione completa comprensivo dell'esercizio del <i>greenshoe</i>: 33,9 milioni di azioni / 424 milioni di Euro (flottante del 38,5%);
PRICING	- Fascia di prezzo: € 9,60 - € 12,50 per azione; - Prezzo di offerta: € 12,50.
PROGRAMMA	- Incontri: un <i>round</i> di incontri anticipati in luglio 2017; <i>Roadshow e Bookbuilding</i>: 18 settembre 2017 – 28 settembre 2017; <i>Pricing e Allocation</i>: 28 settembre 2017; - Primo giorno di <i>trading</i>: 02 ottobre 2017.
LOCK-UP	180 giorni per GIMA TT e IMA e 365 per alcuni managers di GIMA TT, fatte salve le consuete eccezioni e rinunce da parte del <i>Joint Global Coordinators</i>.
GLOBAL COORDINATORS E JOINT BOOKRUNNERS	- Bofa Merrill Lynch; - Mediobanca – Banca di credito Finanziario S.p.A.; - UniCredit Corporate & Investment Banking.
SPONSOR	Equita SIM S.p.A.

Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana.

Il 28 settembre 2017 GIMA TT S.p.A. è stata ammessa alla quotazione con un *IPO* del valore di 424 milioni di Euro (l'opzione *greenshoe* esercitata a pieno) e con un prezzo per azione pari a € 12,5 (livello massimo dell'intervallo di prezzo previsto). Il *book* istituzionale degli ordini è stato aperto il 18 settembre ed è stato riempito per l'intera dimensione dell'operazione dopo un giorno di *bookbuilding*.

Il grafico in figura 4.9 mostra l'andamento del prezzo nel primo giorno di *trading* di Gima TT S.p.A. in Borsa Italiana che oltre ad essere stato un grande successo è stato un vero e proprio *boom* come previsto dagli analisti finanziari.

Figura 4.9: Primo giorno di trading di Gima TT S.p.A.



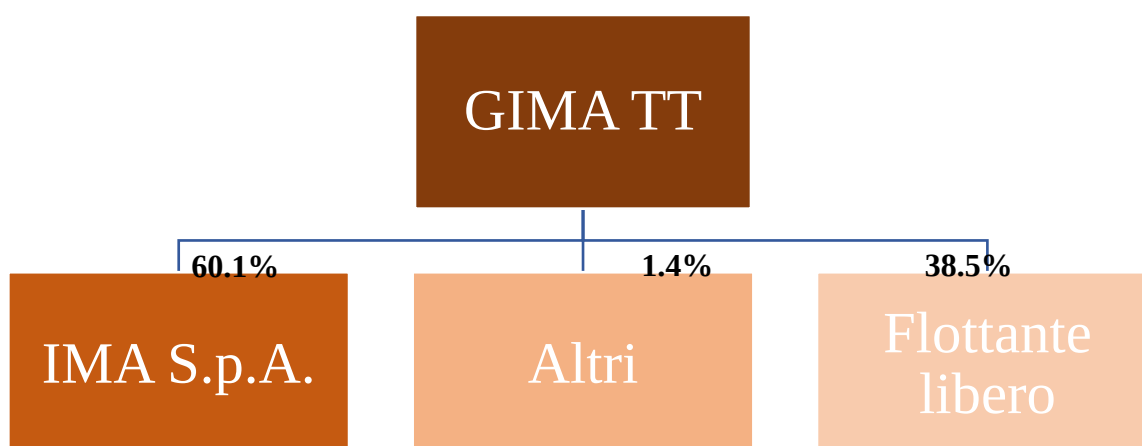
Fonte: Bloomberg, informazione pubblica.

Il prezzo di apertura dell'emittente, infatti, sul segmento STAR del MTA è stato pari a 14,25 euro, con un incremento del 14% rispetto al prezzo di offerta che era di 12,50 Euro. il volume complessivo delle azioni Gima TT S.p.A. scambiate nella prima giornata è stato di n. 11.731.599 azioni con un prezzo in chiusura pari a 15,30 Euro ad azione (un aumento del 22,4% rispetto al prezzo di offerta).

“Il collocamento delle azioni aveva avuto richieste pari a 8 volte l’offerta. Il ricavato complessivo dell’offerta senza tener conto dell’opzione greenshoe è stato di 372 milioni di Euro con un balzo a seguito del primo giorno di trading della capitalizzazione che sfiorava gli 1,34 miliardi di euro” (www.ilsole24ore.com).

In relazione all'andamento generale del mercato azionario italiano la quotazione di GIMA TT è avvenuta in un periodo che tenendo conto della *performance* dell'indice FITSE MIB e del differenziale delle ammissioni (che nel 2017 era pari a + 26 società) può essere considerato di “*hot market*” stando alla definizione di questo concetto data nei capitali precedenti.

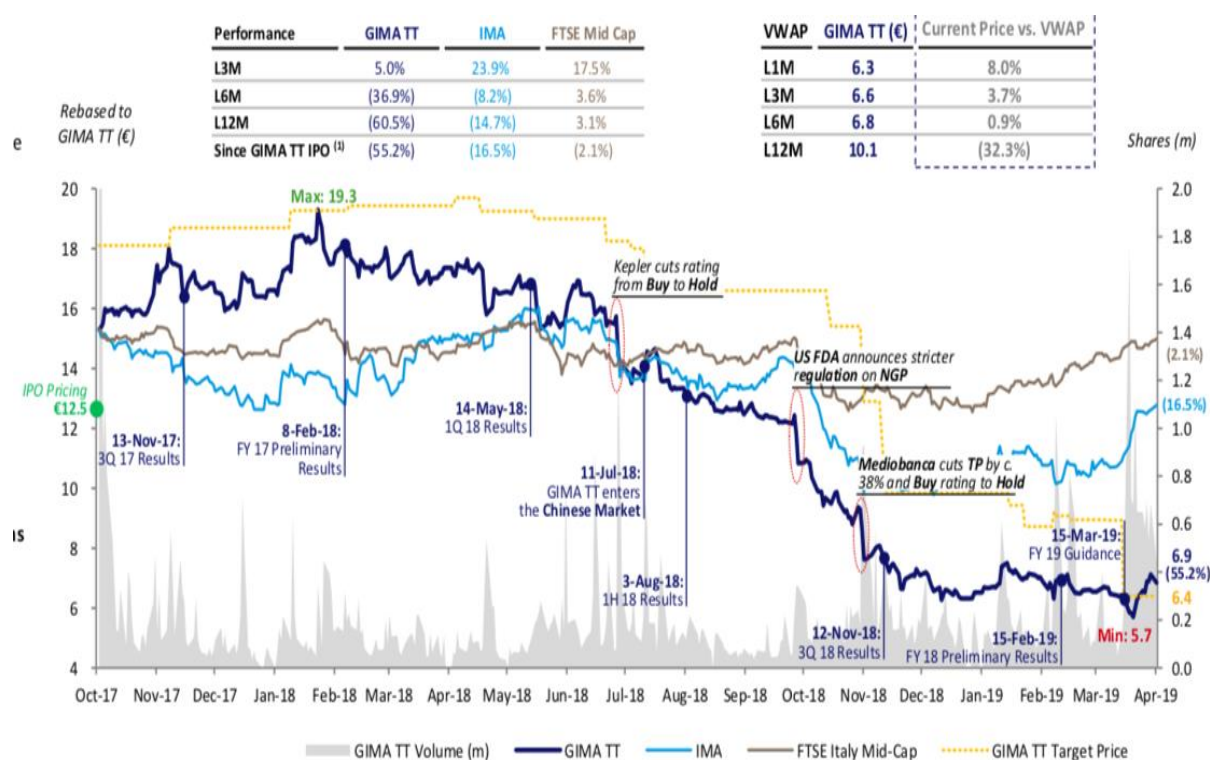
Figura 4.10: azionariato della società GIMA TT S.p.A. post-IPO.



Fonte: Elaborazione personale dati societari

4.3. Delisting

Figura 4.11: Andamento azioni GIMA TT S.p.A. periodo ottobre 2017 – aprile 2019



Fonte: Company filings, Factset.

Dal grafico in figura 4.11 si può osservare (in linea blu) l'andamento del titolo di GIMA TT S.p.A. dal giorno della quotazione al giorno in cui è avvenuto il *delisting*.

In particolare, il grafico mostra che il titolo al momento della quotazione è stato oggetto di un leggero *underpricing* (la cui definizione è stata vista nel capitolo 1), che il valore è cresciuto in maniera costante fino a gennaio del 2018 in cui ha raggiunto il suo massimo (pari a 19.3 Euro ad azione) e che da quel momento in poi è iniziata una discesa fino al giorno in cui è avvenuto il *delisting*.

A quali fattori è dovuta la rapida discesa del prezzo delle azioni? Sostanzialmente sono quattro i motivi che hanno influenzato l'andamento del prezzo

- L'attesa dell'autorizzazione da parte della *FDA*¹³³ per la vendita dei prodotti nel mercato americano;
- Le società di tabacco che hanno alleggerito gli investimenti in *NGP*;
- Le revisioni degli utili della Japan Tobacco e la stabilizzazione della crescita di *Philip Morris IQOS*, due dei principali clienti della società;
- Le proiezioni dell'*EBITDA* nell'anno 2019 ai minimi storici (pari a 40 milioni di Euro, contro i 73 milioni del 2018 e quelli che erano originalmente 80 milioni di euro per l'anno 2019).

Dopo una presenza di appena un paio di anni sul mercato, IMA S.p.A. l'azionista di controllo di GIMA TT S.p.A. ha scelto di portare quest'ultima fuori da Borsa Italiana. Nello specifico l'uscita dalla borsa rientra nella fattispecie dei *delisting* volontari, e la tecnica utilizzata è stata la fusione per incorporazione in IMA S.p.A. società non quotata.

A cosa è dovuta la scelta di compiere il *delisting*? In generale, si è visto nel paragrafo 2.1 che una società tende a compiere un *delisting* volontario quando la quotazione non è stata capace di apportare i benefici sperati o è stata causa di problemi. Nel caso in questione appare ovvio che la società GIMA TT S.p.A. e gli investitori che hanno acquistato le azioni al momento dell'*IPO* non hanno tratto beneficio dalla quotazione, anzi il valore delle azioni si è abbassato drasticamente. I motivi del crollo del valore sono stati sinteticamente accennati. In questo caso la scelta del *management* di lasciare il listino non è riconducibile ad una sottovalutazione del titolo da parte del mercato, come avviene invece nella maggior parte dei casi. L'uscita non è dovuta neanche ad una fase di ribasso generale che ha riguardato il mercato italiano, infatti, come emerge dalle evidenze empiriche del capitolo 3, nel 2019 mentre GIMA TT usciva dal listino Borsa

¹³³ U.S. Food and Drug Administration.

Italiana presentava un delta ammissioni positivo, con ben più 19 società che si quotavano. Il *delisting* quindi appare essere in controtendenza con il *trend* del mercato azionario italiano nel 2019. Piuttosto dal progetto di fusione tra IMA e GIMA TT emerge la volontà di ridurre i costi operativi legati al mantenimento di due società quotate e semplificare sia la struttura proprietaria che la *corporate governance* delle società, elementi che, come visto nel secondo capitolo, sono tra le principali cause individuate da Geranio (2004) dell'abbandono della borsa nel contesto italiano.

Nello specifico dal progetto di fusione oltre alle motivazioni appena viste si legge anche che l'operazione è finalizzata ad altri due obiettivi principali *“creare una società risultante dalla Fusione con una dimensione del flottante superiore, sia in termini di percentuali di capitale sia in valore assoluto, con la conseguente maggiore facilità di negoziazione delle azioni e appetibilità delle stesse per gli investitori”* e *“permettere al management di dedicarsi pienamente alla gestione operativa della divisione “tabacco”, minimizzando elementi di distrazione imputabili alla recente volatilità intervenuta nel settore, non prevedibile al momento della quotazione di GIMA nel 2017”* (Progetto di fusione IMA S.p.A. – GIMA TT S.p.A.).

Su tali motivazioni abbastanza discutibili si tornerà nelle conclusioni del capitolo, adesso si osservano i principali elementi dell'operazione di fusione e gli effetti derivanti. Con la fusione IMA S.p.A. ha incorporato GIMA TT S.p.A., le cui azioni sono state annullate e concambiate con quelle di IMA S.p.A. (escluse le azioni ordinarie di GIMA TT S.p.A. di proprietà di IMA S.p.A., le quali sono state annullate senza concambio).

Il rapporto di cambio è stato fissato a 11,4 azioni IMA S.p.A. dal valore nominale di 0,52 Euro per ogni 100 azioni ordinarie di GIMA TT S.p.A. (non sono stati previsti conguagli in denaro). Per provvedere al concambio IMA S.p.A. ha aumentato il capitale per 2,1 milioni di euro. Inoltre, il rapporto di concambio ha riconosciuto un premio dell'8,5% sul prezzo di chiusura dei titoli di GIMA TT S.p.A. nella data dell'11 giugno 2019. Come visto nel paragrafo 2.1, nell'ambito delle conseguenze sulla struttura finanziaria, il riconoscimento di un premio sul prezzo di chiusura delle azioni è uno degli effetti del *delisting* volontario. Tuttavia, tale premio non è bastato agli azionisti di minoranza che avevano sottoscritto l'*IPO* di GIMA TT S.p.A. Nel 2017, dalla quotazione, infatti, le azioni hanno perso più del 30% del loro valore. In questo modo gli azionisti di minoranza che avevano sottoscritto l'*IPO* pagando multipli di

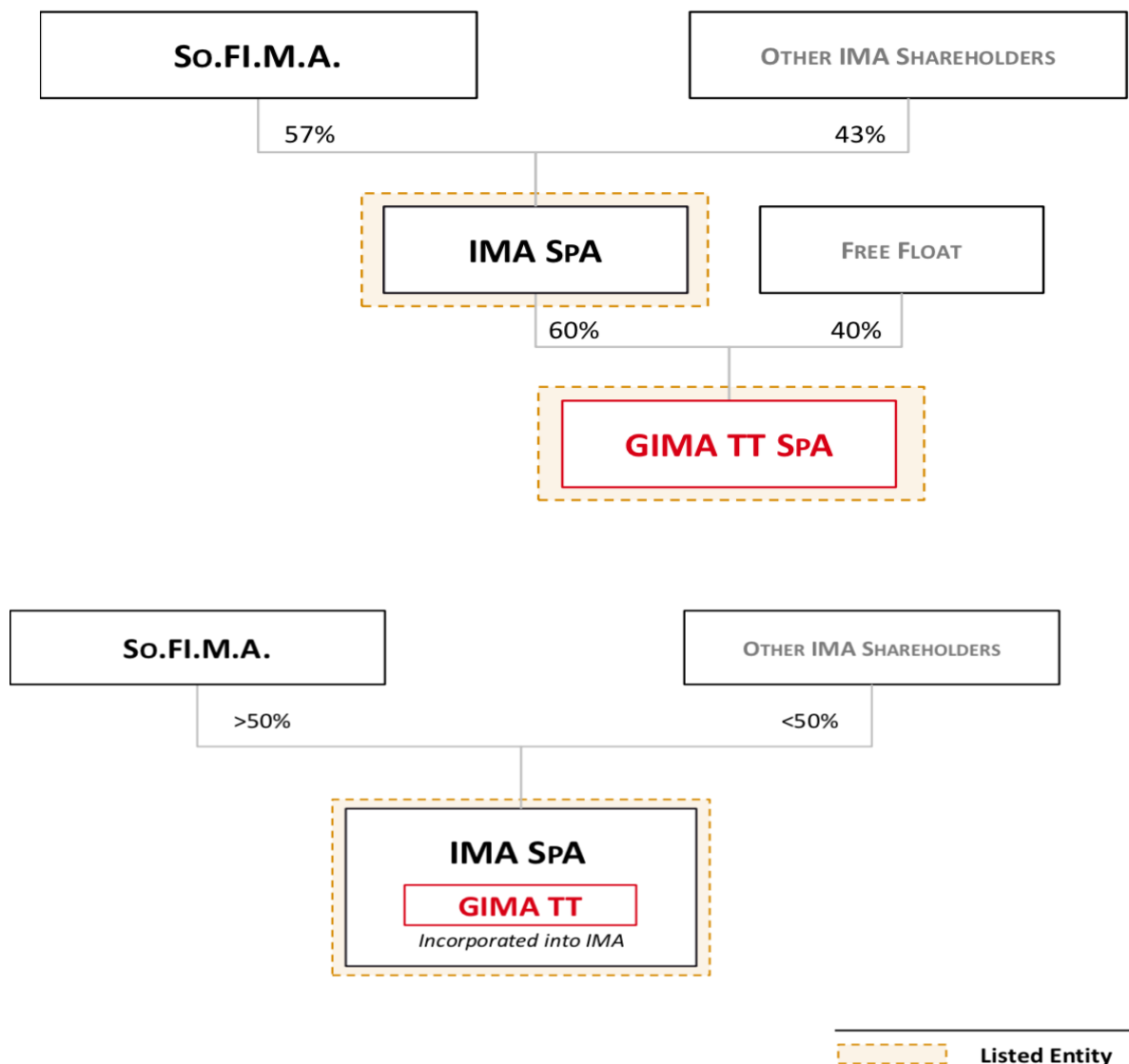
valutazione più alti rispetto a quelli del 2019, si sono trovati a dover scambiare le loro azioni ad una valutazione che invece era vicino ai minimi, senza poter ricevere in alternativa un pagamento in contanti. Con la fusione per incorporazione e l'estinzione di GIMA TT S.p.A. a seguito della delibera delle assemblee degli azionisti che hanno approvato il progetto di fusione il 31 agosto 2019 il principale azionista di controllo della risultante IMA S.p.A. è stata la società So.fi.ma (famiglia Vacchi) con il 51,53% delle azioni, mentre il restante 48,47% è rimasto al mercato¹³⁴.

Rispetto alla tecnica utilizzata per uscire dalla borsa, è cioè la fusione per incorporazione, si ricorda che dall'indagine compiuta sul campione ristretto dei *delisting* avvenuti dal 2009 al 2019 circa il 31% delle società delistate ha abbandonato il listino tramite questo tipo di operazione. La scelta di utilizzare questo strumento da parte di IMA S.p.A. è chiaramente da ricondurre ad elementi operativi e strategici.

Nella figura 4.12 si riporta lo schema della fusione per incorporazione di GIMATT S.p.A. in IMA S.p.A.

¹³⁴ I principali *advisors* finanziari dell'operazione sono *Bank of America Merrill Lynch*, che ha affiancato il consiglio di amministrazione di IMA S.p.A., *Houlihan Lokey*, ed *Equita*, che ha assistito GIMA TT S.p.A.

Figura 4.12: illustrazione della transazione che ha portato al *delisting* tramite fusione per incorporazione.



Fonte: Bofa Merrill Lynch

Concludiamo il capitolo con quattro considerazioni sul *delisting* analizzato.

- Questo caso ci permette di compiere una riflessione su quale sia la tecnica di *delisting* più vantaggiosa per gli azionisti di minoranza. Alla luce della vicenda che ha riguardato gli azionisti di minoranza di GIMA TT, infatti, appare chiaro che un *delisting* realizzato tramite OPA (le cui caratteristiche sono state viste nel capitolo 2) risulti più vantaggioso rispetto ad una fusione per incorporazione o a seguito della delibera dell'assemblea dei soci. Questo perché con l'OPA si concede ai singoli azionisti di scegliere se vendere o meno le loro azioni, mentre in caso di fusione per

incorporazione (o delibera dei soci) l'azionista di controllo (in questo caso IMA S.p.A.) avendo la maggioranza delle azioni con diritto di voto può compiere un *delisting* senza che gli altri soci abbiano accettato e stabilendo gli elementi della fusione. Anche in caso di *BOSO* si prospetta una situazione più conveniente per gli azionisti di minoranza rispetto alla fusione, infatti, è vero che vi è l'obbligo di vendita da parte dei soci di minoranza ma vi è una maggiore tutela di questi ultimi da parte del sistema legislativo.

- Malgrado le dichiarazioni e le intenzioni del gruppo di controllo e del *management* che emergono dal prospetto di fusione con la quale si è fatto riferimento a diverse motivazioni per cui si conduceva l'operazione (e quindi il conseguente *delisting*), l'intera quotazione e il soggiorno di GIMA TT S.p.A. in Borsa Italiana appare a posteriori come una sottrazione di valore a danno degli azionisti di minoranza che hanno sottoscritto le azioni in sede di *IPO* ed a favore dell'azionista di controllo (famiglia Vacchi). Coloro che hanno partecipato all'*IPO* al fine di realizzare un interessante investimento di medio lungo periodo, in una società con ottime prospettive di profittabilità e contando su un solido gruppo industriale, hanno perso una parte rilevante del proprio capitale. D'altra parte, invece il *management* e la famiglia Vacchi principali azionisti di GIMA TT S.p.A. attraverso IMA S.p.A. hanno ottenuto (anche se per breve periodo) capitali per finanziarie attività come ad esempio piccole acquisizioni. Oltre le spiegazioni espresse nel prospetto è complicato non prendere in considerazione di essere di fronte ad un *delisting* messo in atto anche al fine di sfruttare un momento di ribasso del titolo per ottenere vantaggi al momento del concambio con le azioni di IMA S.p.A. Ipotesi che si consolida se si pensa anche alla breve permanenza in borsa di GIMA TT S.p.A.
- Nella figura 4.13 partendo dall'analisi dei dati societari si è voluto compiere un lavoro al fine individuare potenziali transazioni alternative alla fusione per incorporazione ed al *delisting*. In particolare, si è confrontata la fusione con un eventuale offerta di scambio e con una "*cash tender offer*", mettendo in risalto gli aspetti positivi, le criticità e gli elementi che rappresentano delle incognite di ciascuna operazione.

Figura 4.13: Operazioni alternative al *delisting*.

	Fusione	Offerta di scambio azioni/cash	Cash Tender Offer
<i>Cash to minorities</i>	Liquidità limitata al 10% del valore nominale delle azioni <i>target</i>	Può avvenire sia attraverso lo scambio unico di azioni o un mix di azioni e cash	100% cash
Approvazione da parte degli azionisti	- Si, sia per l'acquirente che per la <i>target</i> NOTA; - Si applica la procedura prevista per le transazioni tra parti correlate.	- Per l'acquirente: si; <i>Target</i>: no.	- Per l'acquirente: no a meno che non ci sia bisogno di un incremento del capitale; <i>Target</i>: no.
<i>Minority Squeeze-Out</i>	Non necessario, essendo una fusione attraverso l'approvazione dell'assemblea dei soci la risoluzione è obbligatoria per tutti gli azionisti.	90% per esercitare il diritto di sell-out; 95% per esercitare il diritto di <i>squeeze-out</i>.	90% per esercitare il diritto di sell-out; 95% per esercitare il diritto di <i>squeeze-out</i>.
Considerazioni	✓ fiscalmente neutrale; ✓ nessun deflusso di cassa; ✓ alta visibilità dei risultati; ? Accrescimento della diluizione su EPS; ? Diritti di opposizione dei creditori; *Massima diluizione per gli azionisti di IMA S.p.A.	✓ diluizione limitata per gli shareholders di IMA S.p.A.; ✓ limitati deflussi di cassa; ✓ ottimizzazione del mix diluizione e leverage ? potrebbe generare dei profitti tassabili; * potrebbe non garantire il <i>delisting</i> della società.	✓ nessuna diluizione per gli shareholders di IMA S.p.A.; ✓ transazione con una struttura chiara; ✓ Operazione più amichevole per gli azionisti di minoranza. ? Impatto sulla struttura finanziaria; ? Solitamente ci si aspetta premi più alti rispetto ad accordi che prevedono titoli; ? Potrebbe generare dei profitti tassabili per gli <i>shareholders target</i>; * L'esecuzione non garantisce il <i>delisting</i> della compagnia.

✓ Aspetti positivi; ? Aspetti che rappresentano delle incognite; * Aspetti negativi.

Fonte: elaborazione personale dati societari.

- È importante ricordare che un *delisting* come quello analizzato in questo caso, in Europa e nel panorama italiano è particolarmente diffuso. L'abbandono volontario per decisione del *management* o degli azionisti di controllo al fine di sfruttare eventi speculativi, benefici strategici, operativi e finanziari come visto anche a livello teorico nei precedenti capitoli, nel contesto europeo è molto più frequente rispetto ai *delisting* involontari tipici del mercato americano. Per questo gli elementi del *delisting* di GIMA TT S.p.A. appena visti ci possono aiutare a capire anche le logiche di altre uscite dal mercato in Europa ed in Italia dove dall'analisi compiuta nel capitolo 3 è emerso che circa il 70,33% dei *delisting* sono di natura volontaria.

CONCLUSIONI FINALI

Con questo elaborato si è compiuta un'analisi sul fenomeno del *delisting*, che a mio parere fino ad oggi non ha ancora ricevuto le dovute attenzioni da parte della comunità finanziaria e scientifica (soprattutto in Europa e in Italia). Da ciò è nata la spinta a compiere uno studio preciso del processo, prima approfondendo le principali caratteristiche (le fattispecie, gli aspetti normativi, le manifestazioni storiche) e poi effettuando un'indagine empirica sulle dimensioni e gli aspetti chiave in Italia.

Si è trattato e dibattuto il *trade-off* tra costi e benefici del *going public* e si è visto come questo tema sia strettamente connesso al *delisting*: gli elementi che spingono un'azienda a quotarsi costituiscono dei disincentivi ad abbandonare il mercato e viceversa.

Si sono approfonditi i principali aspetti della normativa italiana e di quella più severa statunitense (SOX) che fanno da cornice ai processi di quotazione e *delisting*, e le due ondate storiche di *going private*.

Sono stati chiariti i concetti di *delisting* involontario e volontario, e nell'ambito di quest'ultima fattispecie sono state classificate secondo una prospettiva geografica le principali tecniche adottate per compiere le *PTP transactions* in Italia e negli Stati Uniti e messe in evidenza le principali differenze.

Per quanto riguarda il fenomeno del *delisting* in Italia si sono compiute due ricerche: la prima su un campione allargato di società delistate dal 1995 al 2020 e la seconda su un campione ristretto avendo come riferimento temporale il decennio tra il 2009 e il 2019.

Con la prima ricerca si è dimostrato tramite un'indagine statistica la relazione tra l'andamento dell'indice FTSE MIB di Borsa Italiana, rappresentativo dell'andamento della borsa nazionale italiana poiché comprende i 40 titoli italiani più scambiati (che corrispondono a quasi l'80% della capitalizzazione del mercato azionario italiano), e il *trend* del differenziale ammissioni nel mercato azionario italiano. In particolare, si è giunti a trovare un coefficiente di correlazione “*r*” pari a 0,66165781 e un “*r*²” pari a 4,37% (riferito al periodo 1995 – 2020). Con questo importante risultato si è dimostrato che quando il mercato azionario italiano sta offrendo un rendimento elevato, il

differenziale tra le ammissioni e i *delisting* è positivo o tende a crescere (vi sono meno *delisting*) muovendosi nella stessa direzione dell'indice FTSE MIB. In generale, abbiamo potuto concludere la prima ricerca empirica affermando che nel contesto italiano appare ragionevole considerare l'ipotesi speculativa e la teoria dell'”*hot and cold market*” come motivazioni che spingono o meno al *delisting*.

La seconda ricerca ha consistito nell'analisi di un campione ristretto di società delistate tra 2009 e il 2019 allo scopo di osservare le dimensioni del fenomeno del *delisting* nell'ultimo decennio in Italia e di compiere uno studio circa: le fattispecie di *delisting* e le tecniche utilizzate per abbandonare il listino, le motivazioni e i settori più colpiti da questo processo. Dall'indagine è emerso nel decennio compreso tra il 2009 e il 2019 vi sono state in totale 253 ammissioni e 182 *delisting*. Dei 182 *delisting* avvenuti, 54 (il 29,67%) rientrano nella fattispecie dei *delisting* involontari, mentre 128 casi sono volontari (il 70,32% dei *delisting* totali). Dall'analisi è emerso che più della metà dei *delisting* volontari, circa il 53,90%, avviene tramite OPA (57 casi per OPA volontaria e 12 per OPA obbligatoria), un ruolo importante è svolto dalla conclusione di operazioni straordinarie (quasi sempre fusioni per incorporazione in società non quotate o per unione) con cui la società viene condotta fuori dal listino. Stando ai dati analizzati riguardanti il campione di società, il 31,25% (40 casi) dei *delisting* volontari avvenuti nel periodo di riferimento sono da ricondursi ad operazioni di fusione. Si è verificato inoltre anche la quasi totale assenza delle fattispecie di *delisting* a seguito di esplicita richiesta da parte dell'emittente, con solo tre casi rispettivamente nel 2009, 2014 e 2015. Rispetto ai settori più colpiti è emerso che il settore che presenta più *delisting* è quello finanziario/assicurativo, con un totale di 48 casi (26%). Ciò si spiega facilmente se si considera l'elevato numero di società di gestione del capitale che operano nel settore e sono interessate a questo tipo di operazioni. Al secondo posto vi sono una serie di *delisting* che non rientrano in una specifica categoria, che abbiamo inserito in una voce che è stata denominata “altri”, e comprende società con *business* diversificati in più settori. In tale categoria rientrano circa il 12% dei casi di *delisting*, e sono presenti diverse società farmaceutiche. Il resto dei settori presentano tutti delle percentuali di *delisting* basse (sotto il 6%) tranne quello “Internet” e “Immobiliare/Costruzioni” che presentano entrambi una percentuale del 7%.

Infine, nel quarto capitolo lo studio del *delisting* di GIMA TT S.p.A., ha permesso di osservare alcuni aspetti pratici degli elementi teorici del mercato azionario italiano. Si è trattato di un *delisting* volontario (fattispecie più diffusa in Italia e in Europa), avvenuto tramite fusione per incorporazione (dalla ricerca sul campione ristretto di società delistate si è visto che circa il 31,25% dei *delisting* volontari avviene tramite fusioni). L'analisi del caso ha messo in evidenza oltre agli elementi tipici del fenomeno del *delisting* in Italia, da una parte, la debole posizione degli azionisti di minoranza rispetto alla decisione di uscire dal listino, dall'altra parte come il *management* e la proprietà utilizzino l'uscita dalla borsa per motivazioni che spesso non sono soltanto quelle esplicitate nei documenti pubblici (in questo caso nel progetto di fusione). In particolare, si è visto come la fusione per incorporazione rappresenti uno strumento meno favorevole rispetto ad un'OPA (in cui gli azionisti di minoranza possono decidere di vendere o meno le azioni) e come l'operazione di *delisting* si sia rilevata come un'espropriazione di ricchezza da parte della proprietà a danno dei soci di minoranza (soprattutto di coloro che avevano partecipato all'*IPO*).

La ricerca offre spunti, risultati ed elementi per un dibattito, che considerando l'andamento del fenomeno sempre più diffuso anche in Italia, necessita di ulteriori approfondimenti e studi.

In conclusione, è corretto ricordare che i risultati delle ricerche empiriche, risentono inevitabilmente di limiti in termini di "significatività" dovuti al basso numero delle società nei campioni presi in esame.

BIBLIOGRAFIA

CARNEY, W., 2006. The Costs of Being Public after Sarbanes – Oxley: The Irony of “Going Private”. Emory Law Journal.

CHAPLINSKY, S., e RAMCHAND, L., 2007. From Listing to Delisting: Foreign Firm’s Entry and Exit from the U.S. Working paper, Darden School - University of Virginia.

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

DEL GIUDICE, A., 2012. Going Private Transactions - Perché le società abbandonano la Borsa. Milano, FrancoAngeli.

DJAMA, C., MARTINEZ, I., e SERVE, S., 2012. What do we know about delistings? A survey of the literature. Working Paper n. 38, Université de Cergy Pontoise, France.

FAMA, F., e FRENCH, R., 2004. New Lists: Fundamentals and Survival Rates. Journal of Financial Economics.

FAMA, F., e JENSEN, M.C., 1983. Agency Problems and Residuals Claims. Journal of Law & Economics.

GIANCARLO FORESTIERI 2018, *Corporate & investment banking*, Egea editore quarta edizione 2018, Settimo Milanese (Mi).

GERANIO, M., 2004. Il delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze. Paper n. 7, Università Bocconi, Milano.

GERANIO, M., e ZANOTTI, G., 2010. Equity Market Do Not Fit All: an Analysis of Public to Private Deals in Continental Europe. European Financial Management.

HELWEGE, J., e LIANG, N., 2004. Initial Public Offering in Hot and Cold Markets. Journal of Financial and Quantitative Analysis.

J.DRAHO, “*The IPO Decision: Why and How Companies Go Public*”, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2004.

JENSEN, M., e MECKLING, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. Journal of Financial Economics.

KAPLAN, S.N., 1989a. The Effects of Management Buy-outs on Operating Performance and Value. Journal of Financial Economics.

KAPLAN, S.N., 1989b. Management Buy-outs: Evidence on Taxes as a Source of Value. Journal of Finance.

- LEE, D.S., 1992. Management Buy-out Proposals and Inside Information. *Journal of Finance*.
- LEUZ, C., TRIANTIS, A., e WANG, T., 2008. Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistration. *Journal of Accounting and Economics*.
- LI, J., e ZHOU, J. 2006. Earnings Management and Delisting Risk of Initial Public Offerings. Working Paper, University of Rochester.
- LIU, S., 2005. The impacts of involuntary foreign delistings: an empirical analysis. *Journal of Emerging Markets*.
- LIU, S., STOWE, J., e HUNG, K., 2012. Why U.S. Firms Delist from the Tokyo Stock Exchange: An Empirical Analysis. *International Review of Economics & Finance*.
- LOMBARDO, S., 2011. “*Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni. Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*” (348). Giuffrè Editore, Milano.
- LOUGHRAN, T., e RITTER, J., 2003. Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?. *Journal of the Financial Management Association International*.
- LOWENSTEIN, L., 1985. Management Buy-outs. *Columbia Law Review*.
- MACEY, J., O’HARA, M., e POMPILIO, D., 2008. Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process. *Journal of Law and Economics*.
- MARTINEZ, I., e SERVE, S., 2011. The delisting decision: The case of buyout offer with squeeze out (BOSO). *International Review of Law and Economics*.
- MEHRAN, H., e PERISTIANI, S., 2010. Financial visibility and the decision to go private. *The Review of Financial Studies*.
- MERTON, R., 1987. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*.
- MILLER, D., 1999. The market reaction to international cross-listings: evidence from Depositary Receipts. *Journal of Financial Economics*.
- ONESTI, T., ANGIOLA, N., BIANCHI MARTINI, S., GARZELLA, S., MUSERRA, A.L., 2012. Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore – Teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto. Milano, FrancoAngeli.
- PAGANO, M., PANETTA, F., e ZINGALES, L., 1998. Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*.

- RENNEBOOG, L., e SIMONS, T., 2005. Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs. Working Paper n. 94, ECGI.
- RENNEBOOG, L., SIMONS, T., e WRIGHT, M., 2007. Why Do Public Firms Go Private in the Uk? The impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and undervaluation. *Journal of Corporate Finance*.
- RITTER, J., 1984. The "Hot Issue" Market of 1980. *The Journal of Business*.
- RÖELL, A., 1996. The decision to go public: An overview. *European Economic Review*.
- ROOSENBOOM, P., e VAN DIJK, M.A., 2009. The Market Reaction to Cross - Listings: Does the Destination Market Matter? *Journal of Banking & Finance*.
- VENTORUZZO, M., 2010. Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals. *Virginia Journal of International Law*.
- YANG, C., e DING, X., 2012. The Survival of Initial Public Offerings in China. Working Paper, Jiaotong-Liverpool University, China.
- YOU, L., 2008. Listing and Delisting over Time and around the Globe. Working Paper.
- YOU, L., PARHIZGARI, A. M., e SRIVASTAVA, S., 2012. Cross listing and subsequent delisting in foreign markets. *Journal of Empirical Finance*, 19 (2), 200-216.
- ZHANG, I., 2007. Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting and Economics*.

SITOGRAFIA

- www.BorsaItaliana.it
- www.consob.it
- www.investopedia.com
- www.ilsole24ore.com
- www.milanofinanza.it
- www.otcmarkets.com
- www.nasdaq.com
- www.nyse.com
- www.soxlaw.com
- www.sec.gov

RIASSUNTO

Introduzione

Con il termine “*delisting*” si intende il processo con il quale una società quotata viene rimossa dal listino e dalla borsa in cui le sue azioni sono scambiate. Nonostante l’importanza di quest’operazione e il crescente numero di società che hanno optato per abbandonare la quotazione, il fenomeno del *delisting* è ancora oggi un tema poco studiato, soprattutto nel contesto italiano. Lo scopo di questo lavoro è compiere un approfondimento sul fenomeno del *delisting* effettuando: in primo luogo una *review* della principale letteratura presente riguardante il tema, chiarendo alcuni elementi del processo del *delisting* e le principali tecniche utilizzate (capitoli I e II); in secondo luogo compiendo una ricerca empirica sul fenomeno in Italia e analizzando un caso specifico (capitoli III e IV).

Capitolo 1

Il delisting è un processo attraverso il quale una società quotata in borsa viene rimossa dal mercato azionario in cui vengono scambiate le sue azioni. Prima di entrare nei dettagli di questo fenomeno, analizziamo brevemente quali sono i motivi che spingono una società a quotarsi e qual è il trade-off tra costi e benefici di una quotazione. “L’offerta pubblica iniziale (Initial Public Offering o IPO), costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (con la creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato” (Borsa Italiana).

I benefici della quotazione sono di diversa natura e riassumibili come di seguito:

- Finanziari: raccolta di capitali; diversificazione fonti finanziarie; liquidità dei titoli; maggior potere contrattuale con i creditori.
- Operativi, Organizzativi, Strategici: miglioramento della visibilità; ingresso di investitori istituzionali; acquisizione di un pricing di mercato; maggiori opportunità di fusioni e acquisizioni strategiche ed altri.
- Fiscali: incentivi e sgravi fiscali.
- Per i singoli *stakeholders*: disinvestimento e diversificazione del portafoglio; soluzione a problemi di passaggi generazionali; maggior qualità del *management*.

Quando si compie una quotazione la società deve tenere conto anche dei limiti che principalmente sono connessi ai costi per mantenere lo status di “quotata”:

- Costi diretti: per la realizzazione dell’*IPO*;
- Costi indiretti: per informazioni sensibili rivelate al mercato; servizio di *investor relation* e l’adozione di *standard full disclosure*.

Dopo aver visto gli elementi che influenzano la scelta della quotazione, in questo capitolo iniziale si vedono gli aspetti generali del *delisting* e le definizioni. La parola *delisting* deriva dal vocabolo *listing* e si può dire che rappresenta l’operazione di segno contrario rispetto al processo di quotazione: con il *delisting* la società non arriva in borsa ma la abbandona. I *delisting* possono essere di due tipi: involontari e volontari (Macey 2008). Si parla di *delisting* involontari quando una società è obbligata ad uscire dal mercato in cui le azioni sono negoziate per mancanza dei requisiti richiesti dal regolamento del paese di riferimento per la quotazione o in caso di difficoltà finanziarie. Questa fattispecie di *delisting* è più frequente nel mondo anglosassone in quanto vige una normativa molto severa e vi sono requisiti rigidi da rispettare per mantenere lo status di quotata. Si parla di *delisting* volontario quando è la stessa società che per scelta del *management* e della proprietà decide di abbandonare la quotazione. Spesso per far riferimento ad un’operazione volontaria di uscita dal listino di borsa la letteratura utilizza due espressioni che provengono dal mondo anglosassone “*Going Private Transaction*” (*GPT*) e “*Public to Private Transaction*” (*PTP*). Le *going private transactions* possono essere messe in atto con diverse tecniche e spesso il *delisting* è un effetto più che il formale obiettivo di queste operazioni. Le *GPT* possono avvenire come risvolto naturale a seguito di una fusione (per unione o incorporazione), a seguito di un’Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) o *takeover*. Il *delisting* come la quotazione è un processo complesso, ma anche molto diversificato ed eterogeneo. Ed è proprio l’eterogeneità che spiega l’approccio frammentato della letteratura e gli studi compiuti rispetto ad uno specifico tipo di *delisting* ed area geografica. Il capitolo prosegue con l’analisi della normativa che fa da cornice al *delisting*: gli aspetti legali, i regolamenti e le fonti normative in generale hanno un’influenza notevole su tale fenomeno. In particolare, si esaminano i riferimenti giuridici in Italia, la quale presenta un assetto normativo che per grandi linee non si discosta da quelli degli altri paesi dell’Europa Continentale, e poi la disciplina degli Stati Uniti per la presenza di mercati finanziari

sicuramente più sviluppati, efficienti e attrattivi per gli investitori. La normativa italiana prevede che un titolo quotato in un mercato regolamentato possa essere revocato sia a seguito della richiesta volontaria da parte della società emittente, sia in alternativa, per decisione di Borsa Italiana, a causa del venir meno dei requisiti da rispettare per la permanenza sul listino. Il primo caso è sicuramente il più frequente, rientrano in questa fattispecie anche i casi connessi a fusioni ed OPA. La disciplina per la sospensione o la revoca dalla borsa è prevista al Titolo 2.5 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana. In particolare *“Borsa Italiana può disporre: a) la sospensione dalle negoziazioni di uno strumento finanziario, se la regolarità del mercato dello strumento stesso non è temporaneamente garantita o rischia di non esserlo ovvero se lo richieda la tutela degli investitori; b) la revoca dalla quotazione e dalle negoziazioni di uno strumento finanziario, in caso di prolungata carenza di negoziazione ovvero se reputa che, a causa di circostanze particolari, non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento”*. La normativa negli Stati Uniti, invece, prevede che quando una società non rispetta gli obblighi informativi e gli elevati *standard* di *corporate governance*, segue la procedura descritta da *FORM 15* della *SEC* che riguarda i *delisting* involontari. Se invece il *delisting* è volontario si fa riferimento al *FORM 13 E-3*. Secondo Macey, O'hara e Pompilio (2008) solitamente le società avviano contemporaneamente al *delisting* la procedura di *deregistration* che appare ancora più articolata di quella della *registration*. Completato il processo di *deregistration* le società non potranno quotarsi in altri mercati regolamentati né all'interno degli Stati Uniti.

Il delisting è un fenomeno attuale, ma non nuovo, ci sono state due importanti manifestazioni storiche di questo fenomeno che per la loro portata prendono il nome di “ondate di *delisting*” (*delisting waves* o *going private waves*).

Le due ondate sono avvenute rispettivamente negli anni Ottanta, terminata con la crisi dei mercati dei *junk bonds* e alla fine degli anni Novanta, terminata con la crisi finanziaria del 2008. Tra le due vi sono elementi di distinzione molto marcati sia in termini di mercati di riferimento sia rispetto alle motivazioni alla base delle transazioni che hanno riguardato società molto diverse. La prima ha interessato principalmente gli Stati Uniti e il Regno Unito, mentre la seconda anche l'Europa. Rispetto ai motivi, nella prima il tema centrale riguardava i conflitti d'agenzia mentre nella seconda la sottovalutazione dei titoli. Infine, rispetto alle modalità utilizzate nella prima ondata i

delisting sono avvenuti principalmente attraverso *LBOs* mentre nella seconda non solo anche attraverso *MBOs*, *BOSO*, *MBI*.

Capitolo 2

Come visto nel I capitolo si parla di *delisting* volontario, quando è la stessa società che assume autonomamente la decisione di uscire dalla Borsa. Per quanto riguarda i motivi che portano a questa scelta in generale si può dire che opta per abbandonare il mercato solitamente quando i costi della quotazione superano i benefici. Secondo Geranio (2004) dall'analisi delle rassegne stampa riguardanti le operazioni di *delisting* e dei prospetti informativi delle OPA è emerso che vi sono cinque motivi principali che inducono al *delisting* volontario: sottovalutazione dei titoli; ragioni speculative; *leverage* sottodimensionato; politiche dei dividendi, costi di permanenza nel listino, ristrutturazioni e strategie di lungo termine. Oltre a questi motivi ulteriori concause individuate sono: la difesa da *takeover* ostili, benefici fiscali, disponibilità di flussi di cassa, *l'incentive realignment* e la riduzione del fenomeno del *free riding*. Per quanto riguarda gli effetti dell'uscita volontaria dal listino, invece, secondo Renneboog e Simons (2005), il *delisting* è un evento traumatico (uno *shock*) nella vita di un'impresa. Un primo effetto nel periodo che segue una *going private transactions* è che l'indice di crescita delle vendite, le attività, il livello degli investimenti fissi e la liquidità (flussi di cassa) solitamente si riducono, mentre al contrario plausibilmente a causa della vendita delle attività non *performing* e della maggiore focalizzazione strategica si ha un miglioramento nella profittabilità (Crocì e Del Giudice, 2010).

Un secondo effetto è che le *PTP transactions* fruttano un premio medio per gli azionisti molto elevato (Renneboog et al., 2007). Un ulteriore effetto riguarda le società di minori dimensioni, che hanno un basso livello di indebitamento e presentano indici di liquidità contenuti, che una volta abbandonato il listino presentano tassi di investimento nell'attivo fisso e crescita delle vendite più contenuti (Crocì e Del Giudice, 2010). Infine, per le imprese il cui *delisting* è avvenuto tramite un'operazione di *LBO* può accadere che con l'elevato indebitamento si arrivi ad uno squilibrio economico-finanziario. Gli strumenti disponibili per mettere in atto *public to private transactions* sono diversi e possono essere classificati in quelli che richiedono l'approvazione del consiglio di amministrazione e/o dell'assemblea degli azionisti e in quelli che vengono

effettuati tramite operazioni di mercato aperto. Nell'ambito di questi meccanismi il principale strumento che viene utilizzato per mettere in atto un *delisting* è l'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA), con la quale si effettua un rastrellamento delle azioni che sono in circolo, offrendo agli azionisti un corrispettivo prestabilito che solitamente è più alto del prezzo di mercato così da agevolare l'operazione. Le Offerte Pubbliche di Acquisto sono promosse al fine di acquisire il controllo della società per poi farle uscire dal listino, la letteratura ha evidenziato due tecniche ritenute più importanti: il *Buyout Offer with Squeeze-Out (BOSO)* e il *Leveraged Buyout (LBO)*. Il primo approccio è quello più utilizzato e diffuso nell'Europa continentale, dove spesso la proprietà ed il controllo coincidono con la famiglia fondatrice, mentre il secondo è più diffuso negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In particolare, si parla di *BOSO* quando sotto determinate circostanze con un'OPA gli azionisti che detengono il controllo possono esercitare il diritto di *squeeze-out*. Secondo Borsa Italiana “*chi, a seguito di un'offerta totalitaria, arriva a detenere almeno il 95% del capitale di una società italiana quotata, ha il diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dal termine dell'offerta: per avvalersi di questo diritto l'offerente deve però averlo dichiarato nel documento di offerta (art. 111 del T.U.F.)*”. Altri due strumenti in Italia per compiere il *delisting* sono la delibera dell'assemblea straordinaria dei soci e la fusione per incorporazione. Un elemento importante da sottolineare è che in Italia e in gran parte dei paesi europei, diversamente dagli Stati Uniti, le fusioni con *cash-out* degli azionisti di minoranza non sono permesse. Un *LBO*, invece, consiste in un'acquisizione di una società *target* che avviene principalmente facendo ricorso a debito. Il *LBO* prevede una prima fase nella quale si crea una società veicolo (*newco*) nella quale vengono fatte affluire le risorse finanziarie dell'acquirente: sia *equity* (irrisorio) che capitale di debito (per la maggior parte). Successivamente la *newco* o viene incorporata nella società *target* (caso molto frequente) oppure conferisce gli *assets* ricevendo in cambio partecipazioni nella stessa. La società che nasce dalla fusione o la società *target* deve avere due importanti caratteristiche affinché l'operazione abbia successo: un basso livello di indebitamento e la capacità di generare grandi flussi di cassa così da essere in grado di ripagare i debiti. Quando un *leveraged buyout* è promosso dal *management* dell'impresa si parla di *management buyout (MBO)*. Un'operazione di *management buyout* consiste in un'acquisizione della società o dei suoi *assets* da parte del *management's team*. Spesso

le operazioni di *MBO* sono strategie di uscita per le grandi società che desiderano vendere divisioni che non fanno parte del loro *core business* o di aziende private in cui i proprietari desiderano venderle ad esempio per andare in pensione. Alcuni studiosi critici delle operazioni *MBO* (Lee, Mikkelson e Partch, 1992 e Seyhun 1986) hanno dimostrato la tendenza del *management* a sfruttare per fini opportunistici e privati informazioni riservate speculando sui titoli delle società gestite e che quindi potrebbero farlo anche in un'ottica di *MBO*. Tuttavia, ricerche empiriche hanno dimostrato che è vero, l'asimmetria informativa garantisce un vantaggio strategico al *management*, ma non si traduce all'atto pratico in un'espropriazione degli azionisti. Un'operazione di *MBO*, infatti, è rigidamente regolamentata e soggetta ad obblighi di *disclosure*, passa al vaglio del mercato e per questo lo sfruttamento di asimmetrie informative risulta ridotto. Come visto nel Capitolo 1 si parla di *delisting* involontario quando l'uscita dal listino è imposta direttamente dalla borsa. Principalmente a causa della violazione dei requisiti richiesti dalla borsa per la quotazione o per la scarsa *performance* della società. La fattispecie del *delisting* involontario è molto più presente nei mercati americani rispetto a quelli europei. Djama et al. (2012) ha messo in risalto che a seguito dell'introduzione di *standard* di quotazione sempre più rigidi e rigorosi c'è stato un peggioramento delle performance economico-finanziarie delle imprese, che con la crisi finanziaria del 2007 fanno sempre più fatica a rispettare i requisiti imposti dalla *SEC* e a mantenere lo status di quotata. Nella loro analisi Macey, O'Hara e Pompilio (2008) hanno anche delineato i 3 elementi principali delle società che possono influire sulle probabilità di un *delisting* involontario:

- 1 Le dimensioni dell'impresa. Per le società con dimensioni estese in termini di *assets* ed *equity* le probabilità di una revoca forzata si riducono;
- 2 La struttura economico finanziario al momento dell'*IPO*. Le aziende che successivamente la fase di quotazione hanno visto un declino del prezzo e presentano bassi livelli di *performance*;
- 3 L'immagine della società. Le società che non hanno particolare notorietà e prestigio, che presentano scarsi livelli di volumi negoziati delle azioni hanno probabilità più elevate di incorrere in un *delisting* involontario.

Quanto agli effetti del *delisting* involontario la società oltre a perdere da subito i benefici della quotazione, registra una riduzione della liquidità, un calo del valore del titolo e un

chiaro decremento dell'*Enterprise Value* (EV). Dalla ricerca di Liu (2005) emerge che con la revoca: vi è una riduzione della fiducia da parte degli investitori e analisti rispetto le prospettive di performance future dell'impresa che si riflette sul prezzo delle azioni che si abbassa; un danno d'immagine con perdita di visibilità e reputazione; una perdita di potere contrattuale della società nei confronti delle banche, dei clienti, e dei fornitori. Ovviamente è importante sottolineare che l'impatto sul valore delle azioni è legato al motivo che determina il *delisting*. Quando si affronta un argomento come il *delisting* non si può non fare riferimento alle operazioni di "*going dark*". I due fenomeni hanno una connessione molto stretta, ma non possono essere considerati sinonimi, sono due operazioni diverse, ciascuna con proprie peculiarità. Si definiscono *going dark transactions* quelle operazioni con le quali una società procede con la de-registrazione dalla SEC, ma i cui titoli continuano ad essere scambiati nei mercati OTC. I principali mercati OTC di riferimento sono tre: l'*OTC Bulletin Board*; il *NASDAQ* e il *Pink Sheets*. La principale differenza, quindi, tra il *delisting* e il *going dark* è che a seguito della *deregistration* le azioni continuano ad essere scambiate in mercati non regolamentati. Solitamente le società che mettono in atto questo genere di operazioni sono aziende in difficoltà, con meno opportunità di crescita, maggiore leva finanziaria e un minore slancio del mercato. Con l'espressione *cross listing*, invece, si fa riferimento ad un'operazione con la quale una società che è già quotata nel suo mercato domestico (*primary listing* o *original stock exchange*), decide di quotare le proprie azioni anche in una seconda borsa, solitamente estera (*secondary listing*). Con quest'operazione, quindi, i titoli di una stessa società vengono scambiati in più piazze finanziarie. Tra i mercati *target* delle operazioni di *cross listing*, quello statunitense soprattutto per gli elevati livelli di competitività ed efficienza, ha rappresentato e rappresenta ancora oggi, il più attrattivo. Secondo una ricerca di Chaplinsky e Ramchand (2012), tra il 1962 e il 2006 in America si sono quotate 1344 società estere, mentre ci sono stati 724 "*foreign delistings*". I principali benefici di questa scelta hanno soprattutto natura strategica e finanziaria: nuovi capitali, maggiore liquidità, migliore reputazione, miglioramento della *corporate governance*, rafforzamento della posizione competitiva etc. Ovviamente come nel caso della quotazione anche nel *cross listing* non mancano gli svantaggi, nello specifico l'ultimo fattore di cui occorre tenere secondo Pagano sono i costi, che possono essere diretti e indiretti. Per completare il quadro sul *delisting*, si analizza brevemente il

ruolo degli azionisti di minoranza. Vi è di base un conflitto (teorico) che vede da una parte il *management* e gli azionisti di controllo e dall'altra gli azionisti di minoranza. Il conflitto discende dal fatto che i primi godono di una superiorità informativa e potrebbero avvalersene per espropriare i soci di minoranza. La superiorità informativa, ad esempio, emerge nei casi in cui gli azionisti di controllo o il *management* promuovono un'acquisizione, trasferendo ricchezza ai danni degli azionisti di minoranza. Quasi tutti i paesi più sviluppati si sono dotati di sistemi legislativi con lo scopo di proteggere gli interessi degli azionisti di minoranza, che solitamente sono negativamente influenzati dalle operazioni di *delisting*. La normativa statunitense è caratterizzata per essere maggiormente flessibile e offrire una minore tutela agli *shareholders* di minoranza e per questo motivo sono più frequenti cause legali *ex post*, al contrario, in Europa vi è una normativa più severa che smorza le lamentele *ex ante*. Dal confronto delle due normative emerge che vi sono due approcci principali per tutelare le minoranze quando la società compie un'operazione per giungere al *delisting*. In primo luogo, le minoranze possono tutelare i propri interessi attraverso il voto in assemblea, i regolamenti devono stabilire se la decisione deve essere approvata con delibera ordinaria (maggioranza semplice dei voti) o delibera straordinaria (maggioranza qualificata dei voti con la presenza di 2/3 dei votanti o 75% della maggioranza dei voti). Come accade in Italia poi vi può essere per i soci dissenzienti la possibilità di esercitare il diritto di recesso e in questo caso il problema sarà stabilire il valore equo delle azioni. In secondo luogo, quando il *delisting* è deciso da un organo sociale, ad esempio dal consiglio d'amministrazione, gli azionisti sono generalmente protetti dalla "*doctrine of fiduciary duties of directors*". Questa soluzione è stata adottata in particolar modo nei mercati americani tra cui anche il *Toronto Stock Exchange* e alcuni europei (*NYSE Euronext Paris*, *NYSE Euronext Amsterdam*).

Capitolo 3

L'obiettivo di questo capitolo è quello di compiere una ricerca sul processo del *delisting* nel contesto italiano. Il capitolo è diviso in due parti. Una prima parte nella quale si riportano quelle che sono le principali caratteristiche del mercato azionario italiano e si analizza la relazione tra l'andamento della borsa e l'uscita da essa. Una seconda nella quale si analizza in maniera dettagliata un campione di società delistate (dal 2009 al

2019) allo scopo di giungere ad interessanti conclusioni circa: i motivi e le conseguenze di questa scelta, i settori in cui si verifica più frequentemente, le tecniche più utilizzate e le fattispecie di delisting più comuni. Ogni paese ha dei propri elementi ambientali che inevitabilmente influenzano lo svolgimento delle attività economiche e i comportamenti degli individui e delle organizzazioni. Occorre quindi precisare che il numero, le modalità e la frequenza delle operazioni di *delisting* dipendono dal livello di sviluppo dei mercati finanziari di riferimento. Storicamente il mercato finanziario e azionario italiano risulta essere poco sviluppato, con la carenza di investitori istituzionali e una presenza dominante delle banche. Dal rapporto sulla *corporate governance* del 2019 redatto dalla CONSOB emerge che a fine 2018 le società italiane quotate in Borsa Italiana (nel MTA) sono 231, con una capitalizzazione complessiva di poco superiore a 460 miliardi di euro. Nel dettaglio le imprese sono controllate da un singolo azionista che detiene una partecipazione superiore alla metà del capitale in 123 casi, con una quota inferiore al 50% in 57 casi (controllate in forma debole) e da una coalizione di azionisti in 23 casi. Solo 13 società (il 5,6% del totale delle società quotate, che rappresentano il 20,5% della capitalizzazione di mercato) possono essere definite ampiamente detenute. Soltanto nel 16,4% dei casi non è possibile identificare un soggetto controllante ultimo, essendo l'impresa largamente detenuta. Le imprese familiari rappresentano quasi il 66% del mercato. Si tratta principalmente di piccole società, appartenenti al segmento *STAR*. Per quanto riguarda il ruolo degli intermediari finanziari, nel 2019 vi è stata una leggera maggior presenza di investitori istituzionali rispetto al 2018. Un altro elemento di cui bisogna tenere conto del sistema economico italiano è la storica presenza dello Stato nelle attività economiche. Ancora oggi, a fine 2019 nonostante le privatizzazioni degli anni Novanta (dove diversi settori produttivi del paese erano gestiti da enti pubblici), lo Stato ed altri enti locali restano i principali azionisti di un'impresa su dieci, principalmente, in grandi società operanti nel settore dei servizi. Gli aspetti descritti del sistema economico italiano incidono in modo notevole ovviamente sul mercato azionario e fanno sì che il modello italiano sia un modello *sui generis*.

La società che si occupa della gestione del mercato azionario in Italia è Borsa Italiana S.p.A, che nasce a seguito della privatizzazione dei mercati di borsa. Durante i primi dieci anni di attività (dall'1998 al 2008) Borsa Italiana è passata dall'essere una singola società di gestione del mercato a un gruppo ampiamente diversificato nell'ambito dei

servizi finanziari. Alla fine del 2007 le società presenti in borsa erano 301 e la capitalizzazione di mercato era pari al 48% del PIL. Nell'ottobre dello stesso anno, Borsa Italiana si è integrata con il *London Stock Exchange*, dando vita ad il principale mercato in Europa e capace di attrarre capitali da tutto il mondo. Il gruppo *London Stock Exchange* con circa 2486 società quotate è la sesta borsa mondiale per capitalizzazione (4.380.729,3 miliardi di dollari). Tuttavia, considerata singolarmente la borsa di piazza Affari a livello mondiale resta un mercato azionario molto modesto, con una capitalizzazione complessiva di 651,3 miliardi di Euro (dato di dicembre 2019 ed in crescita del 20,1% rispetto al 2018) pari al 36,8% del PIL e 371 società quotate nei diversi mercati. Secondo Geranio (2004) le società presenti nei mercati di Borsa Italiana spesso giungono alla quotazione o compiono un *delisting* senza una chiara strategia di lungo periodo ma seguendo l'ipotesi speculativa. Questa considerazione trova le loro origini nella teoria dell'”*hot and cold market*” di Helwege e Liang (2004) secondo cui c'è una concentrazione di *IPO* in periodi in cui vi è un andamento positivo dei mercati (fasi di *hot market*) e un aumento dei *delisting* in momenti in cui il mercato presenta dei ribassi (fasi di *cold market*). Dal 1995 al 31 agosto 2020 vi sono stati in totale 380 *delisting* mentre le ammissioni sono state 597 (il numero complessivo di aziende revocate non tiene conto dei *delisting* involontari). Al fine di comprendere se anche in Italia il fenomeno del *delisting* è influenzato da periodi di ribasso e rialzo del mercato, possiamo prendere in considerazione parallelamente il delta delle Ammissioni con l'andamento dell'indice FTSE MIB dal 1995 in poi. Il FTSE MIB è l'indice di riferimento del mercato azionario di Borsa Italiana. Per analizzare la relazione tra l'andamento del FTSE MIB e il differenziale delle Ammissioni (differenza tra ammissioni e *delisting*) calcoliamo il coefficiente di correlazione lineare “*r*” che misura la relazione lineare che vi è tra due elementi che in statistica prendono il nome di “caratteri”, che nel nostro caso sono “l'andamento del FTSE MIB” e il “Delta Ammissioni” rilevati su un campione di *N* unità statistiche (nel nostro caso le osservazioni che vanno dal 1995 al 2020). Considerando i dati che provengono dal campione attraverso la regressione lineare si arriva a trovare un coefficiente “*r*” pari a 0,66165781 e un “*r*²” pari 4,37%. Questo risultato ci dice che quando il mercato sta offrendo un rendimento elevato, il differenziale tra le ammissioni e i *delisting* è positivo o tende a crescere (vi sono meno *delisting*) muovendosi nella stessa direzione dell'indice

FTSE MIB. Nel complesso, si può concludere affermando che nel contesto italiano appare ragionevole considerare l'ipotesi speculativa e la teoria dell'”*hot and cold market*” come motivazioni che spingono o meno al *delisting*. Il capitolo continua con l'analisi dei dati riguardanti i *delisting* societari avvenuti in Italia utilizzando un campione ristretto di società delistate tra il 2009 e il 2019. Il decennio compreso tra il 2009 e il 2019 ha visto in totale 253 ammissioni e 182 *delisting*. Dei 182 *delisting* avvenuti, 54 (il 29,67%) rientrano nella fattispecie dei *delisting* involontari mentre la restante parte e cioè 128 (il 70,32%) sono volontari. E interessante quindi capire le motivazioni e tecniche più frequenti che hanno spinto le società italiane nell'ultimo decennio ad abbandonare il listino in maniera volontaria. In primo luogo, dall'analisi emerge che più della metà dei *delisting* volontari, circa il 53,90%, avviene tramite OPA. In secondo luogo, stando ai dati analizzati riguardanti il campione di società, il 31,25% (40 casi) dei *delisting* volontari avvenuti nel periodo di riferimento sono da ricondursi ad operazioni di fusione. Al terzo posto tra i principali motivi e tecniche che spingono a *delisting* volontari vi sono le cancellazioni a seguito di *business combination* (M&A, etc.), i cui ruolo ed importanza stanno crescendo negli anni. Infine, le evidenze empiriche mostrano la quasi totale assenza delle fattispecie di *delisting* a seguito di esplicita richiesta da parte dell'emittente, con solo tre casi rispettivamente nel 2009, 2014 e 2015. Risulta ragionevole giustificare il risultato empirico della presenza di soltanto tre casi di esclusione su richiesta, con il fatto che le società hanno una preferenza nell'utilizzo delle tecniche alternative (OPA, fusioni, etc.) perché pur rispettando l'art. 133 del T.U.F., riescono ad uscire dal listino con minori rischi di cause con gli azionisti di minoranza nel periodo post *delisting*. Un altro tipo di analisi che si è rilevata utile al fine di studiare il fenomeno del *delisting* in Italia, riguarda la classificazione rispetto ai settori di appartenenza delle società che hanno abbandonato il listino. Il settore che presenta più *delisting* è quello finanziario/assicurativo, con un totale di 48 casi (26%). Ciò si spiega facilmente se si considera l'elevato numero di società di gestione del capitale che operano nel settore e sono interessate a questo tipo di operazioni. Al secondo posto vi sono una serie di *delisting* che non rientrano in una specifica categoria di quelle elencate nella figura 3.13 e che inseriamo in una voce che è stata denominata “altri” e comprende società con *business* diversificati in più settori. In tale categoria rientrano circa il 12% dei casi di *delisting*, e sono presenti diverse

società farmaceutiche. Un settore che presenta in termini percentuali quasi gli stessi numeri della categoria “altri” è quello della produzione di impianti e macchinari con 9 casi (11%). I restanti settori presentano tutti percentuali di delisting basse sotto il 10%.

Capitolo 4

In questo capitolo verrà presentato il caso della società GIMA TT S.p.A., una società per azioni di diritto italiano. È stata costituita il 28 novembre 2012 ed è controllata dalla *holding* Lopam Fin S.p.A. (famiglia Vacchi) indirettamente tramite IMA S.p.A. L'impresa è qualificata come “P.M.I.” ed è uno dei principali “*player*” internazionali per quanto riguarda la progettazione, la costruzione e l'assemblaggio di macchinari e impianti per il *packaging* del tabacco. Con una proprietà concentrata, il controllo detenuto da un'unica famiglia e grandi margini di crescita GIMA TT S.p.A. rappresenta una realtà “classica” del mercato azionario italiano. Nell'estate del 2017 il *management* e la società hanno scelto di compiere un'operazione di *IPO* al fine di ottenere i benefici derivanti dalla quotazione visti nel capitolo 1. In particolare, con l'*IPO* la società mirava a cogliere l'opportunità di ottenere nuove risorse per la crescita esterna (acquisizioni al fine di ampliare la gamma dei prodotti) e fonti di finanziamento per gli investimenti. Un secondo motivo che ha condotto la società in borsa non meno importante del primo, riguarda i benefici strategici ed è la possibilità di ottenere una maggiore visibilità sul mercato. Il 28 settembre 2017 GIMA TT S.p.A. è stata ammessa alla quotazione con un *IPO* del valore di 424 milioni di Euro (l'opzione *greenshoe* esercitata a pieno) e con un prezzo per azione pari a € 12,5 (livello massimo dell'intervallo di prezzo previsto).

Il titolo al momento della quotazione è stato oggetto di un leggero *underpricing*, il valore delle azioni è cresciuto in maniera costante fino a gennaio del 2018 in cui ha raggiunto il suo massimo (pari a 19.3 Euro ad azione), da quel momento in poi è iniziata una discesa fino al giorno in cui è avvenuto il *delisting*. A quali fattori è dovuta la rapida discesa del prezzo delle azioni? Sostanzialmente sono quattro i motivi che hanno influenzato l'andamento del prezzo: 1 L'attesa dell'autorizzazione da parte della *FDA* per la vendita dei prodotti nel mercato americano; 2 Le società di tabacco che hanno alleggerito gli investimenti in *NGP*; 3 Le revisioni degli utili della Japan Tobacco e la stabilizzazione della crescita di *Philip Morris IQOS*, due dei principali clienti della società; 4 le proiezioni dell'*EBITDA* nell'anno 2019 ai minimi storici. Dopo una

presenza di appena un paio di anni sul mercato, IMA S.p.A. l'azionista di controllo di GIMA TT S.p.A. ha scelto di portare quest'ultima fuori da Borsa Italiana.

A cosa è dovuta la scelta di compiere il *delisting*? Una società tende a compiere un *delisting* volontario quando la quotazione non è stata capace di apportare i benefici sperati o è stata causa di problemi. Nel caso in questione appare ovvio che la società GIMA TT S.p.A. e gli investitori che hanno acquistato le azioni al momento dell'*IPO* non hanno tratto beneficio dalla quotazione, anzi il valore delle azioni si è abbassato drasticamente. In questo caso la scelta del *management* di lasciare il listino non è riconducibile ad una sottovalutazione del titolo da parte del mercato, come avviene invece nella maggior parte dei casi. L'uscita non è dovuta neanche ad una fase di ribasso generale che ha riguardato il mercato italiano, infatti, come emerge dalle evidenze empiriche, nel 2019 mentre GIMA TT usciva dal listino Borsa Italiana presentava un delta ammissioni positivo, con ben più 19 società che si quotavano. Il *delisting* quindi appare essere in controtendenza con il *trend* del mercato azionario italiano nel 2019. Piuttosto dal progetto di fusione tra IMA e GIMA TT emerge la volontà di ridurre i costi operativi legati al mantenimento di due società quotate e semplificare sia la struttura proprietaria che la *corporate governance* delle società, elementi che, come visto nel secondo capitolo, sono tra le principali cause individuate da Geranio (2004) dell'abbandono della borsa nel contesto italiano. L'uscita è avvenuta tramite incorporazione di GIMA TT S.p.A. in IMA S.p.A. Il rapporto di cambio è stato fissato a 11,4 azioni IMA S.p.A. dal valore nominale di 0,52 Euro per ogni 100 azioni ordinarie di GIMA TT S.p.A. (non sono stati previsti conguagli in denaro). Inoltre, il rapporto di concambio ha riconosciuto un premio dell'8,5% sul prezzo di chiusura dei titoli di GIMA TT S.p.A. nella data dell'11 giugno 2019. Nell'ambito delle conseguenze sulla struttura finanziaria, il riconoscimento di un premio sul prezzo di chiusura delle azioni è uno degli effetti del *delisting* volontario. Tuttavia, tale premio non è bastato agli azionisti di minoranza che avevano sottoscritto l'*IPO* di GIMA TT S.p.A. Alla luce della vicenda che ha riguardato gli azionisti di minoranza di GIMA TT, infatti, appare chiaro che un *delisting* realizzato tramite OPA (le cui caratteristiche sono state viste nel capitolo 2) risulti più vantaggioso rispetto ad una fusione per incorporazione o a seguito della delibera dell'assemblea dei soci. Questo perché con l'OPA si concede ai singoli azionisti di scegliere se vendere o meno le loro azioni, mentre in caso di fusione per

incorporazione (o delibera dei soci) l'azionista di controllo (in questo caso IMA S.p.A.) avendo la maggioranza delle azioni con diritto di voto può compiere un *delisting* senza che gli altri soci abbiano accettato e stabilendo gli elementi della fusione. Si ricorda che dall'indagine compiuta sul campione ristretto dei *delisting* avvenuti dal 2009 al 2019 circa il 31% delle società delistate ha abbandonato il listino tramite questo tipo di operazione. La scelta di utilizzare questo strumento da parte di IMA S.p.A. è chiaramente da ricondurre ad elementi operativi e strategici. Oltre le spiegazioni espresse nel prospetto è complicato non prendere in considerazione di essere di fronte ad un *delisting* messo in atto anche al fine di sfruttare un momento di ribasso del titolo per ottenere vantaggi al momento del concambio con le azioni di IMA S.p.A. Ipotesi che si consolida se si pensa anche alla breve permanenza in borsa di GIMA TT S.p.A. È importante ricordare che un *delisting* come quello analizzato in questo caso, in Europa e nel panorama italiano è particolarmente diffuso. Per questo gli elementi del *delisting* di GIMA TT S.p.A. appena visti ci possono aiutare a capire anche le logiche di altre uscite dal mercato in Europa ed in Italia dove dall'analisi compiuta nel capitolo 3 è emerso che circa il 70,33% dei *delisting* sono di natura volontari.

Conclusioni

Con questo elaborato si è compiuta un'analisi sul fenomeno del *delisting*, che a mio parere fino ad oggi non ha ancora ricevuto le dovute attenzioni da parte della comunità finanziaria e scientifica (soprattutto in Europa e in Italia). In generale, abbiamo potuto concludere la prima ricerca empirica affermando che nel contesto italiano appare ragionevole considerare l'ipotesi speculativa e la teoria dell'”*hot and cold market*” come motivazioni che spingono o meno al *delisting*. Nello specifico, si è giunti a trovare un coefficiente di correlazione tra il delta ammissioni e l'indice FTSE MIB, “*r*” pari a 0,66165781 e un “*r*²” pari a 4,37% (riferito al periodo 1995 – 2020). Con la seconda ricerca invece si sono visti i principali aspetti del fenomeno in Italia nell'ultimo decennio, e in particolare che circa il 70% dei *delisting* avviene in maniera volontaria, di cui il 45% avviene tramite OPA e il 26% riguarda il settore finanziario. Infine l'analisi del *delisting* volontario della società GIMA TT ha permesso di osservare praticamente gli elementi teorici visti nei precedenti capitoli. Si conclude ricordando che i risultati

delle ricerche risentono inevitabilmente di limiti in termini di “significatività” dovuti al basso numero delle società nei campioni presi in esame.