

Corso di Laurea Economia e Finanza

Cattedra Finanza Aziendale Avanzato

Evoluzione delle IPO nei principali mercati finanziari europei e americani; una analisi empirica

Prof. Arturo Capasso

Relatore

Prof. Edoardo Maria Venosi

Correlatore

Elisabetta Paszkowski Matr. 754041

Candidato

Anno Accademico 2022/2023

## Sommario

<b>ABSTRACT.....</b>	<b>4</b>
<b>PREFAZIONE.....</b>	<b>5</b>
<b>CAPITOLO 1 IPO E LE SUE PRINCIPALI CARATTERISTICHE.....</b>	<b>6</b>
<b>1.1 Definizione IPO .....</b>	<b>6</b>
<b>1.2 Analisi della Letteratura : motivi e condizioni della quotazione .....</b>	<b>8</b>
<b>1.3 Costi.....</b>	<b>10</b>
<b>1.4 I soggetti coinvolti e le fasi del processo IPO, sistema Americano Vs Italiano.....</b>	<b>12</b>
1.4.1 IPO nel mercato Americano.....	12
1.4.2 IPO nel Mercato Italiano .....	16
<b>1.5 Il processo di pricing .....</b>	<b>21</b>
1.5.1 Underpricing.....	21
<b>CAPITOLO 2 L'ANDAMENTO DELLE IPO NEI 5 MAGGIORI MERCATI FINANZIARI : ITALIA ,INGHILTERRA,FRANCIA ,GERMANIA ,USA .....</b>	<b>26</b>
<b>2.1 Andamento delle IPO nel tempo: dalla bolla dot.com al post covid .....</b>	<b>26</b>
<b>2.2 Andamento delle IPO nel mercato finanziario americano dal 2000 ad oggi.....</b>	<b>28</b>
<b>2.3 Andamento delle IPO nel mercato finanziario italiano dal 2000 ad oggi.....</b>	<b>32</b>
<b>2.4 Andamento delle IPO nel mercato finanziario UK dal 2000 ad oggi .....</b>	<b>35</b>
<b>2.5 Andamento delle IPO nel mercato finanziario tedesco dal 2000 ad oggi .....</b>	<b>37</b>
<b>2.6 Andamento delle IPO nel mercato finanziario francese dal 2000 ad oggi .....</b>	<b>40</b>
<b>2.7 IPO Europa vs America .....</b>	<b>42</b>
<b>CAPITOLO 3 : DELISTING .....</b>	<b>44</b>
<b>3.1 Delisting : Definizione e Caratteristiche .....</b>	<b>44</b>
3.1.1 Delisting Involontario .....	46
3.1.2 Delisting Volontario.....	48
3.1.3 Delisting Europa Vs America.....	57
<b>3.2 Analisi Delisting dei 5 maggiori mercati azionari: America ,Italia , Inghilterra ,Germania e Francia .....</b>	<b>58</b>
3.2.1 Analisi Delisting nel mercato finanziario Americano .....	59
3.2.2 Analisi Delisting nel mercato finanziario Italiano .....	65
3.2.3 Analisi Delisting nel mercato finanziario Inglese .....	70
3.2.4 Analisi Delisting nel mercato finanziario Tedesco .....	74
3.2.5 Analisi Delisting nel mercato finanziario Francese.....	77
<b>4. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE.....</b>	<b>80</b>

## Indice Immagini:

<b>Tabella 1 IPO USA -Fonte: elaborazione dati su indagine “S&amp;PGlobal” .....</b>	<b>31</b>
<b>Tabella 2 IPO Italia-Fonte: elaborazione dati su indagine “Borsa Italiana”.....</b>	<b>34</b>
<b>Tabella 3 IPO UK-Fonte: elaborazione su dati indagine “LSE e S&amp;PGlobal”.....</b>	<b>37</b>
<b>Tabella 4 IPO Germania-Fonte: elaborazione dati su dati indagine “Deutsche Borse Frankfurt” .....</b>	<b>39</b>
<b>Tabella 5 IPO Francia – Fonte : elaborazione su indagine dati “Jay Ritter France IPO 1989-2021” .....</b>	<b>41</b>
<b>Tabella 6 Delisting maggiori mercati Americani -Fonte: Macey et.al (2008) .....</b>	<b>62</b>
<b>Tabella 7 Motivi Delisting 2023-Fonte: Bloomberg .....</b>	<b>65</b>
<b>Tabella 8 . Motivi di delisting ultimi 20 anni - Fonte : Intremonte.....</b>	<b>68</b>
<b>Tabella 9 Delisting Italia 2000-2023 Fonte Dati:Borsa Itliana.....</b>	<b>69</b>
<b>Tabella 10 Mercato AIM -Fonte Dati:London Stock Exchange .....</b>	<b>73</b>
<b>Tabella 11 Delisting rispetto all'anno di quotazione-Fonte BorsenGefluster.de.....</b>	<b>76</b>
<b>Tabella 12 Delisting Francia 2000-2023 Fonte: Euronext e ABC Bourse (ABC Bourse, s.d.) .....</b>	<b>79</b>
<b>Tabella 13 Grafico Ammissioni/Delisting nei principali mercati finanziari Europei-Fonte: Intermonte.....</b>	<b>83</b>

## **ABSTRACT**

La presente ricerca si propone di condurre un'indagine esaustiva sull'evoluzione delle operazioni di quotazione iniziale (IPO) e dei delisting che si sono verificati nel periodo compreso tra il 2000 e il 2023, concentrandosi sui principali mercati finanziari internazionali, quali gli Stati Uniti, l'Italia, l'Inghilterra, la Germania e la Francia. È stato osservato un notevole aumento nel numero di delisting negli ultimi anni, il quale ha generato una serie di preoccupazioni relative al futuro del mercato pubblico. Pertanto, l'obiettivo di questa ricerca è quello di effettuare un'analisi approfondita dei dati storici al fine di estrapolare ipotesi sulle prospettive future del mercato delle IPO. Inoltre, acquisire una comprensione approfondita delle principali motivazioni che spingono le aziende ad adottare il processo di delisting invece di mantenere la propria presenza nel mercato al fine di trarne vantaggio.

## PREFAZIONE

L'argomento delle IPO è da sempre oggetto di approfondimenti e studi di grande rilevanza. Nel corso degli anni, sono state esaminate in modo dettagliato le varie caratteristiche del processo, gli attori coinvolti, i benefici e le conseguenze che derivano dalla quotazione in borsa, nonché molte altre sfumature legate a questo tema. Considerando che l'IPO rappresenta una trasformazione radicale dell'attività di un'azienda, è del tutto appropriato analizzare ogni singolo dettaglio con la massima attenzione. Gli studiosi e gli esperti del settore si sono dedicati a investigare i meccanismi di funzionamento delle IPO, compresi gli aspetti finanziari, legali e strategici. Si sono esaminati i motivi che spingono le aziende a intraprendere questa strada, come l'accesso a nuove fonti di finanziamento, l'aumento della visibilità e della reputazione, nonché la possibilità di attrarre investitori istituzionali. Allo stesso tempo, sono state prese in considerazione le criticità e le sfide che le imprese possono affrontare durante il processo di quotazione, come la valutazione accurata dell'azienda, l'adeguamento alle normative di governance e la gestione delle aspettative degli investitori.

Da qualche anno a questa parte anzi, ormai già a partire dai primi anni del millennio i ricercatori, oltre all'andamento delle IPO, hanno iniziato ad interessarsi al delisting che è esattamente l'operazione opposta all'IPO. L'operazione attraverso la quale le aziende non soddisfatte del mercato o perché non capaci di far fronte ai requisiti di quest'ultimo decidono di uscire e tornare private. Esistono oltre a queste motivazioni anche casi in cui il private equity o altri investitori privati decidono di lanciare un takeover su un'azienda quotata e trasformarla in privata. Il Delisting può essere di natura involontaria o volontaria e nel caso si tratti dell'ultima tipologia parliamo di "going private transaction" o "public to private transaction". Hanno ricevuto molta attenzione ultimamente perché in questi anni vi è stato un notevole aumento delle uscite da parte delle imprese rispetto ai numeri delle IPO che sono di gran lunga diminuiti. Le crisi economiche, le guerre e via dicendo hanno portato ad avere questo "invertimento di trend", sembrerebbe infatti che ci sia di gran lunga una maggior simpatia per il contesto privato rispetto a quello pubblico e che piano piano i listini dei principali mercati si stiano svuotando. Importante quindi andare ad analizzare come i principali mercati finanziari in questi 23 anni abbiano performato in termini di numeri di IPO e di delisting.

# CAPITOLO 1 IPO E LE SUE PRINCIPALI CARATTERISTICHE

## 1.1 Definizione IPO

Il processo di Offerta Pubblica Iniziale ha origini molto antiche, risale al 1602. La Compagnia delle indie, anche conosciuta con l'acronimo VOC, risulta essere la prima società ad aver permesso al pubblico di investire nel loro business (Andrew, 2022).

Con il termine Offerta Pubblica Iniziale si intende lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico. (Borsa Italiana). La società colloca, per la prima volta, i titoli sul mercato borsistico (Treccani)

Negli anni, le IPO hanno mostrato andamenti altalenanti, sia in aumento che in diminuzione delle emissioni. Queste tendenze possono riguardare anche singoli settori, influenzati da fattori economici e di innovazione che determinano alti e bassi nelle emissioni. (Lowry, Michaely, & Volkova, 2017)

I periodi con un alto livello di rendimenti iniziali vengono anche chiamati "hot issue markets" documentati per la prima volta da Ibbotson e Jaffe (1975). L'esistenza di questi particolari periodi è difficile da spiegare ma si è ipotizzato siano dovuti a cambiamenti nella composizione del rischio degli investitori e a seguire, sempre da parte degli investitori, di strategie di "feedback positivo" cioè l'ipotizzare l'esistenza di una correlazione positiva nei rendimenti iniziali delle IPO. (Ibbotson & Ritter, 1995)

Per via della sua complessità, l'IPO è suddivisa in molteplici fasi che si estendono su un periodo di circa 4-6 mesi. Infatti, l'IPO è un'operazione che richiede un'organizzazione attenta e dettagliata, e per questo viene divisa in diverse fasi che possono richiedere mesi per essere portate a termine. La partecipazione di numerosi soggetti è una caratteristica dell'IPO, e tale coinvolgimento varia a seconda della fase del processo (Borsa Italiana)

La quotazione in borsa rappresenta un punto di svolta molto importante per una azienda poiché permette di accedere al capitale azionario pubblico e quindi far sì che le operazioni di finanziamento degli investimenti siano meno costose.

Importante infatti è evidenziare le differenze tra il rimanere un'impresa privata e quotarsi in borsa, queste sono (Thomas & Fulghieri, 1999):

1. Maggior dispersione in termini di proprietà. Nel caso di un'azienda pubblica, il capitale arriva da una ampia varietà di investitori invece, nel caso di un'azienda privata la maggior parte del finanziamento esterno arriva da un unico grande investitore istituzionale o altrimenti da un piccolo gruppo di grandi investitori (in Italia le aziende private si finanziano in prevalenza con indebitamento bancario). La presenza di un vasto pubblico fa

si che gli azionisti siano più diversificati. Mentre nel caso di un'azienda privata ci sarà più controllo da parte di un unico investitore nei confronti dell'Imprenditore.

2. In caso di investimenti in progetti di qualità è necessario convincere un più ampio gruppo di investitori rispetto ad uno formato da un unico investitore o pochi.

3. La possibilità di osservare il prezzo dell'azione permette alla grande varietà di investitori di trarre informazioni in modo autonomo riguardo l'andamento dell'azienda.

Uno dei metodi per capire se sia effettivamente una buona scelta quotarsi, rispetto a rimanere privati, è quella di andare ad analizzare la grandezza del mercato di riferimento, considerare attentamente le condizioni di mercato dell'economia e dell'industria di riferimento, come affermato nel paper di Boehmer e Ljungqvist. Poiché queste condizioni sono soggette a cambiamenti nel tempo, gli imprenditori dovrebbero regolarmente valutare se rimanere una società privata o diventare pubblica.

Quando il mercato è composto da un numero limitato di imprese, il flusso di informazioni che giungono al pubblico investitore risulta essere carente e poco preciso, con la conseguenza di ridurre il valore dell'essere una compagnia pubblica. In altri termini, la scarsa accuratezza delle informazioni disponibili rende difficile per gli investitori valutare le opportunità offerte dall'azienda quotata e, conseguentemente, riduce l'attrattività della sua offerta pubblica. Questo, a sua volta, limita il vantaggio competitivo che la società potrebbe ottenere dal diventare una società pubblica, diminuendo la sua visibilità e la sua capacità di attrarre investimenti a lungo termine. Nello specifico, con un incremento del numero di società quotate in borsa, risulta più conveniente per gli individui aprire un conto presso un intermediario finanziario al fine di divenire investitori nel mercato azionario. (Titman & Subrahmanyam, 1999)

In conclusione l'IPO è quell'operazione con cui si vendono per la prima volta le azioni al pubblico di un'azienda (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venzani, 2018) e per quanto complessa, rimane sempre un processo di compravendita il cui oggetto della negoziazione è dato da titoli mobiliari che rappresentano il capitale di rischio dell'impresa, che vengono offerti sul mercato attraverso strategie di marketing e tecniche distributive divenute ormai prassi (Iosio)

## **1.2 Analisi della Letteratura : motivi e condizioni della quotazione**

La trasformazione di un'azienda da privata a pubblica rappresenta un momento cruciale della sua esistenza e, in genere, viene affrontata una sola volta (Lowry, Michaely, & Volkova, 2017) .Per questo motivo, è fondamentale analizzare attentamente tutte le sfaccettature di questo processo, a partire proprio dalle motivazioni che spingono un'azienda a scegliere di quotarsi in borsa.

Nel corso del tempo, la letteratura ha affrontato il tema attenente al “perché” delle aziende al quotarsi in borsa, e nel corso degli anni sono state proposte diverse spiegazioni.

La ricerca ha indagato sulle ragioni alla base della scelta delle imprese di aderire al mercato azionario e ha cercato di comprendere le implicazioni che ne derivano, sia a livello economico che finanziario.

L'analisi delle motivazioni che spingono le aziende a cercare finanziamenti sui mercati azionari sono state studiate a lungo e dibattute dalla comunità accademica e dagli operatori del settore.

L'origine di tutta la letteratura sul tema è legata all'articolo di Pagano, Panetta e Zinagales, (1995) il quale analizza in profondità le motivazioni alla base della decisione di quotarsi in borsa. L'analisi parte dal presupposto che l'IPO non è una soluzione adottata da tutte le aziende che cercano di crescere, ma dipende dalle specifiche esigenze dell'impresa e dal contesto finanziario in cui opera. A detta loro in alcuni sistemi finanziari, come quelli italiano e tedesco, la quotazione in borsa è un'eccezione piuttosto che la regola, e avviene solo quando l'azienda lo decide. L'articolo si concentra poi sulle ragioni che spingono un cluster di aziende italiane a quotarsi in borsa, e conclude che il motivo principale è legato al “market to book ratio” ovvero il rapporto tra il valore di mercato e il valore contabile delle imprese che operano nello stesso settore. Inoltre, le aziende di grandi dimensioni hanno maggiori probabilità di quotarsi in borsa, così come quelle che crescono rapidamente e che generano alti profitti. Attraverso questionari rivolti alle aziende, gli autori dell'articolo hanno scoperto che, una volta diventate pubbliche, le imprese possono usufruire di condizioni migliori per ottenere finanziamenti dalle banche, con prestiti a tassi più bassi e requisiti di garanzia meno stringenti.

Articoli successivi hanno contribuito ad arricchire la ricerca di Pagano, Panetta e Zingales.

Anche secondo Cristian Iosio, autore del libro "IPO per le PMI italiane", ci sono diverse ragioni che spingono una società a quotarsi in borsa. Queste motivazioni possono essere sia di natura competitiva/commerciale, la società cerca di mantenere/attrarre e motivare risorse qualificate, sia per la pressione dei principali concorrenti già quotati in borsa, che hanno un migliore accesso alle risorse finanziarie. Va aggiunto che la quotazione in borsa aumenta la visibilità e la brand awareness della società grazie alla campagna di marketing e all'esposizione ai media attraverso la naturale comunicazione finanziaria, rendendo la società più riconoscibile e con una maggiore forza contrattuale. Altre motivazioni possono essere di natura finanziaria, come l'accesso a fonti alternative di finanziamento e la possibilità di emettere strumenti con combinazioni di



rischio/rendimento diversi per soddisfare i profili di investimento specifici e aumentare l'efficienza della struttura di capitale. Inoltre, la quotazione in borsa può rafforzare la struttura finanziaria e riequilibrare le aziende che utilizzano la leva finanziaria. Infine, ci sono motivazioni legate al governo societario, dove la quotazione in borsa favorisce l'evoluzione gestionale che facilita il riassetto societario.

Il paper di Meluzin e Zinker (Meluzin Tomas, 2014) riporta un'altra prospettiva a favore dell'IPO, ovvero che gli azionisti esistenti traggono benefici dal poter vendere le proprie azioni su mercati regolamentati, il che li rende più flessibili nelle loro attività finanziarie. Ciò permette loro di ridurre la loro posizione nella compagnia e affrontare problemi generazionali all'interno di compagnie a conduzione familiare. I fondi di venture capital, infatti, vedono l'IPO come una strategia di uscita per realizzare il profitto dell'investimento. Il paper inoltre analizza i motivi delle IPO in Polonia, identificando la possibilità di utilizzare nuovo capitale per sviluppare investimenti, migliorare l'immagine dell'emittente, aumentare l'attrattiva della compagnia per i dipendenti, e ridurre i costi del capitale per future fusioni ed acquisizioni come le motivazioni principali.

Riportando altre motivazioni troviamo nel paper di Röell (Röell, 1996) basato sulla ricerca di Ransley (1984), ragioni peculiari che spingono ad intraprendere il processo di IPO come il lavorare a stretto contatto con professionisti di alto livello (soprattutto brokers) definire una chiara strategia di business per la futura crescita e inoltre il miglioramento della gestione e della struttura organizzativa e finanziaria.

Secondo Subrahmanyam e Titman, una ragione che spinge le aziende a diventare pubbliche è la grandezza del mercato e il numero di altre aziende già presenti. Il vantaggio di diventare pubblici si presenta soprattutto quando il mercato è grande e quindi c'è molta liquidità. In altre parole, quando ci sono molte altre aziende sul mercato, diventare pubblici può offrire alle imprese una maggiore accessibilità e liquidità.

De Albornoz e Pope (Albornoz & Pope, 2004) hanno condotto uno studio su un gruppo di aziende britanniche e, dopo aver analizzato la letteratura esistente, hanno scoperto che le società tendono a quotarsi in borsa per ridurre i problemi di leva finanziaria. Ciò è in linea con le teorie di Meyers (1977) e Pagano et al. (1998), secondo cui le imprese con alte opportunità di investimento e una leva finanziaria elevata dovrebbero valutare la quotazione in borsa come opzione. Tuttavia, il livello elevato di leva finanziaria potrebbe impedire agli investitori di supportare finanziariamente un'impresa, rendendo la quotazione in borsa meno allettante per le aziende.

Michelle Lowry, Roni Michaely and Ekaterina Volkova hanno cercato di riassumere la letteratura delle IPO dal 2000 al 2017 e si sono concentrati soprattutto a raccogliere la letteratura dedicata alle motivazioni che spingono una determinata azienda a quotarsi sul mercato americano. Attraverso questo studio arrivano a dire che non esistono delle motivazioni uguali per tutti, non abbiamo un'unica risposta ma bensì diverse. Le motivazioni dipendono dalla singola azienda e dal contesto ovvero, il mercato, la situazione economica-finanziaria e dal paese preso in considerazione. Sono molte e una non esclude l'altra.

Per sintetizzare e concludere, le ragioni principali che spingono un'azienda a quotarsi in borsa sono: la necessità di finanziamenti per investimenti, che possono essere ottenuti anche tramite debito o private equity; la tendenza delle aziende a quotarsi quando il sentimento degli investitori è alto; l'opportunità di aggiustare la struttura del capitale tramite il mercato pubblico o privato; la necessità di liquidità per gli investitori che possono vendere o comprare facilmente gli stock; la possibilità per i proprietari di diversificare il proprio portafoglio di investimenti e aumentare la liquidità; la facilitazione di una possibile acquisizione; la valutazione dell'azienda riflessa nel prezzo delle azioni, che fornisce informazioni agli esterni; la riduzione dell'incertezza e l'aumento della trasparenza, che aumentano la fiducia dei consumatori e dei fornitori; e infine, la maggiore esposizione dell'azienda alla comunità finanziaria e ai consumatori, che può aumentare la lealtà dei clienti.

### **1.3 Costi**

Il processo dell'IPO è un processo lungo e comporta una serie di costi abbastanza elevati che dovranno essere sostenuti in fase preparatoria, in fase di disclosure imposti dal legislatore e successivamente durante l'attività di redazione degli informativi periodici imposti per sostenere la trasparenza secondo quanto riportato da Olga Ferraro, riprendendo gli studi condotti da Bruzzichesi e Pancamo. (Ferraro, 2021)

Nella ricerca di J.Ritter del 1987 vengono analizzati i costi che comporta un IPO. Vengono identificati due tipi di costi, diretti ed indiretti. I costi diretti fanno riferimento a quelli legati alle commissioni delle banche di investimento, costi legali, costi di due diligence e preparazione mentre quelli indiretti sono connessi all'underpricing. (J.Ritter, 1987)

Nel corso del tempo sono stati individuati altri criteri di classificazioni di costi infatti vengono distinti in:

1. una tantum e ricorrenti
2. diretti e indiretti
3. costi uscita o spese e costi opportunità

Nella prima categoria si fa riferimento a quei costi, come dice la parola, che vengono sostenuti solo esclusivamente con l'evento della quotazione e/o quando ci saranno aumenti di capitale.

Questi sono costi associati alla preparazione per l'ingresso in borsa, come l'adeguamento ai requisiti formali e sostanziali richiesti dalla normativa vigente ed i contributi necessari per gestire il mercato. Dall'altra parte invece i costi ricorrenti sono quelli che la società deve sostenere per la permanenza in borsa. Ad esempio, la presenza di nuove figure professionali in alcune aree funzionali come l'investor relator <sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> "Soggetto incaricato della gestione dei rapporti con investitori e intermediari nell'ambito di una società che ha emesso strumenti finanziari quotati" ( (Borsa Italiana)

Dopo di che la seconda categoria riprende quanto già detto precedentemente dallo studio di Ritter. I costi diretti sono quei costi che coprono una serie di attività necessarie per quotare un'azienda, tra cui commissioni di vendita, consulenza legale, revisione contabile, servizi di contabilità e il tempo dedicato dal management per gestire l'intero processo. Il costo del tempo del management è considerato un costo opportunità, che è difficile da quantificare rispetto ai costi monetari. Inoltre, ci sono anche costi diretti specifici come le commissioni di vendita e le spese di underwriting, il cui importo dipende dalle dimensioni dell'emissione. I costi dell'emissione possono essere influenzati da diversi fattori, tra cui le tecniche di emissione utilizzate, il bookbuilding per esempio risulta essere una delle più costose. Tra i costi indiretti invece abbiamo quelli legati all'underpricing e alla figura dell'investor relator che ha il compito di assicurare un flusso informativo continuo e non distorto tra l'impresa, il mercato e gli investitori.

Nella categoria finale si distinguono i costi uscita e i costi opportunità. I costi uscita sono quelli che possono essere misurati con precisione in termini monetari attraverso l'analisi dei flussi finanziari e includono la maggior parte dei costi menzionati in precedenza. Al contrario, i costi opportunità sono quelli che rappresentano ciò a cui si deve rinunciare quando si prende una decisione economica e non possono essere misurati con cifre esatte, ma piuttosto rappresentano un sacrificio o una rinuncia che l'azienda deve sopportare. Questi costi non comportano una spesa finanziaria diretta, ma possono includere il mancato guadagno potenziale derivante da una scelta economica sbagliata, come ad esempio il troppo "money left on the table" (underpricing). Inoltre, i costi opportunità includono la perdita di riservatezza e l'aumento dell'esposizione dell'azienda e del suo management nei confronti del fisco, delle istituzioni politiche locali e dei media. (Ferraro, 2021)

Importante è anche analizzare come i costi possano variare da settore a settore. In generale, i costi dell'IPO non differiscono molto tra i diversi settori. Tuttavia, le società attive nei settori dei servizi finanziari, dei prodotti industriali, dell'energia, dei servizi pubblici e minerari hanno costi medi di IPO elevati. Ciò è dovuto al fatto che queste società sono generalmente più grandi e complesse, con molte sedi, e devono affrontare ulteriori sfide normative. Inoltre, le società energetiche, di servizi e minerarie affrontano spese legali più consistenti poiché devono dedicare più tempo e risorse per condurre una valutazione più accurata nelle diverse sedi. Per quanto riguarda invece le società attive nel settore farmaceutico e delle biotecnologie queste hanno una posizione vantaggiosa rispetto ai costi di IPO. Queste aziende di solito sono di dimensioni relativamente ridotte, con un numero limitato di dipendenti. Ciò comporta una minore complessità nel processo di IPO e un costo totale medio inferiore. Tuttavia, nonostante il costo sia più basso, le spese legali delle società farmaceutiche e biotecnologiche sono proporzionalmente più elevate rispetto ai costi totali dell'IPO, a causa delle stringenti normative di conformità e delle questioni di proprietà intellettuale che affrontano. Quindi, nonostante ci siano costi diversi per settori specifici, in generale il settore di appartenenza non influenza più di tanto i costi. (PWC, 2017)

Per Borsa Italiana i costi si dividono in costi fissi e costi variabili. Quest'ultimi sono legati al collocamento delle azioni presso gli investitori e sono definiti come percentuale dell'ammontare raccolto. Inoltre, come detto in precedenza ci sono i costi di quotazione quelli che una volta sostenuti hanno benefici duraturi. I costi per quotarsi dipendono dal mercato di quotazione (Euronext Milan o Euronext Milan Growth), dalla struttura, dimensione del settore e complessità dell'azienda, dalla dimensione dell'offerta ed dalla composizione del team degli advisor. (Borsa Italiana, 2022)

L'Offerta Pubblica Iniziale comporta quindi una serie di costi che rendono l'operazione molto onerosa, un carico che per molte aziende, soprattutto quelle Piccole medie imprese (PMI: *impresa che occupa meno di 250 persone e realizza un fatturato annuo non superiore a € 50 Mln, o (in alternativa al parametro del fatturato) il cui totale attivo di bilancio non supera i € 43 Mln*), non è sostenibile o comunque non invogliante. Proprio per aiutare queste realtà la Legge del Bilancio 2023 ha confermato la concessione di un credito di imposta del 50% nella misura massima di € 500.000 per costi di consulenza, sostenuti fino al 31 dicembre 2023, finalizzati alla quotazione in Borsa delle PMI italiane, secondo la definizione europea". (Borsa Italiana, 2022)

#### ***1.4 I soggetti coinvolti e le fasi del processo IPO, sistema Americano Vs Italiano***

L'operazione di Offerta Pubblica Iniziale raccoglie una varietà molto ampia di soggetti ed è caratterizzata da diverse fasi, per ognuna di queste vi sono attori diversi che operano per portare a termine diverse funzioni, necessarie al fine concludere al meglio l'operazione.

##### *1.4.1 IPO nel mercato Americano*

Prima di esaminare il processo di quotazione in borsa, è utile fare un'analisi del team di offerta pubblica o del gruppo di lavoro, nonché delle diverse funzioni dei suoi membri. La capacità, l'esperienza e l'impegno del team di lavoro che guiderà l'azienda nel processo di offerta sono fattori che influenzeranno direttamente il successo dell'offerta. Pertanto, la costituzione del giusto team rappresenta una delle più importanti responsabilità dell'azienda all'inizio del processo di offerta.

Le aziende spesso iniziano a prepararsi per diventare società pubbliche ben prima di iniziare il processo di quotazione in borsa. In genere, il processo di esecuzione dell'IPO può durare da 6 a 12 mesi e la preparazione anticipata è un fattore rilevante per il successo, in quanto permette un processo di esecuzione fluido ed efficiente.

È essenziale che l'azienda esegua una valutazione approfondita della propria preparazione all'IPO, individuando le sfide principali e stabilendo obiettivi realistici in base alla propria strategia di offerta, alle

problematiche specifiche dell'azienda, al tempo necessario per la preparazione dei documenti di registrazione e all'acquisizione della capacità di operare come società pubblica. (PWC, 2017)

Una volta completate le analisi richieste e presa la decisione di iniziare il processo di quotazione in borsa, il primo passo per l'azienda è individuare le banche d'investimento, chiamate sottoscrittori, che l'aiuteranno ad emettere e distribuire i propri titoli sul mercato.

Solitamente, soprattutto nelle IPO di grande entità, l'emissione dei titoli è gestita da un gruppo di sottoscrittori, tra cui viene individuato un sottoscrittore principale - una banca d'investimento di primo piano che si assume la responsabilità dell'operazione, fornisce consulenza e organizza il gruppo di sottoscrittori noto come sindacato. Il sindacato ha il compito di collocare i titoli sul mercato. (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venzani, 2018)

Durante il processo di selezione, noto anche come "bake off", l'azienda valuta le banche d'investimento in base alla loro reputazione generale, all'esperienza e alla qualità della copertura di ricerca nel settore specifico dell'azienda. In molti casi, la scelta della banca d'investimento è un'operazione a doppio senso: così come la società valuta le banche, anche le banche scelgono i loro clienti con attenzione. (Lowry, Michaely, & Volkova, 2017)

Chiaramente il sottoscrittore principale e gli altri membri del sindacato ricevono un compenso dalla società per i servizi prestati. Le banche che fanno da sottoscrittori ricevono sempre delle commissioni calcolate come percentuale del collocato.

Il sottoscrittore principale riceve una commissione per i suoi sforzi, in genere pari al 20% del *gross spread*. La seconda parte dello spread è nota come "*selling concession*" e rappresenta la somma che viene corrisposta al sottoscrittore e agli altri membri del sindacato, per avere venduto le azioni. Qualora rimanesse un residuo dopo aver sottratto tutte le spese, quest'ultimo viene suddiviso in modo proporzionale tra il sottoscrittore principale e i membri del sindacato, sulla base dell'importo dei titoli sottoscritti da ciascuno di loro.

Tra le prime attività che il sottoscrittore principale svolge vi è la stesura della lettera di intento, la quale ha lo scopo di proteggere il sottoscrittore da eventuali spese eccessive o nel caso in cui l'offerta venga respinta durante le fasi di due diligence, trasformazione e marketing. La lettera di intento contiene una clausola che impone di rimborsare i sottoscrittori nel caso in cui si verificano spese impreviste durante l'intero processo, dal contratto. Inoltre, viene indicato il *gross spread*, la remunerazione corrisposta agli intermediari che organizzano il collocamento dei titoli, calcolata come percentuale del controvalore dell'emissione". (Meles, 2008). La lettera contiene anche l'intenzione del sottoscrittore di stipulare un accordo di impegno irrevocabile ("firm commitment agreement").

Negli Usa è previsto, dal Securities Act del 1933, un "registration statement" da consegnare alla SEC. Questo documento riguarda informazioni finanziarie e non informazioni sull'impresa, ed è destinato agli investitori (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venzani, 2018). In linea generale, il sottoscrittore principale si occupa della

redazione del documento di registrazione da inviare alla SEC dopo una serie di incontri che si svolgono nell'arco di diverse settimane. Il documento di registrazione ("registration statement") è costituito da due parti: il "prospetto" o "Red Herring", che deve essere consegnato a ogni potenziale acquirente dei titoli, e la "Parte II", che contiene le informazioni necessarie per l'ispezione da parte della SEC. (Lowry, Michaely, & Volkova, 2017)

Il principale scopo di questo documento è quello di fornire il maggior numero di informazioni possibili ai potenziali acquirenti riguardo ai titoli offerti. Con l'obiettivo di fornire le informazioni necessarie, il sottoscrittore ha il compito di effettuare la "due diligence" per indagare sulla società e verificare la correttezza delle informazioni fornite agli investitori. È possibile omettere alcuni contenuti sensibili, ovvero tutto ciò che, se divulgato, potrebbe danneggiare la competitività dell'azienda.

Inoltre, il Security Act richiede che il documento di registrazione sia firmato dai vari sottoscrittori, manager, contabili, esperti e consulenti che hanno partecipato alla preparazione del documento. Successivamente, il documento viene esaminato dalla SEC, che potrebbe inviare alla compagnia una serie di commenti, raccomandazioni e domande tramite una corrispondenza epistolare. La SEC effettua un controllo per verificare che la società abbia fornito tutte le informazioni rilevanti affinché gli investitori possano prendere una decisione ben informata riguardo all'acquisto o meno delle azioni. In genere, il numero di domande rivolte dalla SEC dipende dalla qualità della società e dei suoi consulenti. Se i consulenti hanno una buona reputazione, la SEC porgerà poche domande, ma se la loro reputazione è scadente, le domande e le raccomandazioni saranno numerose. La stessa regola si applica alle società con una maggiore probabilità di commettere frodi.

Una volta che la società risponde alle domande della SEC, può iniziare il processo di marketing nonché di valutazione dell'offerta.

Prima di iniziare però la società, insieme ai sottoscrittori stabiliscono un intervallo di prezzi ritenuti ragionevoli per la valutazione dell'impresa. Per calcolare il valore dell'impresa, si stima il flusso di cassa futuro e si calcola il suo valore attuale, oppure si stima il valore utilizzando aziende comparabili. Una volta definito il range dei prezzi, l'impresa inizia il "road show" per testare come il mercato percepisca la sua valutazione. Durante questa fase, la compagnia e i sottoscrittori della IPO promuovono il loro prodotto, presentandolo a soggetti istituzionali e addetti alle vendite al dettaglio. In genere, un road show dura circa una settimana e mezza, durante la quale i sottoscrittori ricevono ordini o manifestazioni di interesse soprattutto da parte di investitori istituzionali (Lowry, Michaely, & Volkova, 2017)

Dopo il termine del road show, i sottoscrittori si riuniscono per definire la domanda complessiva e stabilire il prezzo dell'offerta al fine di garantire il successo dell'emissione. Questo processo è conosciuto come "book building".

Nella giornata precedente alla data dell'IPO, i sottoscrittori si incontrano per concordare due cose finali ed importanti, il prezzo e il numero di azioni da mettere in vendita. Solitamente, gli investment bankers consigliano che l'offerta dovrebbe essere almeno due o tre volte superiore il numero di sottoscrizioni per assicurarsi una IPO di successo. Inoltre, è risaputo che le IPO tendono ad essere sotto prezzate, il che significa che gli investitori possono aspettarsi un aumento del prezzo delle azioni nel giorno dell'offerta, aumentando la domanda per l'emissione.

Una volta definiti gli ultimi termini, il sottoscrittore e l'emittente definiscono "l'Underwriting Agreement", il prospetto definitivo viene pubblicato e il sottoscrittore deposita il "price amendment" (include una dichiarazione del prezzo d'offerta, degli sconti o delle commissioni di sottoscrizione e di vendita, dell'ammontare dei proventi, dei tassi di conversione, dei prezzi d'acquisto e di altri aspetti che dipendono dal prezzo d'offerta (Insider)) la mattina della data scelta per l'IPO.

Una volta approvato il tutto, i titoli possono essere distribuiti sul mercato.

Dopo la conclusione della transazione, potrebbe sorgere la tentazione di abbassare la guardia. Tuttavia, se l'azienda vuole raggiungere l'eccellenza nel mercato azionario, è necessario continuare a progredire con un ritmo costante, o addirittura accelerato. Per questo motivo, è essenziale che un piano di aftermarket ben strutturato preveda misure funzionali a stabilizzare il prezzo delle azioni e fornire un supporto attivo alle operazioni di trading.

Il sottoscrittore principale ha il compito mantenere la stabilità supportando il prezzo dell'azione in caso di squilibri, ma solo per un breve periodo dopo l'inizio degli scambi sul mercato. L'ultima fase del processo ha inizio subito dopo il "quiet period", che dura 25-40 giorni dalla data dell'IPO, durante il quale i sottoscrittori non possono commentare la valutazione, fornire stime sugli utili della nuova società o dare raccomandazioni (J.Ritter, 2003)

Da dopo il JOBS Act del 2012, il "quiet period" non è più richiesto alle piccole imprese, il cui numero di IPO è aumentato proprio grazie all'Act. È previsto nell'atto, per le piccole imprese, che la bozza di registrazione, indirizzata alla SEC, non venga divulgata al pubblico ma depositata in modo riservato per evitare problemi di competizione. Inoltre, le piccole aziende che vogliono entrare nel mercato sono esentate dal rispetto di determinati requisiti contabili. Studi come quelli di Dambra e Field, citati nel paper di Lowry, hanno evidenziato che grazie al JOBS Act, il mercato degli IPO negli USA ha visto un aumento di emissioni, a differenza di quanto registrato in altre parti del mondo.

Si può notare che il processo di Offerta Pubblica Iniziale negli Stati Uniti sia piuttosto intricato e che richieda una collaborazione complessa tra gli investitori sottoscrittori, l'azienda che emette le azioni, i membri del sindacato e i legislatori.

### 1.4.2 IPO nel Mercato Italiano

In Italia, il processo di Offerta Pubblica Iniziale (IPO) segue un modello simile a quello degli Stati Uniti, ma presenta alcune differenze a causa del contesto legislativo e del mercato locale. Ci sono alcune figure chiave coinvolte nell'affrontare l'operazione di IPO in Italia:

*Consulenti* (Borsa Italiana, 2001):

*Listing Agent*: Un intermediario finanziario, selezionato dalla società, ha il compito di fornire assistenza nel processo di quotazione e anche dopo l'IPO. Inoltre, questo intermediario agisce come garante della qualità e dell'opportunità degli investimenti per il mercato.

*Global Coordinator*: Di solito, lo sponsor assume il ruolo di coordinatore globale dell'offerta, il che significa che si impegna anche a commercializzare i titoli dell'azienda quotata. A seconda delle dimensioni previste dell'emissione, l'azienda può nominare più di un coordinatore globale

*Consulente Finanziario*: Lavora insieme all'azienda e al finanziatore per analizzare la fattibilità del progetto, eseguire una valutazione preliminare indipendente, preparare il documento informativo, creare un budget e un piano aziendale, e gestire la documentazione necessaria.

*Società di revisione*: incaricato di controllare e verificare i bilanci della società per garantire la loro corretta presentazione al pubblico; supporta e rilascia comfort letter<sup>2</sup> sul sistema di controllo di gestione e sul budget.

*Studio Legale*: Il compito di assistere la società nei processi di natura legale come la compilazione del prospetto informativo, conformità legale, contratti di sottoscrizione azionaria e rilascio di pareri legali. Il tutto può essere affidato ad un professionista incaricato dal coordinatore globale, dalla società o dagli azionisti venditori. È fondamentale che il professionista abbia una conoscenza approfondita delle questioni legali riguardanti le offerte pubbliche di azioni e delle problematiche specifiche della società; pertanto, è necessario verificare preventivamente la loro esperienza in queste materie.

*Società di comunicazione*: il suo ruolo diventa fondamentale durante la fase di marketing. Si occupa di gestire i media e l'immagine dell'emittente (Assolombarda, 2010)

*Specialista*: si occupa di mantenere la liquidità degli strumenti quotati sui rispettivi mercati Euronext Milan, Euronext MIV Milan, MOT ed ETF Plus. (Borsa Italiana, 2022)

*Consulente fiscale*: ha il compito di assistere l'emittente sugli aspetti di natura fiscale legati al processo di quotazione (Assolombarda, 2010)

*Euronext Growth Advisor* (solo su Euronext Growth Milan): "Può essere una banca, una SIM o una società di corporate finance appartenente al network dei revisori iscritta ad un registro di Borsa Italiana. Valuta

---

<sup>2</sup> Una comfort letter è un documento commerciale che ha lo scopo di assicurare al destinatario la solidità finanziaria dell'azienda e che quindi l'obbligo finanziario o contrattuale con un'altra parte può essere rispettato. Il mittente è spesso un revisore o un contabile indipendente. (Investopedia )



l'appropriatezza della società per l'ammissione su Euronext Growth Milan, pianifica e gestisce il processo assiste la società per tutto il periodo di permanenza sul mercato”

*Le istituzioni:*

*Borsa Italiana (Euronext):* gestisce il mercato mobiliare ed ha il compito di rilasciare il provvedimento di ammissione alla quotazione.

*Consob:* L'ente preposto alla supervisione e al controllo delle società e dei mercati finanziari, che ha il potere di autorizzare la pubblicazione del prospetto informativo per le offerte pubbliche e rilasciare il nulla osta necessario.

Dopo aver stabilito chi sono i partecipanti al processo di quotazione, diventa fondamentale definire il "disegno economico e tecnico", o schema, di un'operazione di IPO. Questo schema, come definito da Forestieri, rappresenta i termini attraverso i quali la gestione di una società crede di poter strutturare un'operazione idonea per raggiungere i propri obiettivi e offrire al mercato un investimento interessante. (Forestieri, 2020)

Vengono definiti i seguenti termini:

- La dimensione dell'operazione: viene determinato l'ammontare di risorse che si vuole ottenere dal mercato, il prezzo atteso delle azioni e che tipo di impatto vuole ottenere l'azienda dopo l'offerta sul mercato
- La composizione dell'offerta: definire la dimensione dell'offerta, il mix tra OPV (azioni già esistenti messe in vendita dagli azionisti) e OPS (azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale), la ripartizione tra investitori istituzionali e retail e i mercati geografici.
- La scelta del mercato di quotazione: la miglior soluzione è quella di scegliere il mercato nazionale. Ci sono però casi in cui avviene cross listing quindi un mercato nazionale ed uno internazionale.
- I mercati di collocamento e la ripartizione tra i vari investitori: la miglior scelta è data dalla combinazione tra offerta pubblica (investitori individuali) su mercato domestico e collocamento privato (investitori istituzionali) sul mercato internazionale (compreso mercato domestico)
- La forma di collocamento: grazie ad un global coordinator, un insieme organizzato di banche sollecita la sottoscrizione e deve garantire il buon esito dell'operazione all'emittente
- Il pricing: il prezzo che viene determinato grazie ad il meccanismo di bookbuilding. Dopo la fase di road show viene analizzata la lista degli ordini che rappresenta la domanda, e in base a questa e l'andamento del mercato viene identificato un prezzo di offerta

Il processo di quotazione si divide principalmente in 4 fasi: *preliminare*, detta preparazione della società, iniziale nominata anche preparazione dell'IPO, *fase esecutiva* di pricing e offerta e *after market*. (Forestieri, 2020). In quanto operazione complessa è necessario che i tempi siano lunghi affinché venga svolto tutto al meglio per ottenere ottimi risultati. Tendenzialmente le tempistiche della quotazione vanno ad un minimo di 6 mesi ad un massimo di un anno per EN<sup>3</sup> mentre 3-5 mesi per EGM<sup>4</sup>. La fase che occupa più tempo è quella preliminare in cui viene svolta un'indagine approfondita sull'azienda per valutare la fattibilità dell'operazione quindi la convenienza strategica economica e finanziaria (Forestieri, 2020). In questa parte del processo vengono identificate le banche e viene scelto il team di consulenti a cui l'emittente farà riferimento per tutto il periodo. Borsa Italiana ritiene che per avere un processo di preparazione efficace sia necessario soffermarsi su alcuni punti chiave come:

- Definire una strategia per creare valore agli attuali e futuri azionisti
- Fare un'analisi del settore industriale in cui opera la società e il posizionamento competitivo raggiunto
- Analizzare i dati finanziari storici
- Predisporre un piano con i dati prospettici della società
- Definire una struttura del gruppo in modo tale da garantire autonomia gestionale alla società
- Identificare una squadra manageriale con profili dotati di esperienza necessaria per affrontare l'operazione e portare a termine gli obiettivi
- Inserire procedure prassi in modo tale da avere un'atmosfera sana e corretta in termini di gestione aziendale

Ognuno di questi aspetti cambia a seconda del mercato di quotazione. Il termine della fase preliminare si ha con il "kick off meeting" ovvero il momento in cui il management attraverso l'aiuto dei consulenti e la banca di investimento definiscono i metodi, i termini ed i tempi per realizzare l'operazione di quotazione. (Assolombarda, 2010). Questo momento rappresenta il vero e proprio lancio dell'Offerta Pubblica Iniziale. Dopo di che si entra nella fase preparatoria dell'IPO, la fase iniziale dove viene svolta la due diligence di tipo finanziaria, fiscale e legale ed inoltre viene preparato il prospetto informativo. La due diligence rappresenta una tappa fondamentale del processo di valutazione di una società, poiché consente di acquisire una conoscenza approfondita e completa dell'azienda stessa, e di verificare se siano soddisfatti tutti i requisiti necessari per procedere con la quotazione. Inoltre, in questa fase vengono preparati i dati finanziari da inserire all'interno del Prospetto Informativo, un documento redatto dallo studio legale (seguendo schemi della CONSOB), insieme al management della società ed i consulenti legali all'interno del quale si trovano i risultati delle ricerche svolte durante la fase di due diligence.

---

<sup>3</sup> Euronext Milan

<sup>4</sup> Euronext Growth Milan

Il documento contiene informazioni riguardo alla parte economico- finanziaria dell'azienda e alla sua prestazione; vi sono informazioni riguardanti la concorrenza, il management della società e le strategie da perseguire con i corrispettivi obiettivi. Nell'atto risultano esserci anche dati relativi ai clienti, fornitori, dipendenti ed i creditori per far vedere agli investitori che l'azienda mantiene rapporti adeguati (Borsa Italiana, 2001)

In seguito, viene convocato il consiglio di amministrazione per prendere scelte riguardo alle tematiche relative alla quotazione come, l'approvazione del progetto di quotazione, del bilancio, il conferimento dell'incarico alla società di revisione e via dicendo. Il tutto termina con il "filling" ovvero la presentazione della domanda di quotazione presso Borsa Italiana e l'autorità di controllo (CONSOB). Borsa Italiana ha un periodo per analizzare i vari documenti e valutarli per poi deliberare l'ammissione e una volta avvenuto ciò la CONSOB dovrà dare il nulla osta completando così l'istruttoria.

A questo punto mentre CONSOB e Borsa Italiana procedono con le varie valutazioni, la società inizia a preparare quello che viene chiamato equity story che permette di fare delle considerazioni per attrarre ad investire nelle azioni della società. L'obiettivo è quello di comunicare "l'investment case" del titolo e creare momentum durante la fase di pre-marketing (Borsa Italiana, 2001). Con questa presentazione inizia il processo di valutazione e quindi pricing. Tutte queste informazioni saranno disponibili al mercato e agli investitori. In questa fase si lavora su due fronti: da una parte sulla promozione dell'offerta e valutazione del sentimento di mercato e dall'altro per rendere più forte la valutazione della società diminuendo il più possibile il gap tra prezzo massimo e minimo.

La conclusione di questo periodo intermedio si ha con il completamento dell'istruttoria da parte di Borsa Italiana a Consob. Questo momento segna in modo ufficiale l'ammissione al mercato e l'autorizzazione a pubblicare il prospetto informativo. In riferimento alla fase di promozione, inizia ufficialmente la fase di pre-marketing, in cui si raccolgono le manifestazioni di interesse da parte di investitori istituzionali e retail. Durante questo periodo, gli investitori possono esprimere i loro dubbi e incertezze riguardo all'investimento e richiedere chiarimenti per comprendere meglio l'azienda. Le banche, d'altra parte, cercano di identificare i candidati più adatti, ad investire, per colloqui personali "one to one". Per aumentare l'interesse e l'attrattiva dell'offerta, si organizza il roadshow. Una parte del management presenta i dati più importanti dell'azienda a importanti centri finanziari, al fine di presentare l'azienda ai potenziali futuri investitori. Questa serie di incontri, anche personalizzati, esprime l'intento dell'azienda di mantenere un contatto stretto con la comunità finanziaria, ottenendo un beneficio positivo in termini di prezzo dell'offerta e raccolta di capitale. Durante il roadshow, gli investitori istituzionali comunicano al book runner la loro richiesta di acquistare titoli specifici, definendo la quantità di titoli desiderata e il prezzo che sono disposti a offrire. In base alla somma di tutte le richieste ricevute, il prezzo e la quantità di titoli offerti vengono determinati tramite il meccanismo di bookbuilding. Questo processo consente di individuare il prezzo massimo al quale i titoli possono essere venduti e collocati agli investitori istituzionali. Una volta analizzato il libro degli ordini viene fissato il prezzo di collocamento. In generale si può sintetizzare due momenti importanti per definire il prezzo:

- L'assemblea stabilisce intervallo di prezzo iniziale per l'aumento di capitale, che è sufficientemente ampio per tenere conto di eventuali variazioni nelle condizioni di mercato. Tuttavia, il Consiglio di Amministrazione può ridurre questo intervallo di prezzo quando si avvicina il momento del lancio dell'operazione.
- Il prezzo di lancio dell'offerta pubblica di vendita (OPV: azioni già esistenti messe in vendita dagli azionisti) viene determinato in base ai risultati del bookbuilding. Questo prezzo può essere fisso se si tratta di un'offerta pubblica a prezzo fisso, oppure viene stabilito un prezzo massimo nel caso di un'offerta pubblica a prezzo aperto.

Al termine di questo periodo di adesione all'Offerta viene fissato il prezzo definitivo e si avvia la negoziazione dei titoli sulla Borsa. Il giorno in cui un titolo inizia ad essere negoziato sui mercati finanziari è di grande importanza, poiché il prezzo a cui viene scambiato fornisce un segnale significativo dell'interesse degli investitori nei confronti dell'azienda emittente.

Nonostante l'arrivo sul mercato da parte dell'impresa l'operazione non è conclusa del tutto, manca la fase di aftermarket. Quest'ultima dura 30 giorni, quelli successivi alla quotazione. In questo arco temporale l'emittente ed i vari advisor cercano il più possibile di stabilizzare il prezzo delle azioni. La stabilizzazione avviene in due modi: greenshoe e lock up. Il primo caso si tratta di "un'opzione che permette all'atto del collocamento dei titoli di una società, finalizzato all'ingresso in Borsa, la facoltà per l'emittente di aumentare la dimensione dell'offerta in modo da rispondere in modo adeguato alla domanda di titoli da parte degli investitori" (Borsa Italiana). Il lock up invece è più semplice, si tratta di un accordo che viene fatto in precedenza tra i vecchi azionisti (coloro che detengono le quote maggiori) a cui non è permesso vendere i loro titoli sul mercato per un determinato periodo (6-12 mesi). Borsa Italiana lo definisce come "clausola che sancisce l'impegno della società emittente ed eventualmente di alcuni azionisti a non compiere determinate azioni sul capitale della società stessa nel periodo successivo ad un'operazione di offerta pubblica." È considerata come garanzia richiesta dal mercato affinché i sottoscrittori siano tutelati poiché, tale clausola, impedisce che vengano immessi ulteriori titoli sul mercato che potrebbero portare ad un eccesso di offerta e per questo ad avere conseguenze negative sull'andamento del titolo (Borsa Italiana ).

Le principali differenze tra il sistema Americano ed Italiano sono legate al contesto legale e di regolamentazione. Come si può notare le istituzioni che si occupano del processo sono differenti e operano secondo un ordine legislativo diverso. Inoltre, è possibile notare che in America, a differenza dell'Italia sia previsto il "periodo di silenzio" che non permette ad analisti, legati ai vari sottoscrittori di divulgare raccomandazioni o valutazioni per un periodo che va dai 25 ai 40 giorni dopo la quotazione. In Italia, come nella maggior parte dell'Europa questo non è previsto.

## *1.5 Il processo di pricing*

In generale, si può affermare che gran parte del processo dell'IPO sia incentrato sulla determinazione del prezzo d'offerta; già dalla fase preparatoria/preliminare si inizia a parlarne e con il proseguire dell'operazione si arricchisce la produzione di informazioni, la reputazione delle banche e lo sviluppo della domanda. Ciò riduce l'incertezza nell'operazione, contribuendo a diminuire la differenza tra il prezzo massimo e il prezzo minimo, fino a raggiungere il prezzo finale ottenuto tramite l'analisi del bookbuilding. (Forestieri, 2020) Borsa italiana definisce il bookbuilding come “il processo di redazione della scheda di domanda degli investitori istituzionali che hanno presentato un ordine relativamente ad un'operazione di offerta di titoli e che porta alla fissazione del prezzo dei titoli” (Borsa Italiana). Tutta questa fase è nelle mani del global coordinator ed è una modalità usata da quasi tutti i mercati, l'altra opzione per definire il prezzo è quella dell'asta. Come dice la parola stessa esiste un libro all'interno del quale si trovano gli ordini degli investitori istituzionali che vengono raggruppati secondo quantità e prezzo. Vengono espressi in valore monetario oppure in numero di azioni; ad ognuno poi viene indicato anche il limite di prezzo dato da chi ha fatto l'ordine.

Viene così costruita una funzione di domanda che lega livelli di prezzo e quantità richiesta; utile per definire il prezzo massimo con il quale l'offerta pubblica verrà avviata nel mercato retail ed in seguito per definire il prezzo finale dell'offerta (Forestieri, 2020). All'interno del libro si possono trovare diversi tipi di ordini che si basano su il range di prezzo dato dal global coordinator (prezzo max e min), secondo Forestieri esistono:

1. Strike bid: un tipo di ordine per il quale gli investitori sono pronti a pagare qualsiasi prezzo per un tot di azioni basta che sia contenuto all'interno del range predisposto dal global coordinator
2. Limit bid: l'ordine è caratterizzato da un tetto massimo sia in termini di prezzo che di azioni
3. Step bid: per diverse fasce di prezzo viene definita una certa quantità dall'investitore

La tipologia di ordine permette di ottenere informazioni per poter costruire al meglio la curva di domanda, l'ordine strike bid è quello che da meno informazioni riguardo il prezzo mentre lo step bid è quello che paragonato agli altri ha un contenuto informativo più ampio. Una volta analizzato le varie tipologie di ordine e definita la domanda è possibile andare a definire un prezzo. Ed è proprio a questo punto si presenta uno degli argomenti più discussi della letteratura dedicata all'IPO, l'Underpricing.

### *1.5.1 Underpricing*

L'Underpricing si verifica quando i sottoscrittori il primo giorno di negoziazione fissano un prezzo di emissione in modo tale da avere, a fine giornata, risultati di contrattazione positivi. (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venzani,

2018). Nello specifico viene definito come quel fenomeno che si verifica quando il prezzo di collocamento al momento della quotazione è inferiore al prezzo di mercato.

Per capire le motivazioni che stanno dietro alla scelta di presentarsi con un prezzo inferiore a quello previsto dal mercato esiste un'ampia letteratura sia empirica che teorica a riguardo. Sono stati usati diversi metodi per analizzare il fenomeno che viene visto come uno strumento per incentivare gli investitori a aderire all'offerta e per generare un eccesso della domanda dei titoli (Ferraro, 2021). Secondo Ljungqvist le teorie sull'underpricing possono essere raggruppate in 4 categorie: asimmetria informativa, contesto istituzionale e regolamentare, considerazioni sull'assetto proprietario e controllo e sul comportamento irrazionale degli investitori.

### *1. Asimmetria Informativa*

Le prime ricerche, portate avanti rispettivamente da Lougue (1973) e Ibboston (1975), identificano che molte compagnie al momento della quotazione hanno il prezzo delle azioni molto più basso rispetto a quello di mercato e che durante il primo giorno fluttua notevolmente (Ljungqvist Alexander, 2004). Ibboston e Jaff (1975) arrivano a dire che sia soltanto un fenomeno legato ad un periodo particolare mentre Ritter (1984) sostiene che sia legato a determinati settori dell'industria. (Gerald & Allen, 1989)

Con Rock viene introdotta la teoria dell'asimmetria informativa. Le componenti fondamentali dell'operazione sono la società emittente, i sottoscrittori e gli investitori che andranno a comprare le azioni. Il modello di asimmetria informativa prevede che tra le parti citate in precedenza ce ne siano alcune che hanno più informazioni di altre. Il modello di Rock (1986) prende ispirazione da quello di Akerlof (1970) sul mercato dei limoni. Ritiene che ci siano due tipi di investitori informati e no; quelli informati investono nelle IPO che hanno un prezzo attraente mentre quelli non informati investono indistintamente. Questo fa sì che ci sia un problema di adverse selection (Ljungqvist Alexander, 2004). "In questo caso se il prezzo di offerta è inferiore al valore atteso delle azioni, gli investitori meno informati saranno sistematicamente razionati, mentre nel caso in cui il prezzo d'offerta è superiore al valore atteso gli investitori meno informati otterranno tutte le azioni richieste" (Ferraro, 2021).

Questo fa sì che ci sia la cosiddetta "maledizione del vincitore"; gli investitori non informati nel caso di offerte non attraenti riescono ad ottenere tutte le azioni che vogliono, mentre nel caso in cui ci sia un'offerta attraente la loro domanda verrà soltanto in parte soddisfatta per colpa degli investitori informati. Il fatto è che coloro che hanno questo "svantaggio" ne tengono di conto e per questo sono meno propensi ad investire ed inducono così l'emittente a trovare forme per incentivarli ad investire. Quest'ultimo deve così fissare un prezzo di collocamento molto più basso rispetto a quello atteso di mercato in modo tale da creare underpricing (Ferraro, 2021). In sostanza, secondo questa opinione, sarebbe vantaggioso che tutte le offerte pubbliche iniziali (IPO) siano sotto prezzate, poiché ciò incentiverebbe gli investitori non informati a partecipare e a investire il loro capitale. Tuttavia, dal punto di vista dell'azienda che si sta quotando in borsa, l'underpricing costituisce comunque una spesa ingente, in

quanto significa perdere una parte dei profitti che sarebbero stati ottenuti se il prezzo di offerta fosse stato più alto (Ljungqvist Alexander, 2004).

Subito dopo il modello presentato da Rock, Ritter e Beatty (1986) nel paper “Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings” cercano di dimostrare che maggiore sarà l’incertezza sul valore dell’impresa maggiore sarà l’underpricing. Secondo loro se l’incertezza riguardo al valore dell’azienda aumenta, allora si intensifica la maledizione del vincitore poiché ci saranno molti investitori incentivati a ottenere informazioni prima di aderire all’offerta. Questo implica maggior adverse selection che porta ad avere maggiore underpricing. (Ferraro, 2021)

Le persone disinformate pronte ad investire cercheranno di ottenere un maggiore vantaggio economico chiedendo che una quantità maggiore di denaro venga trattenuta, il che comporterà un’offerta pubblica iniziale con un prezzo inferiore al valore reale (Randolph & Jay, 1985). Beatty e Ritter aderiscono alla teoria di Ibboston e Jaffe (1975) sul fatto che l’underpricing sia solo un fenomeno legato ad un periodo specifico e a industrie specifiche. A dar adito a questa teoria troviamo Allen e Faulhaber. Loro assumono che le migliori informazioni riguardo al futuro dell’azienda siano nelle mani dell’azienda stessa. Che cerca di segnalare la loro qualità superiore proprio attraverso l’underpricing. Infatti, per un investitore esterno vedere un prezzo inferiore a quello di mercato può essere un segnale di qualità dell’impresa perché le imprese caratterizzate da un livello alto di qualità sono le uniche in grado successivamente di recuperare il “costo” dell’underpricing. In questo caso le imprese non venderanno tutte le azioni in fase di IPO ma soltanto una parte.

I due studiosi sostengono infatti che ci siano degli shocks esogeni sui livelli dei profitti in specifici settori dell’industria che portano le imprese di alta qualità a quotarsi a prezzi inferiori al loro valore reale attraverso l’underpricing. In questo modo, le aziende segnalano la loro eccellenza. (Ferraro, 2021). Esistono dei modi per diminuire l’asimmetria informativa in modo tale da ridurre i costi per l’emittente. Una soluzione è quella di assumere un prestigioso sponsor (Booth and Smith, (1986), Carter and Manaster (1990), Michaely and Shaw (1994). (Ljungqvist Alexander, 2004)) o consulente finanziario (Titman & Subrahmanyam, 1999). Se un’azienda sceglie intermediari di prestigio per emettere le sue azioni, ciò garantisce che l’emissione sia di alta qualità. Inoltre, la scelta degli intermediari può ridurre gli incentivi degli investitori ad acquisire informazioni da fonti diverse, il che a sua volta aiuta ad attenuare il fenomeno della maledizione del vincitore. Questa possibile soluzione purtroppo fa solo riferimento al periodo studiato. Infatti, nelle ricerche successive svolte da Beatty e Welch (1996) si nota invece che gli sponsor più prestigiosi sono quelli a cui è associata un elevato underpricing. Non si conoscono completamente le ragioni del cambiamento, tuttavia, secondo Loughrhan e Ritter (2003), le banche hanno adottato una strategia di sotto prezzatura delle IPO per ottenere un guadagno maggiore per sé stesse o per i propri clienti investitori (Ljungqvist Alexander, 2004).

Queste sono alcune delle teorie che fanno ricadere l’underpricing nelle mani dell’asimmetria informativa. Tuttavia, non è possibile ritenere che questi modelli siano esaustivi per questo fenomeno. Accanto a queste teorie,

come detto in precedenza si sono affiancate quelle basate sul contesto istituzionale e regolamentare, basate sull'assetto proprietario e il controllo e sul comportamento irrazionale degli investitori. (Ferraro, 2021)

## *2. Teorie sul Contesto Istituzionale*

Ljungqvist analizza il problema che si presenta tipicamente nel contesto americano, ovvero molto spesso le aziende insieme ai vari sottoscrittori decidono di usare l'underpricing come protezione da eventuali denunce. Secondo Tinic (1988), Hughes and Thakor (1992), and Hensler (1995) l'underpricing può essere considerato come una specie di assicurazione per proteggersi da eventuali controversie che possono nascere sui titoli. In America infatti è possibile, in caso di informazioni omesse o presentate in modo non consono, nel Prospetto informativo o nell'atto di registrazione, agire per vie legali. Gli investitori possono far causa se hanno subito delle perdite di denaro dovute ad una mancanza di informazioni. Le cause legali poi sono molto dispendiose in termini di soldi e tempo e vanno anche a minare, da una parte la reputazione delle banche di investimenti e dall'altra gli emittenti potrebbero dover pagare cifre più elevate nelle future emissioni di capitale. Da altri studi di Hughes e Takor, ripresi da Ljungqvist, viene detto che la probabilità di avere problemi da natura legale aumenti in caso di overpricing. Più il prezzo di emissione è eccessivo e più sarà alta la probabilità di una futura azione legale. Quindi, l'underpricing riduce le probabilità di eventuali cause e anche le probabilità di avere una sentenza sfavorevole nel caso di denuncia. Questo tipo di problema è tipicamente concentrato sul contesto americano. In molti paesi del mondo, come ad esempio l'Italia, non è possibile perseguire legalmente per i motivi citati in precedenza.

## *3. Teorie sull'Assetto Proprietario e il Controllo*

Nel caso di aziende private vediamo molto spesso che non esiste una separazione tra chi possiede l'azienda e chi la controlla. Con l'IPO invece avviene che le persone che hanno il possesso non sono più quelle che allo stesso tempo controllano. Gli shareholders possiedono l'azienda e il management la controlla. Nel paper Ljungqvist vi sono esposte due teorie opposte su come l'underpricing possa influenzare i costi d'agenzia (Jordan, 2017):

1. Con l'underpricing, secondo Brennan e Franks (1997) il management cerca di allocare in modo strategico le azioni in modo tale da non perdere il controllo. Non vogliono assegnare grandi quote agli shareholders, cercano di minimizzare il monitoraggio. (Shleifer e Vishny (1986)).

Inoltre, una maggiore dispersione delle quote fa sì che non ci sia la minaccia di essere estromessi in caso di una operazione ostile. (Grossman e Hart (1980)). In questo caso l'underpricing è funzionale dal momento in cui si ha un eccesso di domanda perché così gli investitori avranno quote minori dell'azienda.

2. Opposto al pensiero di Brennan e Franks troviamo quello di Stoughton e Zechner (1998). Secondo loro, infatti, allocare un ampio ammontare di stock agli investitori porta ad un aumento di valore. Il fatto di avere grandi



investitori istituzionali permette di monitorare l'emittente e di ridurre i costi d'agenzia. Se le azioni vengono date a tanti piccoli investitori è più difficile controllare l'attività della società emittente e quindi avere più costi d'agenzia.

#### *4. Teorie basate sul comportamento degli Investitori*

La finanza comportamentale fa ricadere il fenomeno dell'underpricing su diverse teorie. Per esempio, la ragione più ovvia per cui i sottoscrittori decidono di sotto prezzare le nuove azioni è quella di facilitare il più possibile la commercializzazione. Se un'offerta ha un prezzo più basso, è meno probabile che ci sia una sottoscrizione insufficiente, ovvero una perdita significativa di capitale nel caso in cui l'offerta non venga negoziata. Questo aspetto è legato all'avversione alle perdite che può influenzare la determinazione del prezzo. Diversi studi hanno dimostrato che le banche di investimento sono avverse al rischio per questo c'è un grosso incentivo a sotto prezzare. (Adams, Thorton, & Hall, 2008)

Teorie più solide ritengono che la presenza di investitori "irrazionali" influenzi l'andamento dei prezzi delle azioni. Basandosi sulle percezioni, positive o negative che siano ,degli investitori le aziende cercano di "reagire" di conseguenza .Per esempio ,assumendo che gli investitori abbiano un'impressione positiva di una determinata azienda, quest'ultima non potrà riempire il mercato di azioni perché porterebbe il prezzo ad abbassarsi .Potrebbe semplicemente trattenere una certa quantità di azioni; questo purtroppo però non è previsto dalla legge (USA la discriminazione sul prezzo e la detenzione di scorte) quindi le società emittenti fanno affidamento ai grandi investitori istituzionali affinché non vendano e trattengano le azioni per un determinato periodo per poi rivenderle agli investitori "di sentimento". Gli investitori istituzionali richiedono che il titolo sia sotto prezzato proprio per il rischio di trattenere le azioni. (Ljungqvist Alexander, 2004)

Il fenomeno dell'underpricing è stato oggetto di molte ricerche fino ad oggi, e in generale si è giunti alla conclusione che ci sono vari fattori che possono influenzare la dinamica dei prezzi. Principalmente, la regolamentazione dei diversi paesi e le diverse forze del mercato che interagiscono contemporaneamente hanno un impatto significativo.

## **CAPITOLO 2 L'ANDAMENTO DELLE IPO NEI 5 MAGGIORI MERCATI FINANZIARI: ITALIA, INGHILTERRA, FRANCIA, GERMANIA, USA**

### ***2.1 Andamento delle IPO nel tempo: dalla bolla dot.com al post covid***

Il mercato delle IPO è soggetto a fluttuazioni estreme, in cui periodi di grande entusiasmo si alternano a periodi di forte debolezza. Infatti, sembra che ci siano periodi più favorevoli alle emissioni, con condizioni di mercato più adatte per l'IPO altri periodi meno consigliati. La letteratura, in particolare Ibbotson e Ritter nel 1975, ha infatti identificato l'esistenza di periodi "hot" e "cold" (Henry & Gregoriou, 2013). I periodi "hot" dell'attività di emissione di titoli sono contraddistinti da un'abbondanza di offerte, alti livelli di underpricing, un frequente superamento delle richieste di sottoscrizione e sono generalmente associati a specifici settori industriali; gli investitori sono più propensi ad acquistare titoli delle IPO perché spinti dall'irrazionalità ed euforia caratteristici del momento. Al contrario, i periodi "cold" si caratterizzano per un basso numero di emissioni, un ridotto underpricing e meno casi di sottoscrizione. Ci sono diverse teorie legate alla definizione dei periodi "hot" e al tipo di industrie che si sono quotate durante questi peculiari momenti. Alcuni modelli come quello di Allen e Faulhaber (1989), Grinblatt e Hwang (1989), e Welch (1989) definiscono periodi hot come periodi caratterizzati principalmente da un elevato numero di aziende di alta qualità che decidono di passare da private a pubbliche. Altri invece in completo contrasto con i modelli precedenti, come ad esempio quelli di Loughran e Ritter (1995), ritengono che invece i momenti "hot" siano quelli in cui si quotano aziende di bassa qualità perché nel lungo termine hanno rendimenti azionari inferiori rispetto a quelle aziende che si quotano durante i periodi cold. Infine, ci sono alcuni studi, come quelli di Stoughton, Wong, e Zechner (2001), Benveniste, Busaba, e Wilhelm (2002), and Mak-Simovic e Pichler (2001) che definiscono gli hot markets come quei periodi in cui si quotano principalmente aziende di piccola dimensione appartenente ad un settore emergente spesso rischioso. Questi nuovi business sono caratterizzati da un enorme potenziale di crescita anche se spesso potrebbero nel tempo non rivelarsi altamente redditizi. (Helwege & Liang, 2004)

Un esempio di un periodo fiorente e frenetico per il mercato delle IPO è rappresentato dalla bolla "Dot.com", a cui spesso si fa riferimento. La bolla "Dot.com" è considerata un esempio significativo di un momento di grande attività nel mercato delle offerte pubbliche iniziali.

Il tutto ebbe inizio con la quotazione di Netscape nel 1994 che diede vita alla New economy, si differenziava dalla Old perché non si basava sul settore manifatturiero ma bensì su quello tecnologico. Da quel momento, infatti, la maggior parte delle imprese apparteneva al settore di internet o più in generale a quello informatico. La sensazione di euforia era associata al progresso e alla crescita di un settore all'avanguardia, e al fatto che Internet aveva reso possibile guadagnare denaro non solo per gli accademici e i professionisti, ma per chiunque. Iniziare una startup digitale era diventato di moda, e così molte aziende iniziarono a sorgere, caratterizzate dal suffisso ".com", che

ha dato in seguito il nome all'intero periodo. Durante il periodo che va dal 1995 alla fine del millennio, molte aziende decisero di quotarsi in borsa, proprio perché spinte dall'entusiasmo generale, e ottennero un aumento di valore del 1000%. Tutto questo grazie anche all'andamento dei tassi di interesse del momento molto bassi e quindi favorevoli per la crescita economica.

Il frenetico periodo giunse alla fine il 10 marzo del 2000 quando la bolla scoppiò, ma il suo declino non si fermò completamente fino al 9 ottobre 2002. La bolla che era stata responsabile del periodo frenetico non raggiunse il suo punto più basso fino a due anni e mezzo dopo la sua rottura iniziale.

Il fenomeno dell'esplosione di una bolla avviene solitamente quando il mercato raggiunge una saturazione, ovvero quando gli investitori non sono più interessati ad acquistare ad un prezzo troppo elevato, e quando gli investitori vogliono vendere i loro investimenti per incassare il profitto.

Proprio a partire da questo disinvestire iniziarono a calare le quotazioni e piano piano iniziarono a svalutarsi i titoli in borsa. (Consob)

Un aspetto tipico delle bolle è quello dei comportamenti imitativi anche chiamati in inglese “herding behaviour” tipico degli investitori che sono indirizzati a seguire prassi maggiormente comuni o comunque molto utilizzate da altri investitori. Questo avviene sia in fase di crescita sia nella fase più critica di scoppio della bolla. Gli operatori seguono scie legate rispettivamente all'euforia e alla paura del momento piuttosto che a valutazioni oggettive su prospettive di futuri rendimenti.

Una volta scoppiata la bolla le ripercussioni si abatterono soprattutto sui piccoli investitori che non preparati ed inesperti subirono grandi perdite finanziarie. Nel 2001 molte aziende furono oggetto di acquisizioni e fusioni, tante uscirono dal mercato e solo poche riuscirono sopravvivere (Amazon, eBay, Apple).

Dallo scoppio della bolla il mercato delle IPO non è più tornato ad essere lo stesso, i numeri di quotazioni tipiche di quel periodo non sono stati più raggiunti fino a tempi recenti, dopo la crisi del covid. Sono stati due decenni caratterizzati da molte avversità per il mercato delle IPO dovuti anche ad una serie di riforme che hanno portato soprattutto il mercato americano a restringersi notevolmente. Un evento che durante questi anni ha portato ad un periodo “cold” è stata la crisi del 2008-2009, il tracollo dei mercati azionari ha causato ad un declino importante nel mercato delle IPO. (Henry & Gregoriou, 2013)

Dopo di che con il Covid-19 siamo tornati ad avere il fenomeno tipico del mercato delle IPO, il “hot issue markets” con un aumento elevato dell'underpricing dovuto al periodo caratterizzato da forte incertezza.

La pandemia che ha avuto origine nel mese di marzo del 2020 ha avuto conseguenze disastrose sull'economia globale. A causa delle misure di lockdown e distanziamento sociale, molte attività commerciali sono state costrette a chiudere, il che ha portato a una significativa riduzione del PIL e una forte contrazione dell'occupazione. Inoltre, i mercati azionari di tutto il mondo hanno subito una forte diminuzione dei prezzi, con una conseguente perdita di valore per gli investitori. Gli indici di mercato sono crollati e i mercati finanziari sono stati caratterizzati da altissima volatilità, creando incertezza e preoccupazione per i risparmiatori e gli investitori. In sintesi, la pandemia

ha avuto un impatto negativo su tutti gli aspetti dell'economia globale e sui mercati finanziari (Rongbing, Jay R.Ritter, & Zhang, 2023)

Nonostante l'economia sia stata colpita duramente il mercato delle IPO ha sperimentato una notevole crescita. Infatti, il Global IPO Watch di PWC riporta che nel 2020 e nel 2021 le attività di IPO sono aumentate del 36,9% e dell'89,4% rispettivamente; tutte caratterizzate da un elevato underpricing che non si vedeva da diversi anni indicatore, come detto in precedenza, di un "hot market". (I\_lbasimis, 2023). Questo periodo viene anche chiamato "IPO frenzy" ovvero frenesia IPO ,molto simile a quello della bolla del dot.com , caratterizzato da alti livelli di incertezza informativa molto più alta rispetto ai periodi precedenti al covid.

L'incertezza viene attribuita soprattutto alle IPO legate al settore dell'alta tecnologia e del settore della sanità. Durante questo periodo, abbiamo assistito ad un notevole incremento nel volume delle IPO, comunemente noto come "window opportunity". Tuttavia, nonostante la frenesia del momento, non si può affermare con certezza che questo sia stato un periodo favorevole per il mercato delle IPO. Infatti, la quantità di IPO non è sempre sinonimo di qualità, e in momenti di alta incertezza e volatilità, le quotazioni delle azioni emesse possono risultare instabili nel lungo periodo, portando a manovre drastiche come il delisting. Perciò l'euforia momentanea generata dall'incremento delle IPO non garantisce necessariamente il successo delle stesse nel lungo termine, e ciò potrebbe comportare rischi significativi per gli investitori. È importante quindi prestare attenzione alla qualità delle IPO emesse e considerare attentamente i rischi associati ad esse prima di prendere qualsiasi decisione di investimento.

## ***2.2 Andamento delle IPO nel mercato finanziario americano dal 2000 ad oggi***

Uno dei punti di forza dell'economia americana è il mercato dei capitali attraverso il quale sono sempre cresciute rapidamente molte aziende. Alla base della ricchezza americana infatti troviamo proprio questo sistema che va ad aiutare tutti quegli imprenditori che non hanno capitale ma idee, invenzioni e nuove tecnologie che possono cambiare il mondo e con il mercato azionario riescono ad ottenere i fondi necessari per portare avanti i loro progetti. A differenza dell'Europa, infatti, in America le aziende fanno tanto perno su questo tipo di finanziamento piuttosto che sull'aiuto da parte delle banche che è molto più tipico vedere nei paesi europei.

Questo sistema permette alle aziende più piccole e giovani di investire e portare innovazione con prodotti e servizi all'avanguardia che fanno concorrenza a quelle grandi industrie già insediate nel campo.

Il mercato pubblico inoltre permette ai normali investitori di avere rendimenti maggiori rispetto, ad esempio, a lasciare il denaro in un conto bancario, liberarsi facilmente dell'investimento e molto importante permette di diversificare il rischio in modo tale che se uno degli investimenti non va a buon fine è possibile ripiegarsi su altri, questa caratteristica è tipica del mercato pubblico e totalmente assente in quello privato.

Pur non mettendo in dubbio i diversi vantaggi che la quotazione in borsa comporta per le imprese, negli Stati Uniti questa pratica ha subito un notevole declino a partire dai primi anni del 2000. Si è assistito, infatti, a una riduzione delle aziende che scelgono di raccogliere fondi attraverso il mercato azionario pubblico. La situazione ha generato molta preoccupazione tra diverse figure, inclusi funzionari della SEC, investitori, dirigenti di aziende private, la stampa, i funzionari della borsa e imprenditori di venture capital che dipendono strettamente dal mercato delle IPO. Durante il 2021, le preoccupazioni si sono ridotte poiché le IPO hanno registrato un buon andamento, ma con l'avvento del 2022, un anno poco proficuo, ci si è nuovamente soffermati a riflettere sulle cause di tale fenomeno.

La maggior parte delle diverse figure citate in precedenza ha dato la colpa ad alcune riforme e atti che hanno reso troppo costoso il processo di quotazione. Ad esempio, il Sarbanes -Oxley Act del 2002 in particolare la sezione 404 ha fatto sì che il processo di quotazione fosse ancora più dispendioso del normale, in quanto l'atto impone ulteriori costi di conformità alle aziende pubbliche. Il problema è che a parità di rendimenti questi costi diventano insostenibili per le aziende più piccole ed è per questo che preferiscono rimanere private invece di quotarsi. Mentre da una parte nel mercato pubblico sono state introdotte nuove normative e regolamenti, nel settore privato le aziende godono di maggiore flessibilità. In particolare, negli anni le regole che disciplinano l'accesso al capitale sono state notevolmente semplificate, consentendo alle imprese di attrarre capitale senza dover diventare necessariamente pubbliche.

Oltre a questo, troviamo che non esistono più sottoscrittori in grado di seguire in modo appropriato le piccole aziende lasciandole senza un controllo adeguato una volta quotate e per questo non sono tante le aziende che hanno voglia di quotarsi.

Nel paper di Zhou, Gao e Ritter dopo avere riportato le motivazioni citate precedentemente aggiungono un elemento in più. Secondo loro infatti la mancanza di IPO non è solo dettata da fattori di regolamentazione stringente ma, da come chiamano loro, l' "economies of scope hypothesis" ovvero, secondo loro in generale c'è stata una diminuzione della profittabilità delle piccole aziende sia nel privato che nel pubblico e che queste però possano trovare un vantaggio attraverso delle fusioni o acquisizioni piuttosto che operare come azienda indipendente. Di conseguenza in caso di acquisto da parte di aziende grandi che vogliono realizzare delle economie di scopo, i profitti saranno maggiori per le piccole aziende (Gao, Ritter, & Zhu, 2013). Proprio per questo quindi i numeri delle IPO sono diminuiti.

Una battuta d'arresto importante durante questi anni è stata causata dalla crisi dei mutui subprime del 2008-2009. Il mercato azionario è crollato e con sé ha portato giù il mercato delle IPO in un periodo molto "cold". Basti pensare che nei mesi più critici ovvero, metà agosto 2008 fine marzo 2009 si sono quotate solo due aziende nel mercato statunitense, uno dei periodi più neri della storia delle IPO.

È stata condotta una ricerca legata al periodo di crisi e post crisi. S. Henry e G. Gregoriou (2013) hanno analizzato le differenze del mercato delle IPO post crisi. Hanno visto che una volta passato il periodo critico il volume di

transizioni più o meno è tornato ai livelli pre 2008, le imprese che si sono quotate dopo la crisi avevano volumi di vendite molto più grandi rispetto a quelle quotate in precedenza e infine che le ondate di IPO sono anche legate al settore di appartenenza.

Un tentativo per far tornare a respirare il mercato delle IPO è stato fatto nel 2015 con il Jumpstart Our Business Startup Act che ha permesso alle piccole imprese di avere delle agevolazioni al fine di aumentare la loro quotazione in borsa; ad esempio, l'esenzione da alcuni obblighi contabili e informativi.

Nel corso del 2021 è stata registrata una notevole ripresa, un anno buono per il mercato delle IPO. Tuttavia, questo trend positivo è stato di breve durata, in quanto nel 2022 si è verificata una significativa ricaduta per le quotazioni, con molte società che hanno deciso di rimandare o cancellare del tutto la propria quotazione a causa di alcuni eventi sfavorevoli.

In generale l'andamento delle IPO, esclusi alcuni periodi, negli ultimi due decenni non è stato molto buono, come tendenza generale il numero delle aziende propense alla quotazione è diminuito drasticamente.

Secondo Roe e Yang, la ragione di tale situazione è da attribuire all'economia reale e non tanto alle normative. Secondo la loro opinione, colpevolizzare solo i cambiamenti a livello legale non sarebbe del tutto giusto. Infatti, la diminuzione generale delle IPO non può essere spiegata solo dalla modifica del Sarbanes-Oxley Act o dalla maggiore facilità, grazie ai provvedimenti della Sec, di raccolta di capitali per le industrie private. Inoltre, se così fosse, significherebbe che il mercato pubblico non sarebbe più in grado di fornire il capitale necessario e che il mercato azionario dovrebbe essere in crisi, ma invece non è così. Il valore totale del mercato azionario durante questi anni è salito nonostante il numero di aziende che si sono quotate sia diminuito. Il problema però è che usare il mercato azionario come indicatore per dare un'opinione sull'attività del mercato delle IPO non è corretto. I due ricercatori, infatti, ritengono sia meglio utilizzare altri indicatori come i profitti, le vendite, gli investimenti e il livello di occupazione. Facendo un'analisi accurata hanno notato che il livello dei profitti del mercato delle IPO è aumentato durante queste due decadi e stanno tutt'ora crescendo. Se si prende come riferimento solo questa misura possiamo notare come il mercato pubblico stia diventando economicamente davvero importante al contrario di quanto si possa pensare guardando soltanto ai numeri delle IPO. Quindi se ci fosse stata una regolamentazione troppo stringente il mercato pubblico ne avrebbe risentito ampiamente ma ciò non è avvenuto, ci sono alcune forze che comunque tengono in piedi il settore delle aziende pubbliche. Le spiegazioni per questo comportamento del mercato vanno fatte ricadere, come detto in precedenza, nelle mani dell'economia reale. Ci sono quattro modi attraverso il quale l'economia reale sta influenzando il mercato pubblico, ovvero:

1. I cambiamenti nell'organizzazione industriale hanno influenzato il numero di IPO. Per esempio, il fatto che l'Antitrust si sia indebolito ha fatto sì che le fusioni e le acquisizioni acquistassero più popolarità rispetto a prima
2. Le creazioni di economie di scala ha fatto sì che le aziende siano tutte concentrate sulla loro grandezza quindi le piccole medie imprese invece che quotarsi preferiscono passare a far parte di grandi entità.

3. Un cambiamento tecnologico può portare il mercato delle IPO ad alterarsi a momenti di hot market a momenti cold.

4.L’impatto della competizione internazionale ha portato le piccole aziende a fondersi con altre più grandi piuttosto che stare sul mercato in modo indipendente e non riuscire a sopravvivere a causa delle pressioni competitive

Quindi nel panorama del mercato pubblico, si registra una significativa mutazione rispetto al passato millennio, in quanto le aziende che scelgono di quotarsi in borsa sono diventate sempre più scarse, ma al contempo più redditizie e valutate. A fronte di tale evoluzione, sarebbe opportuno che i politici e i rappresentanti della SEC non si concentrassero esclusivamente sulle questioni di natura legale, ma tenessero in debita considerazione anche l’effettiva situazione economica, al fine di comprendere le ragioni della diminuzione delle quotazioni delle aziende in borsa.

Per vedere quale sia effettivamente stato l’andamento delle IPO durante questi decenni possiamo andare ad analizzare il seguente grafico:

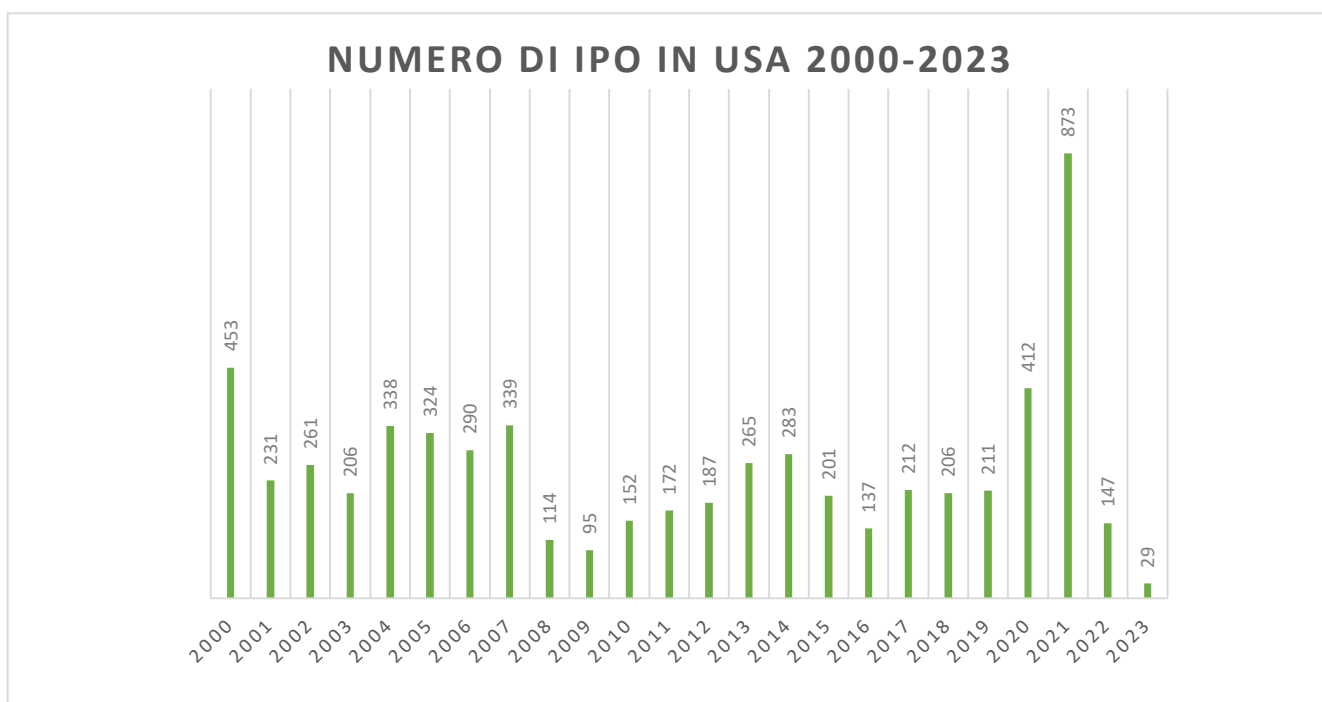
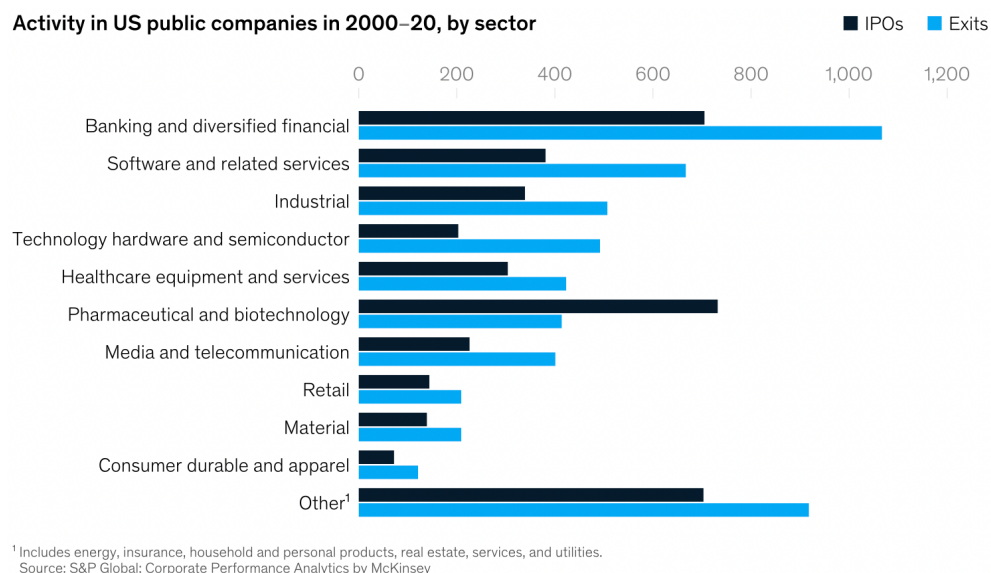


Tabella 1 Number of Deals USA -Fonte: elaborazione dati su indagine “S&PGlobal”

Dalla Piattaforma S&P Global risulta che il numero di IPO dal 2000 a 2023 nel mercato americano sia stato 6138. Possiamo vedere come gli anni più critici siano stati quelli della crisi 2008 -2009 che hanno portato il mercato delle IPO ai minimi storici; mentre l’anno più importante è stato in assoluto il 2021 con 873 quotazioni battendo il record dell’anno precedente, il 2020 con 412. Altro anno molto buono è stato quello di inizio millennio con 453 IPO, conseguenza del periodo dot.com. Importante e degno di nota è poi capire quali siano i settori che

maggiormente hanno approfittato del mercato pubblico e quali invece no, attraverso la seguente tabella possiamo vedere che:



*Tabella 2 Attività nel mercato delle IPO - Fonte: McKinsey&Company*

I numeri più alti sono legati al settore bancario e farmaceutico/biotecnologico. Per quanto riguarda il settore bancario vediamo che nonostante ci sia un elevato livello di IPO si ha un altrettanto livello di uscite, sicuramente la crisi del 2008 ha influenzato molto su tali numeri. Invece, nel caso del settore farmaceutico il numero di IPO è molto alto sicuramente, con la crisi per il covid, molte realtà legate al settore hanno deciso inserirsi sul mercato.

### ***2.3 Andamento delle IPO nel mercato finanziario italiano dal 2000 ad oggi***

Il mercato delle IPO italiano rispetto ad alti paesi come Inghilterra, Francia, Germania e America è sempre stato caratterizzato da performance inferiori, i numeri di aziende quotate sono sempre stati bassi rispetto ai paesi elencati in precedenza.

Le ragioni per cui il nostro mercato sia meno improntato sulla quotazione delle imprese sono diverse. Per capire quanto in Italia non venga data importanza al mercato pubblico basti vedere i dati che mettono a rapporto la capitalizzazione di borsa e il PIL. Secondo Giordano e Modena le ragioni principali che limitano il nostro paese a competere con il resto del mondo sono principalmente legate a due fattori:

- La grande maggioranza delle imprese che abbiamo sul territorio italiano sono di piccole medie dimensioni e sono anche quelle che si quotano di più a differenza di tanti paesi dove la maggior parte delle imprese che si quotano è di grandi dimensioni
- in Italia le imprese fanno affidamento al settore bancario. Le imprese per finanziarsi preferiscono far riferimento alle banche piuttosto che al mercato azionario, hanno una vera e propria dipendenza dal credito bancario.



Soprattutto viene fatto molto uso dei finanziamenti a breve termine che sono prestati per brevi periodi che non permettono alle aziende di investire in dei progetti a lungo termine (OECD, 2018)

-la maggior parte delle imprese che ci sono sul territorio italiano è a conduzione familiare quindi più difficile per questo che quest'ultime si quotino poiché con la quotazione il management di matrice familiare verrebbe "eliminato". (L.Giordano & M.Modena, 2017)

Secondo quanto riportato dal sondaggio di Livolsi & Partners (SkyTG24, 2021) i motivi per cui le piccole aziende sarebbero restie al quotarsi in borsa sarebbero:

- La difficoltà a dialogare con gli investitori esterni e con amministratori indipendenti
- Scarsa attitudine alla trasparenza
- Gestione aziendale familiare
- Costi di quotazione

La raccolta di capitale attraverso l'utilizzo del mercato pubblico non è ben radicata nel sistema italiano rispetto ad altri paesi europei e non.

Nonostante tutto durante i primi anni del 2000 la crescita dei numeri delle IPO italiane è stata molto importante. Il rapporto tra capitale raccolto e PIL durante quegli anni li raggiunse dei livelli simili ad altri paesi europei come l'Inghilterra. L'aumento delle quotazioni in quel periodo era sicuramente dovuto all'influenza del mercato americano e del periodo "dot.com". Il mercato azionario infatti tra il 1998 e il 2000 segna una fase positiva ed è proprio in questo momento che in Italia e in altri mercati europei si inseriscono società innovative di piccole medie dimensioni che hanno permesso alla borsa di Milano di fare un salto dimensionale. (Consob , 2011)

Dopo lo scoppio della bolla avvenuto nel 2001 il mercato italiano ha raggiunto numeri minimi tra il 2003 e 2004 per poi riprendersi nel 2007 con 300 società nel listino anche se purtroppo da quel momento si è osservato un costante declino fino al 2021. Un altro periodo buio, infatti, è rappresentato dalla crisi 2008-2009 che ha avuto ripercussioni fino al 2013. A partire da questo momento in poi, infatti, vi è stata una leggera ripresa grazie all'introduzione di AIM. Il mercato di Investimento Alternativo nasce proprio per spronare quelle piccole medie imprese con un grande potenziale di crescita ad entrare sul mercato. Infatti, i requisiti per la quotazione sono meno stringenti, il processo delle IPO è più semplice e ci sono meno regole di post compliance.

Col fatto che ci sono meno requisiti le aziende che si trovano in questo segmento di mercato sono principalmente di piccola media misura.

Inoltre, la creazione di questo nuovo mercato ha permesso di investire non solo ad investitori istituzionali ma anche gli investitori retail. Dopo questo grande cambiamento anche dal punto di vista regolatorio sono state introdotte delle novità come degli incentivi fiscali affinché le aziende fossero più invogliate a quotarsi sul mercato. Con l'arrivo del Covid è iniziato invece un periodo caratterizzato da grande incertezza dove però il mercato delle IPO ha saputo difendersi e dopo questo anno particolare con il 2021 si è tornati ai massimi splendori dell'anno 2000 con 50 nuove entrate sul mercato pubblico (Intermonte , 2022). Dopo quest'ottima annata purtroppo si è

tornati ad avere numeri bassi a causa di alcuni eventi che hanno portato le imprese a rinviare o cancellare le proprie quotazioni, come la guerra in Ucraina, il rincaro dei prezzi del gas e il conseguente aumento dell'inflazione. Nonostante le avverse circostanze incontrate nel corso del 2022, emerge una prospettiva ottimistica per le IPO nel 2023, con numeri che lasciano intravedere segnali positivi. Sono già 15 le imprese che si sono quotate sul mercato a partire da gennaio 2023 fino ad e sono attese ulteriori nella seconda parte dell'anno. Numeri che sembrerebbero prospettare un risveglio del mercato italiano dopo anni molto difficili.

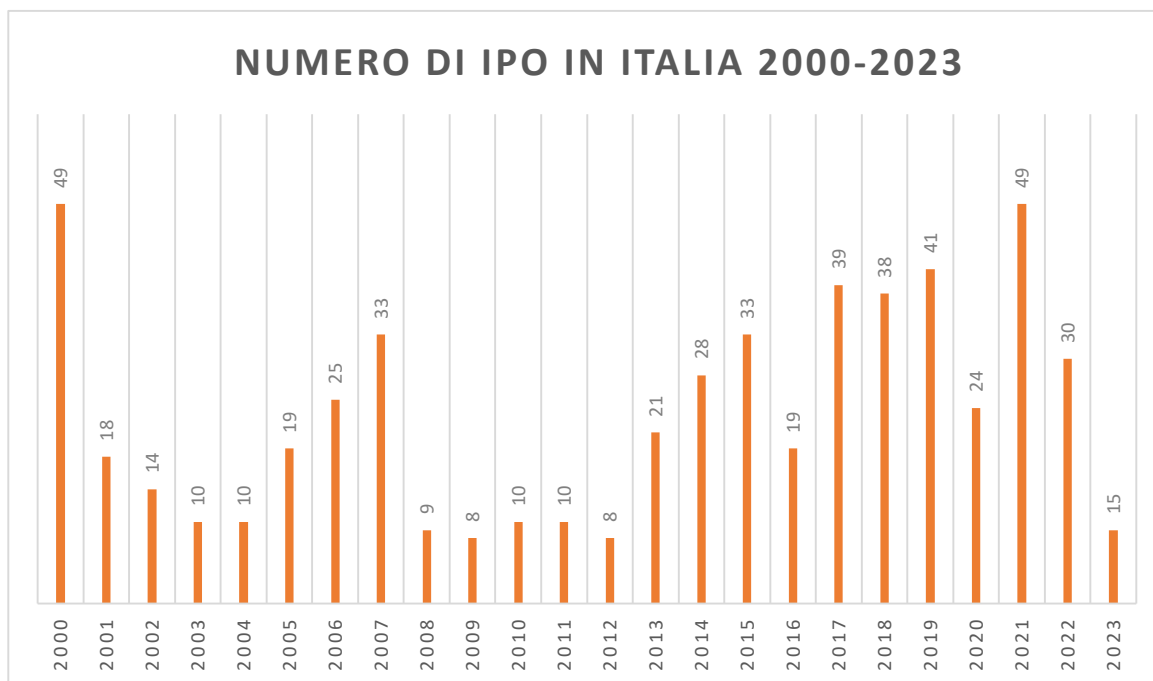


Tabella 3 IPO Italia-Fonte: elaborazione dati su indagine "Borsa Italiana"

I dati presi da Borsa Italiana permettono di costruire un grafico che rispecchia quanto detto in precedenza. Un boom di IPO nel 2000 dettato dal periodo frenetico dell'Internet boom a cui segue un periodo di ribasso portato dallo scoppio della bolla. A seguire poi un biennio molto buono quello tra 2005-2007 interrotto dalla crisi del credito che ha portato ad una fase di negatività per le quotazioni durata fino al 2013 anche a causa della crisi europea dei debiti sovrani. Dopo una serie di manovre per riportare l'economia europea sotto controllo, i mercati tornano a respirare e le IPO insieme a questi. Fino all'arrivo del covid i numeri delle aziende che si quotano in borsa sono prevalentemente positivi, una volta arrivata la pandemia scendono drasticamente per poi riprendersi nel 2021 anno record per le IPO italiane.

## ***2.4 Andamento delle IPO nel mercato finanziario UK dal 2000 ad oggi***

Londra tra tutte le località nel continente europeo è sempre stata considerata una delle location preferite per la quotazione in borsa delle aziende. Nel panorama del continente Europeo negli anni ha battuto molti record in termini di numeri di aziende quotate e di importo raccolto dalle quotazioni.

In Inghilterra le imprese ad oggi si quotano principalmente sul London Stock Exchange che offre diversi segmenti a seconda delle caratteristiche delle imprese. All'interno intanto troviamo due tipi di mercati che a loro volta vengono suddivisi in vari segmenti che sono:

-Main Market: “è uno dei mercati dei capitali più internazionali e diversificati del mondo. Esistono tre diversi segmenti del Main Market: Premium, Standard e High Growth Segment, ognuno dei quali risponde a diverse esigenze di raccolta di capitali”

-L'AIM: “è una piattaforma per le piccole e medie imprese in crescita che hanno bisogno di accedere al capitale per realizzare il loro potenziale di crescita e innovazione. All'AIM possono aderire società in crescita da tutto il mondo e in diverse fasi di sviluppo.” È diventato il mercato più affermato e consolidato a livello globale per le società dinamiche a forte crescita, supportate da una straordinaria comunità di aziende, consulenti e investitori.

Andando ad analizzare il Main Market troviamo (London Stock Exchange):

-High Growth Segment: progettato per le aziende innovative e in forte crescita, consente una maggiore flessibilità. Un segmento dedicato che funge da trampolino di lancio per le imprese in crescita per aumentare la loro visibilità presso la comunità degli analisti e degli investitori, nonché per migliorare il loro profilo aziendale con clienti e fornitori esistenti e potenziali.

-Standard Main Market: segmento dedicato a tutte quelle aziende estere che vorrebbero entrare nel mercato londinese

-Premium Main Market: all'interno di questo segmento si devono rispettare i più alti standard di quotazione per le aziende leader a livello mondiale con il potenziale per entrare a far parte della serie di indici FTSE UK

Ogni segmento ha dei requisiti specifici al quale le aziende devono conformarsi. Nonostante ci siano dei requisiti necessari per l'approvazione questo mercato per le imprese è considerato come un mercato che “offre un ecosistema di supporto ed è meno costoso e litigioso di altri mercati, consentendo ai team di gestione di concentrarsi sulla gestione e sulla crescita dell'azienda”. (London Stock Exchange)

Come tutti i mercati delle IPO anche quello inglese ha affrontato sia periodi di crescita che periodi più bui ci sono state diverse fluttuazioni dal 2000 a oggi dovute a diversi fattori come crisi, cambiamenti a livello regolamentativo, tensioni politiche, Brexit e via dicendo.

Per esempio, ha risentito molto dello scoppio della bolla “dot.com” infatti nell'anno 2002-2003 sono state registrate soltanto poche aziende. Al contrario nel triennio 2004-2007 il numero di aziende che è entrato per la prima volta sul mercato è stato molto alto. Nel 2005 infatti si sono quotate oltre 300 aziende ed è stato battuto il

record per il più alto numero di IPO in un mese (61) e questo anche grazie alla buona riuscita del mercato AIM. (Angelini & Foglia\*, 2018)

Chiaramente con l'arrivo della crisi e il fallimento di banche molto importanti come Lehmann Brother, il mercato delle IPO è entrato in una fase negativa durata all'incirca fino al 2013.

In seguito a far tornare l'incertezza e la volatilità è stata una decisione di tipo politico che ha cambiato gli equilibri a livello europeo e mondiale, la Brexit. Ad oggi viene considerata come la decisione che ha influenzato di più a livello di regolamentazione il mercato delle IPO. Infatti, sono stati apportati diversi cambiamenti a livello giuridico per quanto riguarda il prospetto informativo, regole relative al listing e al market abuse tutti entrati in vigore alla fine del 2020. Il fatto di non essere più legati all'unione europea ha permesso all'Inghilterra di agire sulle tematiche elencate in precedenza con maggiore libertà e flessibilità. (Global Legal Inshight)

La trasformazione radicale ha causato un aumento della instabilità sul mercato, come dimostrato dalla diminuzione delle IPO nel Main Market in seguito alla Brexit. Infatti, a partire dal 2016, anno del Referendum, si è verificato un calo, che è stato poi seguito da una leggera ripresa nei numeri nel 2017 e 2018.

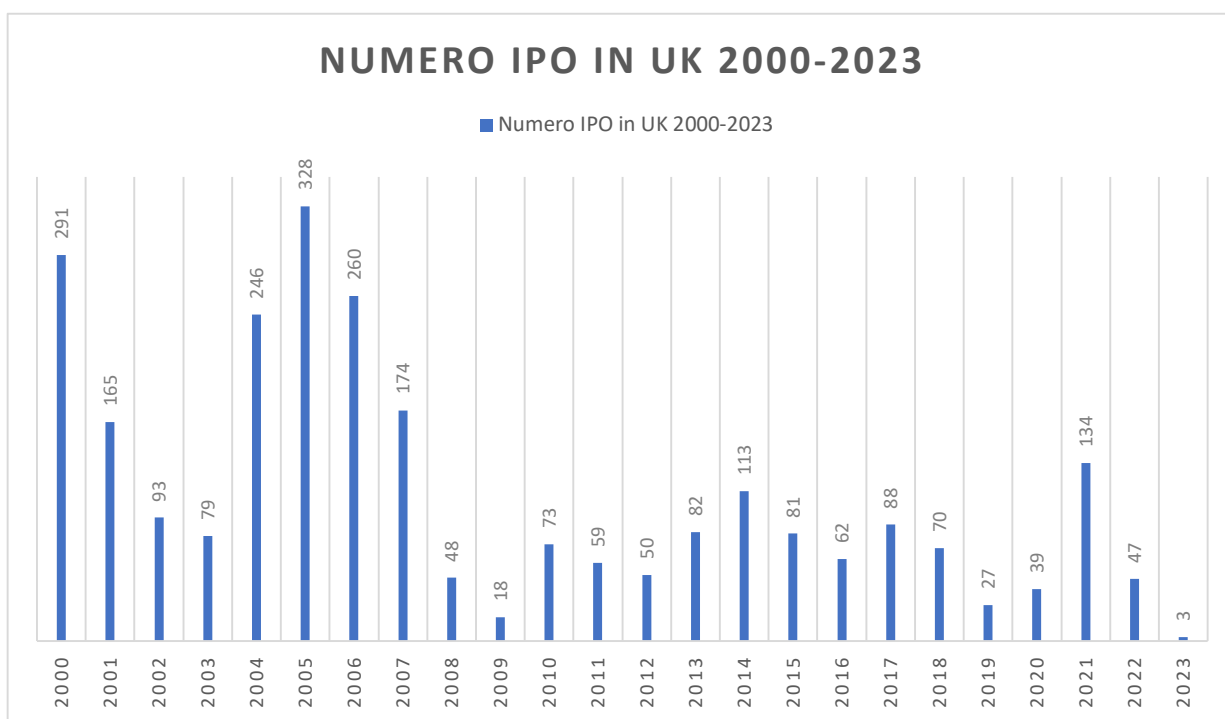
Come tutti i mercati nel 2020 anche quello Inglese ha subito una battuta d'arresto rispetto ai livelli a cui erano abituati ma già a partire dal 2021 i numeri sono cambiati notevolmente, un anno da record. Infatti, la stessa London Stock Exchange ha definito il 2020 come un anno di resilienza e il 2021 come un anno di opportunità. Basti pesare che proprio sul listino londinese sono stata inserite 121 nuove aziende e hanno raccolto circa 16.7 miliardi di sterline l'anno più redditizio dal 2007 e il numero più alto di IPO dal 2014. (London Stock Exchange, 2021)

Nonostante il grande botto del 2021, il 2022 anche per il Regno Unito non è stato un anno da ricordare anzi, da scordare. Il numero delle IPO è diminuito dovuto all'aumento di volatilità e di timori del mercato a causa di nuove tensioni politiche ed economiche come lo scoppio della guerra in Ucraina e l'aumento dell'inflazione e tassi di interesse. Commenta proprio così Scott McCubbin, EY UKI IPO Leader, "Il 2022 è stato un anno molto difficile per il mercato britannico delle IPO, con un contesto macroeconomico e geopolitico sfavorevole che ha portato a una relativa pausa nell'attività delle IPO verso la fine dell'anno." (EY, 2023)

Infatti, vediamo i numeri in grande calo rispetto al 2021 con solo 45 emittenti che si sono quotati nel corso dell'anno.

Per quanto riguarda il 2023 il mercato delle IPO registra al momento un ulteriore calo rispetto al 2022 con solo 5 aziende che si sono quotate nei primi 3 mesi dell'anno e che hanno raccolto 81 milioni di sterline. Un ulteriore calo dovuto sempre alle problematiche legate ad alti livelli di inflazione, alti tassi di interesse e via dicendo.

Il mercato londinese delle IPO si differenzia da molti altri mercati per la sua particolare attenzione alle aziende del settore tecnologico. Questo significa che, rispetto ad altre borse valori, a Londra gli investitori dimostrano un forte interesse per le società che operano in questo campo. Il suo competitor principale è il mercato americano anche se più aggressivo poiché gli investitori sono più propensi al rischio.



*Tabella 4 IPO UK-Fonte: elaborazione su dati indagine “LSE e S&PGlobal”*

Facendo un confronto fra i dati dell’S&P Global e London Stock Exchange nel grafico viene riportato anno per anno il numero delle IPO nel mercato inglese. Vede una grande crescita durante i primi anni del millennio e a partire dalla crisi americana del 2008 un declino fino al 2013. Con la Brexit, infatti, si sono verificati crescenti timori e i mercati hanno risentito di ciò fino al 2021, quando si è verificato un incremento dei numeri grazie alla ripresa post Covid.

### ***2.5 Andamento delle IPO nel mercato finanziario tedesco dal 2000 ad oggi***

In Germania le imprese che hanno intenzione di passare da private a pubbliche hanno la possibilità di farlo attraverso ben otto borse diverse, quella di Francoforte è la più grande ed è gestita da Deutsche Borse AG. Esiste poi una peculiarità del mercato tedesco ovvero, si ha una differenza tra quelli che sono i mercati regolamentati, che sono sotto da regolamentazione Eu, e quelli non regolamentati le cui regole vengono definite dalle rispettive borse.

Il mercato regolamentato si divide in due segmenti principali che sono:

- **Prime Standard:** all’interno di questo segmento vengono inserite le aziende di alto valore. Ha quindi dei requisiti particolari da soddisfare ed è richiesto un alto livello di trasparenza ma in cambio permette di avere una vasta gamma di investitori internazionali. È proprio il consiglio di amministrazione del FSE a

decidere l'ammissione al Prime Standard, il quale permette poi di avere l'accesso a diversi indici come DAX, MDAX, TecDAX e SDAX. (Bloomberg Law, 2019)

- General Standard: permette alle aziende di quotarsi in modo più conveniente in quanto i requisiti necessari sono solo di natura legale. In questo segmento generalmente gli investitori sono nazionali

Il mercato non regolamentato ha seguenti segmenti:

- Scale: i requisiti necessari per entrare sono meno stringenti rispetto al mercato regolamentato ma allo stesso tempo ha ulteriori requisiti per il post-quotazione. Attrae principalmente le piccole medie imprese. (Thomson Reuters Practical Law , 2022)
- REIT: al suo interno si trovano aziende legate al mercato immobiliare. Infatti, l'investimento in questo segmento coincide con una forma indiretta di investimento immobiliare ed è riconosciuto a livello mondiale. La cosa particolare di questo segmento è che è soggetto a dei benefici fiscali a seconda della legislazione fiscale del paese di provenienza della società REIT. Però comunque devono soddisfare dei requisiti governativi. (Börse Frankfurt)

Nonostante il mercato americano sia molto famoso e riconosciuto per i suoi numeri record di IPO, il mercato tedesco non deve essere sottovalutato, non ha mai attratto molta attenzione a sé, ma non deve essere sottostimato per i numeri che ha fatto nel passato e quelli recenti. Basti pensare alla quotazione nel 2022 dell'azienda Porsche. Numeri da record per la borsa tedesca quando il resto delle borse europee stava affondando. La più grande IPO tedesca in 25 anni e la seconda più grande della storia del mercato tedesco dopo quella di Deutsche Telekom nel 1996.

In generale se guardiamo negli anni a partire dal 2000 notiamo come anche nella borsa tedesca, per quanto concerne il mercato delle IPO, ci siano stati degli andamenti un po' altalenanti.

Partendo dai primi anni del nuovo secolo vediamo un'impennata nei numeri, grazie all'Internet Boom. La borsa tedesca diventa la più importante in termini di capitalizzazione di mercato e di emissione in tutta Europa. Dopo lo scoppio della bolla ha però, insieme alla maggior parte delle borse europee e non, risentito il colpo ed è stata necessaria una ristrutturazione del mercato. Infatti, sono stati definiti i mercati General e Prime Standard.

Nonostante lo scoppio della bolla si sia fatto sentire la Germania ha cercato di riprendersi infatti, negli anni 2005 e 2006 è stata la terza borsa più attiva in termini di volumi a livello Europeo.

Con la crisi del credito 2008-2009 la Germania con il suo sistema economico di ferro, aveva il PIL più alto d'Europa ma ha avuto un tremendo impatto sul mercato delle IPO che ha risentito il colpo.

Un altro colpo duro per il mercato delle IPO è stato con la crisi dei debiti sovrani che ha portato grande destabilizzazione e incertezza a livello europeo. Una crisi dei mercati finanziari europei a tutti gli effetti che ha rovinato molte IPO in preparazione come Evonik, il colosso di prodotti chimici che ha dovuto rimandare l'IPO, programmata per il 2011 al 2013. Evonik come tante altre aziende hanno dovuto rimandare la quotazione a tempi migliori per la paura innescata dalle incertezze della crisi del debito. (Financial Times, 2011)

Dopo un periodo turbolento a livello europeo vi è stata una ripresa dei mercati, grazie ai bassi tassi d'interesse e una serie di manovre a livello europeo, il mercato delle IPO è tornato a respirare fino all'arrivo del Covid nel 2020.

Con la pandemia si è tornati ad avere poca spinta da parte delle aziende a quotarsi in borsa, il mercato tedesco durante tutto l'anno ha visto solo nove aziende quotarsi, tante di quelle che avevano programmato la quotazione hanno deciso di posticipare o addirittura cancellare l'IPO anche se comunque con la pandemia erano stati creati dei programmi di sostegno per mantenere la stabilità a livello economico. Le IPO del 2020 sono state posticipate al 2021 infatti è stato un anno molto proficuo per le nuove emissioni, basti pensare che già ad agosto 2021 il numero di quotazioni era già arrivato a 16 aziende, numeri molto buoni per il mercato tedesco. Nel 2022 la maggior parte dei mercati ha risentito dei problemi di natura economica e delle tensioni create dalla guerra in Ucraina. Nonostante le varie problematiche in Germania il mercato delle IPO ha saputo difendersi, come detto in precedenza, grazie ad una delle IPO più importanti avvenuta nella storia tedesca, quella della Porsche. In totale il numero delle IPO è stato basso, si registrano solo nove ma in termini di valore raccolto ci sono stati numeri da record.

Ad oggi, 2023 la situazione è abbastanza in stallo è avvenuta soltanto una IPO e al momento non ce ne sono programmate per i mesi in avvenire.

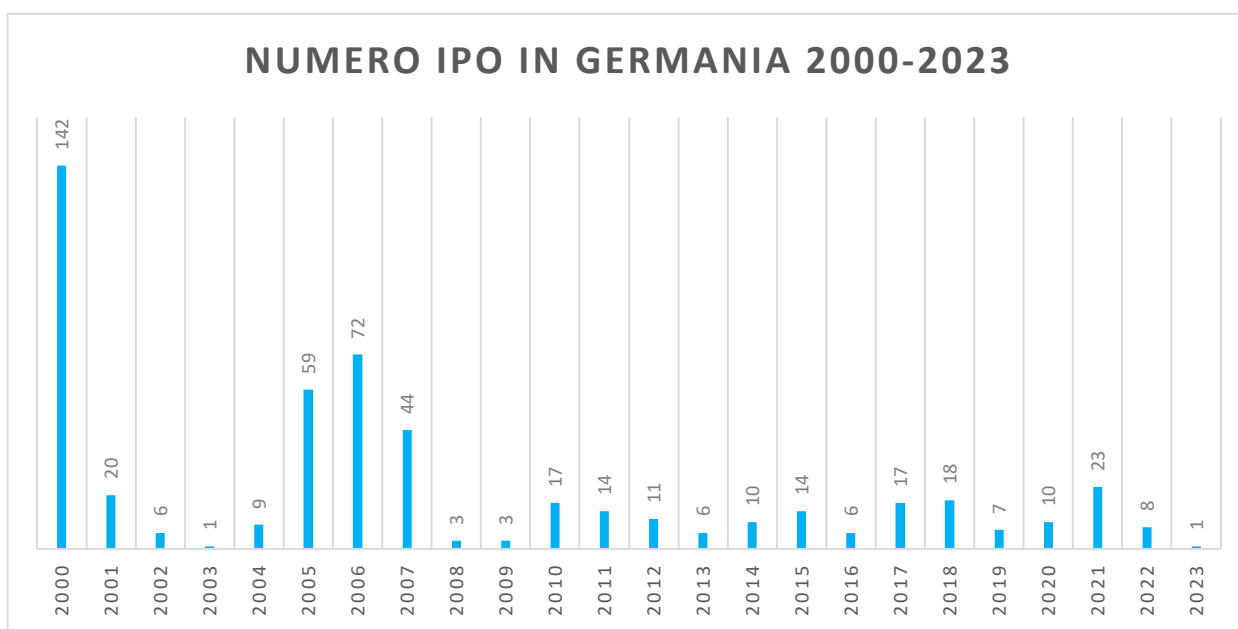


Tabella 5 IPO Germania-Fonte: elaborazione dati su dati indagine "Deutsche Börse Frankfurt"<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Guardare anche <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/Germany-IPOs.pdf>

I dati ripresi dal sito ufficiale Deutsche Börse fanno riferimento alle aziende che sono ancora attive rispetto all'anno in cui è avvenuta la rispettiva IPO

## ***2.6 Andamento delle IPO nel mercato finanziario francese dal 2000 ad oggi***

In Francia per le IPO troviamo, come mercato principale, Euronext Paris ed è una delle borse più grandi a livello europeo con 800 aziende quotate. Euronext nasce nel 2000 dall'unione delle borse di Amsterdam, Bruxelles, Dublino, Milano, Lisbona, Oslo e Parigi ed è un'unione che ha portato alla creazione di una delle più grandi borse Pan-europee, conta 1900 aziende quotate. Per quanto riguarda Euronext Parigi troviamo più di 800 compagnie quotate ed oltre 6200 investitori istituzionali. Inoltre, il mercato francese è famoso per attirare a sé compagnie francesi del settore tech. (Euronext )

Euronext Parigi si occupa di gestire le aziende quotate in Francia e inoltre definisce i requisiti che devono soddisfare per entrar a far parte del mercato. Ogni borsa appartenente a Euronext Group ha un'autorità di riferimento di regolamentazione dei mercati nel proprio paese. In Italia abbiamo la Consob e in Francia troviamo l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), un organismo che in modo indipendente fa sì che vengano rispettate le normative francesi ed europee alle società che richiedono di essere inserite sul mercato o che sono già quotate. Inoltre, ha il compito di autorizzare i prospetti delle società che richiedono di quotarsi.

I regolamenti che vengono applicati alle IPO si basano sulle direttive e regolamenti europei, leggi francesi e le regole di Euronext Parigi ed Euroclear.

La possibilità di quotarsi sul mercato francese avviene attraverso tre mercati diversi e la decisione di quotarsi su uno rispetto ad un altro dipende principalmente dalla misura, dal quadro normativo applicabile e dai tipi di investitori che si vuole attrarre. Troviamo:

- **Regulated Market:** questo mercato è suddiviso a sua volta in tre “comparti” che sono Comparto A che ha al suo interno tutte le aziende che hanno una capitalizzazione di mercato che va oltre 1 miliardo. Comparto B comprende le società la cui capitalizzazione di mercato è compresa tra i 150 milioni e 1 miliardo e infine Comparto C le società che hanno una capitalizzazione di mercato che è inferiore a 150 milioni. Da queste informazioni possiamo intuire che all'interno di questo mercato vengono inserite società di alto valore e perciò devono rispettare dei requisiti stringenti e seguono tutte quelle regole che vengono applicate a livello europeo ,devono rispettare delle regole specifiche legate a comunicazione , trasparenza ,principi contabili e informativa finanziaria
- **Euronext Growth :** segmento dedicato alle piccole e medie imprese infatti i requisiti per entrare sono fatti in modo tale da permettere un accesso agevolato a questa tipologia di azienda. La possibilità di investire in questo mercato viene data sia ad investitori istituzionali che non e per essere ammessi è necessaria la presenza del “listing sponsor” che aiuti durante il processo di quotazione e che sia presente anche dopo per dare consulenza e assistenza alla società ormai quotata con le varie interazioni con il mercato.



- Euronext Access: vengono incluse tutte quelle società che non hanno i requisiti necessari per entrare nel mercato regolamentato o su Euronext ma che comunque hanno la necessità di raccogliere capitali. Devono trovare anche qui uno sponsor per la quotazione che segua step by step l'impresa e quest'ultima deve essere munita di un sito web dove sia possibile trovare almeno due anni di bilanci. A partire dal 2017 è stato introdotto Euronext Access +, creato apposta per delle particolari realtà come le start up o quelle piccole aziende con un grande potenziale di crescita. Le società che vengono ammesse a questo mercato hanno l'obbligo di trovare uno sponsor di quotazione che stia accanto durante tutto il percorso sul mercato. Inoltre, le società ammesse godono poi di un'assistenza particolare e di una visibilità maggiore.

Una novità che ha interessato sia Euronext Parigi che le altre borse connesse è stata nel 2022 l'annuncio di introdurre un ulteriore segmento dedicato esclusivamente alle aziende tecnologiche chiamato Tech Leaders. Quest'ultimo è stato creato per dare visibilità alle società tech nei confronti degli investitori internazionali. Questo segmento inoltre garantisce una serie di servizi ad hoc per-IPO per quelle aziende del settore che non sono ancora quotate ma vogliono entrar a far parte del mercato Euronext. (Euronext )

In quanto paese europeo appartenente al continente insieme a Germania, Italia ed Inghilterra le crisi che hanno afflitto la borsa francese sono state in gran parte le stesse e l'andamento delle IPO francese è stato simile durante questo periodo ai suoi compagni europei. Un'alternanza di periodi hot a periodi cold. In generale come visto anche nel caso degli altri paesi i periodi hot per il mercato francese sono stati inferiori rispetto a quelli cold.

Uno delle IPO più importanti per la borsa di Parigi ed Euronext stessa è stata proprio la sua IPO nel 2014. Con questo evento hanno dato vita ad una società indipendente che ha portato il gruppo a posizionarsi come il primo centro di finanziamento in Europa. Un grande passo che ha portato dei buoni risultati.

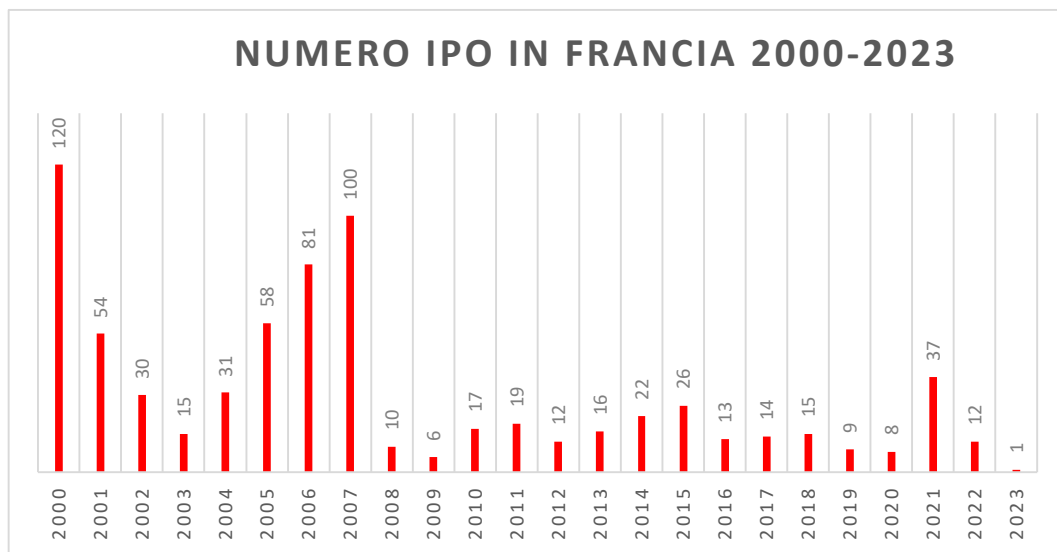


Tabella 6 IPO Francia – Fonte: elaborazione su indagini dati “Jay Ritter France IPO 1989-2021”

Come abbiamo già osservato in precedenza, in molti paesi si è verificato un notevole aumento del mercato delle IPO durante il primo anno del nuovo millennio. Questo trend è stato spesso attribuito all'effetto dell'euforia americana e della cosiddetta "febbre di Internet", che hanno fatto sì che molti investitori si lanciassero nell'acquisto di azioni delle nuove imprese tecnologiche. Tuttavia, è importante sottolineare che questo boom del mercato delle IPO non è stato privo di conseguenze negative. In molti casi, infatti, le nuove società quotate in borsa non erano ancora in grado di produrre profitti e generare valore per gli investitori, e ciò ha portato ad un graduale declino delle quotazioni e ad un aumento della volatilità del mercato. Infatti, i numeri con lo scoppio della bolla vanno drasticamente a diminuire per poi riprendersi a partire dal 2005 ma la ripresa dura poco perché con l'arrivo della crisi, importata sempre dall'America, la situazione cambia, il timore aumenta e le IPO diminuiscono. Da dopo il 2008, la Francia e l'Europa hanno attraversato un periodo di incertezza e instabilità economica, che si è riflesso negativamente sul mercato delle offerte pubbliche iniziali (IPO). Infatti, i numeri delle IPO sono stati molto scarsi e poco promettenti, a causa del clima di sfiducia tra gli investitori. Tuttavia, con l'arrivo del 2021, si è registrata una ripresa generale del mercato delle IPO a livello globale, che ha portato ad un aumento significativo del numero di "hot issue market", ovvero offerte pubbliche iniziali di successo. Ciò è stato possibile grazie al ritorno della fiducia degli investitori, e alla ripresa delle attività di fusione e acquisizione, che hanno sostenuto la crescita del mercato delle IPO.

## ***2.7 IPO Europa vs America***

J. Ritter, il rinomato esperto di IPO contemporaneo, ha condotto due studi che evidenziano le differenze fondamentali tra il mercato delle IPO in America ed in Europa. Inoltre, egli spiega il motivo per cui, secondo la sua opinione, si è verificato un trend negativo riguardante le IPO sia in Europa che negli Stati Uniti, da ormai diversi anni.

Per quanto riguarda le differenze che esistono tra America ed Europa vi sono soprattutto dal punto di vista giuridico e organizzativo. Ad esempio, in America ci sono dei tempi precisi da rispettare che non in tutti i paesi europei sono previsti come il "quiet period", e che in America è molto più frequente portare avanti delle cause legali nel caso in cui l'investitore dopo l'IPO subisca delle perdite per colpa di omissioni informative.

A livello di aziende che vengono quotate è risultato che in America, soprattutto negli anni 2000 ma anche successivamente, sono molto più giovani di quelle che si quotano nel continente europeo, che prima di quotarsi aspettano diversi anni. Inoltre, le commissioni che vengono richieste dai sottoscrittori americani in molti casi sono più alte di quelle che vengono richieste in Europa. (Ritter, 2003)

Nelle ricerche di Ritter poi viene fatta un'analisi accurata sull'andamento generale delle IPO in America ed in Europa e viene constatato che le IPO seguono i movimenti di mercato e dell'economia e che quindi da dopo il boom

del 2000 nessuno più ha raggiunto alti livelli in termini di numeri e di raccolta di valore. Con lo scoppio della bolla, la crisi del 2008 e poi quella dei debiti sovrani il trend delle IPO è stato negativo e tutt'ora, per colpa della crisi attuale, lo è.

Nonostante l'economia influenzi molto la decisione di quotarsi o meno, in generale le piccole aziende hanno smesso di vedere il mercato delle IPO come soluzione principale per la raccolta dei capitali. Uno dei motivi che ha spinto a cercare altrove fonti di finanziamento sono stati gli alti costi da dover affrontare per la quotazione, molto difficili da reggere per le piccole e medie imprese.

Infatti, un ulteriore trend sviluppato durante questi anni è stato l'aumento delle fusioni e acquisizioni che da dopo la crisi 2008 e quella dei debiti sovrani sono aumentate drasticamente proprio perché le piccole medie imprese preferiscono vedere ad un'altra compagnia piuttosto che cercare finanziamenti nel mercato pubblico. Quindi nel corso degli anni, il mercato delle IPO è stato duramente colpito da una serie di fattori negativi che hanno provocato un importante cambiamento di mentalità. Tra questi fattori, si annoverano gli elevati costi associati all'IPO, l'implementazione di normative rigorose e la comparsa di crisi economiche, che hanno inevitabilmente minato la fiducia degli investitori. Il risultato di tutto ciò è stato un effetto a catena che ha portato ad un graduale declino delle IPO e ad una riduzione del flusso di capitali verso le aziende quotate in borsa.

Negli Stati Uniti, la scarsa attività di offerte pubbliche iniziali (IPO) ha suscitato preoccupazioni riguardo alla performance del PIL e alla crescita del mercato del lavoro. Ciò è dovuto al fatto che molte delle aziende che si quotano in borsa rappresentano un'importante fonte di innovazione e di posti di lavoro. La situazione è presente anche in Europa, ma negli Stati Uniti è particolarmente sentita poiché il sistema economico americano è fortemente basato sulle IPO. (Ritter, et al., 2013)

## CAPITOLO 3: DELISTING

### *3.1 Delisting: Definizione e Caratteristiche*

Nel capitolo precedente sono state esaminate le dinamiche del mercato delle IPO e i relativi dati in cinque mercati distinti nel corso del primo ventennio del nuovo millennio. In questo capitolo, affronteremo il fenomeno contrario alle IPO, ovvero il delisting.

Negli ultimi anni, si è osservata una netta diminuzione nel numero di IPO, con andamenti altalenanti, e contemporaneamente si è registrata una riduzione delle aziende quotate nei diversi mercati. Molte aziende quotate in borsa hanno scelto di ritornare al regime di società private. Le IPO e il delisting rappresentano due fenomeni opposti: nel primo caso, un'azienda privata decide di entrare nel mercato pubblico per accedere a nuove fonti di finanziamento, mentre nel secondo caso, per varie ragioni, un'azienda presente sul mercato pubblico opta per tornare al regime privato.

Esistono diverse ragioni che spingono un'azienda a prendere la decisione di tornare al regime privato, e tali ragioni possono variare significativamente. Negli ultimi tempi, abbiamo assistito a un aumento del numero di delisting, ma ciò solleva alcune domande: cosa ha portato a questo cambiamento? Perché le IPO non sono più considerate una scelta di tendenza, mentre tornare private sembra essere l'opzione preferita? Nel capitolo che segue, approfondiremo queste domande e forniremo una risposta. Al momento, la ricerca sul motivo per cui le aziende quotate decidano di tornare alla sfera privata è ancora limitata. A differenza degli studi condotti sulle motivazioni che spingono le aziende a quotarsi in borsa, le informazioni disponibili sull'argomento del delisting sono ridotte e principalmente di origine americana o anglosassone. La ricerca in Europa su questo tema non è ancora completamente sviluppata, nonostante il costante aumento del numero di delisting anno dopo anno. Pertanto, è fondamentale condurre uno studio approfondito sulle cause e sui motivi alla base di questa tendenza crescente.

All'inizio della letteratura sul tema del delisting, il primo aspetto preso in esame è la natura dell'operazione stessa. La ricerca di Macey del 2008, in particolare, ha rivelato che le motivazioni che spingono un'azienda a tornare al regime privato possono essere di natura volontaria o involontaria. Ciò significa che, in alcuni casi, l'azienda può prendere questa decisione in modo consapevole, ad esempio per motivi strategici o di mercato. In altri casi, invece, il delisting può avvenire in modo inaspettato o forzato, ad esempio a causa di difficoltà finanziarie o di pressioni esterne. In ogni caso, il delisting rappresenta una scelta significativa per l'azienda e può avere conseguenze importanti sulla sua struttura e sulla sua strategia di business.

Le conseguenze delle due modalità, il delisting volontario e quello involontario, hanno esiti distinti. Nel caso del delisting volontario, nella maggior parte dei casi viene intrapreso con l'obiettivo di alleviare l'azienda da determinati costi, portando a risultati positivi. Infatti, spesso le aziende approfittano dei momenti bearish<sup>6</sup> del

---

<sup>6</sup> Mercato ribassista

mercato, dove i prezzi sono più bassi per ricomparsi le azioni precedentemente collocate, questo è un esempio di risultato positivo che si può ottenere dall'operazione. D'altra parte, nel caso del delisting involontario, si manifestano conseguenze negative, soprattutto per gli investitori, che subiscono un danno in termini di ricchezza. Il fenomeno del delisting non deve necessariamente essere considerato negativo, poiché spesso, come detto in precedenza, porta anche a esiti positivi. L'aumento delle aziende che vanno in bancarotta, infatti, può indicare un aumento della competizione e la presenza di un mercato che funziona. Tuttavia, è importante che il numero di delisting sia bilanciato o inferiore al numero di IPO. Purtroppo, negli ultimi anni, abbiamo osservato esattamente il contrario, con un numero complessivo di delisting superiore a quello delle IPO.

Le ragioni che hanno contribuito alla diminuzione delle IPO e all'aumento dei delisting sono principalmente quattro, e hanno determinato l'uscita dal mercato di numerose aziende, sia in modo volontario che involontario:

- Incremento dell'attività di M&A
- Crescita del settore private Equity
- Regolamentazione stringente
- Calo dei prezzi di mercato

L'incremento delle fusioni e acquisizioni nel mercato ha contribuito alla diminuzione delle IPO e quindi all'aumento dei delisting. Le piccole aziende tendono a preferire le economie di scala e l'opportunità di essere incorporate in realtà già esistenti o che consentano loro di crescere, anche in assenza del mercato pubblico dei capitali. La popolarità del private equity, che in passato era spesso trascurato, sta attualmente consentendo alle aziende di trovare fonti alternative di investimento rispetto al mercato azionario.

Infine, le modifiche regolamentari, come l'introduzione del Sarbanes-Oxley Act<sup>7</sup> negli Stati Uniti nel 2002 che ha avuto ripercussioni anche sul mercato europeo, hanno comportato un significativo aumento dei costi associati alla permanenza delle aziende sul mercato. Ciò ha reso difficile per le piccole imprese sostenere tali oneri finanziari elevati, spingendole verso il delisting o l'uscita dal mercato. In generale, questi tre fattori possono essere considerati come il principale punto di riferimento per comprendere il motivo per cui i numeri di delisting sono così elevati e il numero di IPO così basso in tempi recenti.

Ritornando alla distinzione tra delisting involontario e volontario, nel paper di Macey del 2008 si afferma che i delisting involontari si verificano quando le imprese sono costrette a uscire dal mercato pubblico a causa delle decisioni dei mercati e delle borse. In questo contesto, le imprese che escono involontariamente dal mercato pubblico sono quelle che non riescono a soddisfare i requisiti numerici minimi imposti dalla borsa. Il problema sorge quando questi requisiti sono troppo rigidi, soprattutto per le aziende di piccole dimensioni, che faticano a

---

<sup>7</sup>“ Il Sarbanes-Oxley Act del 2002 è una legge approvata dal Congresso degli Stati Uniti il 30 luglio di quell'anno per proteggere gli investitori dalle frodi finanziarie delle società. Conosciuta anche come SOX Act del 2002, ha imposto riforme rigorose alle normative vigenti in materia di titoli e ha imposto nuove sanzioni severe ai trasgressori. Il Sarbanes-Oxley Act del 2002 è nato in risposta agli scandali finanziari dei primi anni 2000 che hanno coinvolto società quotate in borsa come Enron Corporation, Tyco International plc e WorldCom.” (Investopedia, 2022)

adempire a tali richieste e si vedono costrette a lasciare il mercato. Ciò danneggia non solo le aziende stesse, ma anche gli investitori che avevano investito su di loro.

Infatti, quando un'impresa viene obbligata a lasciare un determinato mercato, i principali danneggiati sono gli investitori, che subiscono una perdita di ricchezza a causa del delisting, il quale mina la liquidità del mercato. Tuttavia, allo stesso tempo, l'eliminazione di alcune aziende può dare l'idea ai potenziali investitori di essere protetti dalle frodi e di operare in un contesto di mercato competitivo. Pertanto, sarebbe opportuno trovare una regolamentazione in grado di garantire la sicurezza sia degli investitori che dei potenziali investitori, allo scopo di proteggere entrambe le parti. Per quanto riguarda l'ente o l'autorità responsabile di tale regolamentazione, sarebbe auspicabile che fosse un ente indipendente e competente nel settore finanziario.

Nel paper di (Macey, O'Hara, & Pompilio, 2008) viene discusso quale potrebbe essere l'ente responsabile del delisting, ed è stato considerato che le borse potrebbero essere la figura più idonea a svolgere questo compito. Tuttavia, c'è un problema: il profitto delle borse dipende dai volumi di scambio. Pertanto, nel caso in cui una grande azienda faticasse a soddisfare i requisiti numerici, sarebbe un problema per le borse e potrebbero essere inclini a chiudere un occhio o ad abbassare i requisiti necessari al fine di risolvere la situazione senza perdere volume di scambi. Un'altra possibilità proposta è quella di affidare questa responsabilità a un organo di regolamentazione indipendente. Alcuni paesi europei hanno adottato questa soluzione, ad esempio la Financial Service Authority di Londra prende le decisioni sul delisting che avvengono sul London Stock Exchange. In Germania, anche la Deutsche Börse fa riferimento alla sua autorità di regolamentazione per le decisioni in materia di delisting.

### *3.1.1 Delisting Involontario*

Come accennato in precedenza, nella letteratura si fa una distinzione tra delisting volontario e involontario. Quest'ultimo si distingue da quello volontario perché non è il risultato di una scelta fatta dall'azienda, ma viene imposto da fattori esterni. Infatti, le principali cause che portano all'uscita involontaria dalla borsa sono essenzialmente la violazione delle regole imposte dalla borsa e una scarsa performance dell'azienda.

Ogni borsa prevede che ci siano delle regole che le imprese devono rispettare e nel caso in cui ciò non venga fatto la conseguenza è il delisting. Le regole relative al delisting possono essere suddivise in due categorie. Innanzitutto, vi sono le regole volte a garantire che la relazione tra la borsa e l'impresa rimanga redditizia nel tempo, consentendo a entrambe le parti di trarne beneficio. Infatti, per un exchange, mantenere aziende con scambi di azioni limitati nel tempo può risultare costoso. In secondo luogo, vi sono le regole che riguardano la reputazione della borsa stessa. La borsa fornisce una serie di servizi alle aziende quotate come il controllo delle operazioni di negoziazione, la gestione dei pagamenti e la liquidazione delle transazioni, la garanzia di liquidità per le azioni e il ruolo di comunicazione al mercato sull'integrità delle imprese; tutto ciò pertanto richiede il rispetto di valori

minimi necessari per usufruire di tali servizi e mantenere un'alta reputazione. Per questo motivo, è fondamentale che le aziende soddisfino costantemente i requisiti stabiliti dalla borsa al fine di preservare l'elevato livello di reputazione sia dell'exchange che dell'azienda stessa.

Le principali ragioni che portano un'azienda a uscire involontariamente dal mercato includono principalmente il mancato rispetto dei requisiti minimi numerici imposti dalla borsa (quantità minima di azionisti, di azioni quotate in borsa, di volume di scambi in un periodo di tempo, di capitalizzazione di mercato e di prezzo di chiusura), il non adeguato seguire delle pratiche contabili, i conflitti di interesse con gli investitori, comprese situazioni di cause legali con uno di essi, e situazioni in cui il fallimento sia dichiarato o l'opinione degli auditor sull'impresa sia negativa. Le borse pongono grande enfasi su questi aspetti.

Per quanto riguarda la performance inadeguata, le ragioni che portano all'uscita forzata di un'impresa dal mercato sono principalmente legate a una bassa capitalizzazione di mercato e a prezzi delle azioni che si mantengono a livelli bassi. Quando entrambi questi fattori numerici sono inferiori, le probabilità che l'impresa debba uscire dal mercato aumentano considerevolmente. Se ci sono problemi di liquidità la sopravvivenza dell'impresa è precaria. In certi casi, la sopravvivenza di un'azienda dipende in gran parte dalla sua situazione precedente all'IPO. Se la performance è solida, le probabilità di mantenere una presenza a lungo termine nel mercato pubblico sono elevate. Tuttavia, se l'azienda ha già difficoltà prima di quotarsi in borsa, le possibilità di subire un delisting entro pochi anni sono piuttosto alte.

Il delisting involontario rappresenta un grave colpo per la performance dei dirigenti, in quanto sono proprio loro i primi responsabili di evitare che l'azienda arrivi al punto in cui viene espulsa dalla borsa per la mancanza di aderenza a determinati standard quindi, si richiede a quest'ultimi che vengano individuate strategie atte a prevenire tale situazione, al fine di preservare la reputazione sia dei dirigenti stessi che dell'azienda nel suo complesso. È quindi essenziale che il team di dirigenti sia adeguatamente preparato e competente, al fine di evitare delisting involontari.

Il delisting involontario rappresenta non soltanto un duro colpo per l'azienda stessa, ma soprattutto mina la ricchezza degli investitori che, a causa dell'uscita dell'azienda dal mercato, si trovano immersi in un contesto caratterizzato da livelli di liquidità inferiori. Tale situazione incide negativamente sulla loro ricchezza complessiva, compromettendo il valore e la liquidità dei loro investimenti. In risposta a questa situazione, sono state implementate una serie di norme da parte delle diverse borse e degli enti di controllo al fine di proteggere gli investitori minori nel caso in cui un'azienda si trovi in tali circostanze. Tuttavia, il problema è che queste regole possono talvolta essere eccessivamente restrittive e portare ad un aumento dei costi associati alla conformità normativa, alla revisione contabile e alla divulgazione delle informazioni. (Djama, Martinez, & Serve, 2012). Questo fenomeno mette le piccole aziende in una posizione svantaggiata rispetto alle grandi imprese, in quanto non sono in grado di affrontare l'incremento dei costi associati e di conformarsi agli standard richiesti. Di conseguenza, molte di queste aziende si trovano costrette a uscire involontariamente dal mercato, poiché non

riescono a soddisfare tali requisiti. Una delle più significative riforme regolamentari che ha avuto un impatto significativo sul panorama delle quotazioni in borsa e dei delisting è stato l'introduzione del Sarbanes-Oxley Act nel 2002. Questo atto normativo è stato concepito con l'intento di offrire una maggiore tutela ai piccoli investitori, ma paradossalmente ha ottenuto un effetto quasi contrario. Infatti, l'implementazione di tali norme ha portato ad un aumento dei costi associati e le piccole aziende si sono trovate incapaci di far fronte alle nuove esigenze in termini di costi.

In Europa, contemporaneamente, si sono verificati cambiamenti analoghi, come ad esempio l'introduzione Financial Law Security<sup>8</sup> in Francia, che ha prodotto un effetto simile a quello del SOX<sup>9</sup>. Di conseguenza, molte aziende, sia in modo involontario che volontario, hanno abbandonato il mercato. In aggiunta a ciò, in Europa, nel 2005 sono stati introdotti i Principi Contabili Internazionali (International Financial Reporting Standards, IFRS), che rappresentano un insieme di norme contabili adottate per la preparazione dei bilanci delle società quotate. L'obiettivo principale di tali principi è garantire la coerenza, la trasparenza e la comparabilità a livello globale. Tuttavia, anche in questo caso, diversi studi condotti successivamente all'introduzione di tali regole hanno evidenziato un aumento dei delisting. (Martinez & Serve, 2017)

Quindi in linea generale, i motivi principali per i quali un'azienda perde la sua presenza nel mercato pubblico sono rappresentati dalla non conformità ai requisiti stabiliti dalla borsa o da una performance insoddisfacente.

È evidente che i requisiti che le aziende devono soddisfare differiscono da borsa a borsa, sebbene in generale siano simili. Il sistema statunitense e quello britannico presentano maggiori somiglianze rispetto all'Europa continentale.

### *3.1.2 Delisting Volontario*

Il delisting volontario si differenzia dal precedente perché non è causato né dalla borsa né dalla performance insoddisfacente dell'azienda, ma rappresenta una decisione ponderata da parte del management aziendale. Ci sono anche situazioni in cui però la decisione proviene da un soggetto terzo e in questo caso spesso l'acquisizione può essere ostile.

Dopo essere state quotate, le aziende hanno il diritto di tornare a essere società private se ritengono che la loro permanenza nel mercato pubblico non sia più necessaria o se esiste un'alternativa più vantaggiosa in grado di migliorare ulteriormente le condizioni dell'azienda. Sarebbe auspicabile, infatti, ottenere un beneficio dall'operazione, in termini di vantaggi economici o di opportunità migliori. Il processo che rimuove l'azienda dal

---

<sup>8</sup> “La legge n. 2003-706 del 1° agosto 2003 sulla sicurezza finanziaria (La Loi de Sécurité Financière) (la "Riforma") è stata adottata dal Parlamento francese un anno dopo la legge statunitense "Sarbanes-Oxley" con lo stesso obiettivo di ripristinare la fiducia degli investitori nei mercati francesi. A tal fine, la riforma, suddivisa in tre sezioni, si occupa delle seguenti aree: Modernizzazione delle autorità di vigilanza sulle attività finanziarie; Rafforzamento della protezione degli investitori; Modernizzazione della revisione dei conti delle società e miglioramento della trasparenza aziendale.” (FindLaw, 2016)

<sup>9</sup> Sarabens Oxley Act



mercato è noto come "Going Private Transaction" (GPT) o anche "Public-to-Private" (PTP) secondo (Fidanza, 2022). È una decisione che spetta a soggetti esterni all'ambiente di mercato, come gli investitori o coloro che hanno interessi nell'azienda.

In linea generale, le motivazioni che portano un'azienda a considerare che il mercato non sia più la giusta fonte di finanziamenti per i propri investimenti sono legate a un compromesso tra costi e benefici, anche se non si dovrebbero limitare solo a questi aspetti. Nel caso in cui i vantaggi di rimanere in un mercato pubblico diminuiscano e i costi per mantenerlo diventino maggiori, è opportuno per l'azienda e i suoi investitori valutare l'opzione di tornare ad essere una società privata.

Nella ricerca portata avanti da Djama, Martinez e Serne vengono identificati tre filoni di motivazioni che portano una azienda a decidere di passare da un contesto pubblico a privato e sono rispettivamente motivazioni tradizionali, legate a costi d'agenzia e alla struttura finanziaria.

I motivi tradizionali sono principalmente correlati ai costi, come precedentemente menzionato. Se i costi superano i benefici, diventa inutile e gravoso per l'azienda rimanere quotata. I costi a cui l'azienda deve fare fronte possono essere diretti o indiretti, e per quanto riguarda i costi diretti, il loro impatto sarà maggiore o minore a seconda delle dimensioni dell'azienda.

Tra i costi diretti troviamo le spese correnti sostenute dopo l'IPO, come i costi di registrazione e le commissioni di sottoscrizione, comprese le commissioni annuali richieste dalle borse e dagli enti di regolamentazione, nonché i costi di negoziazione. I costi indiretti comprendono i costi associati alla produzione delle informazioni (ad esempio, i costi di revisione e pubblicazione per la divulgazione), i costi di conformità per rispettare gli standard normativi e di corporate governance, e i costi di opportunità. (Djama, Martinez, & Serve, 2012). Tra i costi opportunità si trovano quelli della valutazione dell'azienda che principalmente sono legati all'asimmetria informativa che si crea fra i manager dell'azienda e gli investitori.

A differenza degli investitori, il management ha accesso a informazioni interne privilegiate e ha una conoscenza più accurata sulla futura distribuzione dei rendimenti. Di conseguenza, la sottovalutazione si verifica quando il prezzo di mercato delle azioni non riflette appieno il vero valore dell'azienda. Quando il management riconosce che il valore di mercato è differente dal valore dell'azienda, può prendere la decisione strategica di privatizzare l'azienda al fine di ottenere vantaggi personali, evitare i costi di opportunità associati alla permanenza in borsa e massimizzare il proprio valore.

Un'altra motivazione "tradizionale" emersa nella letteratura grazie alla ricerca di Hamid Mehran e Stavros Peristiani (Mehran & Peristiani, 2010) è legata alla visibilità finanziaria. Una delle ragioni per cui le aziende scelgono di essere quotate in borsa è proprio per ottenere una maggiore visibilità nel mondo finanziario al fine di trarre benefici in termini di profitti. Tuttavia, se dopo la quotazione l'azienda non riesce a mantenere l'interesse o a mantenere la visibilità, sarebbe saggio considerare l'opzione di tornare a essere una società privata. Se le aziende

quotate, nonostante una buona performance, non riescono ad attirare l'interesse degli investitori, sarebbe preferibile per l'azienda tornare al privato.

In aggiunta, nel caso in cui venga meno uno dei motivi fondamentali della quotazione, ovvero la condivisione dei rischi con gli investitori, spinge le imprese a optare per l'uscita dal mercato.

Oltre a tali motivazioni, la presenza di conflitti di interesse tra il management e gli azionisti spesso porta alla decisione di tornare al contesto privato. È estremamente complesso conciliare le diverse visioni tra il management e gli azionisti, e uno dei modi per risolvere tale conflitto è attraverso un'operazione chiamata "going private", in particolare tramite un Leverage Buy Out (LBO), di cui verrà fornita una descrizione più dettagliata in seguito.

Infine, uno dei motivi che spingono un'azienda a uscire dal mercato pubblico riguarda la sua struttura finanziaria. A seconda del tipo di operazione scelta per la transizione da pubblico a privato, possono esserci benefici significativi. Ad esempio, nel caso di un Leverage Buy Out (LBO), l'azienda può beneficiare di importanti vantaggi fiscali. Questo tipo di operazione implica l'utilizzo di debito, e in certi paesi, come gli Stati Uniti, non si pagano tasse sugli interessi dei pagamenti del debito, grazie a ciò che viene chiamato "tax shield". Tuttavia, è importante notare che questi benefici dipendono molto dal regime fiscale del paese in questione. Ad esempio, negli Stati Uniti, i benefici fiscali sono numerosi e perdurano per lunghi periodi, mentre in altri paesi come il Regno Unito la situazione può essere diversa.

Pertanto, il delisting volontario ha principalmente lo scopo di proteggere l'azienda da una serie di costi onerosi ai quali le imprese sono obbligate a sottostare. Nel corso del tempo, questi costi sono diventati eccessivamente gravosi a causa di una regolamentazione troppo stringente. La ricerca condotta da Vinten e Thomsen (Thomsen & Vinten, 2014) ha identificato che, a seguito delle varie crisi finanziarie, si è verificato un aumento delle misure di protezione a favore dei piccoli investitori. Tuttavia, tale protezione non deve necessariamente essere considerata positiva dalle aziende stesse, poiché i costi per mantenere la salvaguardia dei consumatori sono elevati. Di conseguenza, molte aziende optano per l'uscita dal mercato pubblico. Un'eccessiva regolamentazione porta a una diminuzione delle offerte pubbliche iniziali (IPO), a un aumento dei delisting e a una riduzione dei prezzi delle azioni.

Esistono diverse strategie che un'azienda può adottare per passare dalla condizione di azienda quotata a azienda privata, e ognuna di queste strategie può comportare conseguenze e risultati differenti. Nel corso degli anni, sono emerse e si sono alternate diverse tipologie di operazioni volte a consentire alle aziende di ritornare alla gestione privata, a seconda delle specifiche esigenze e contesti di mercato. Queste strategie possono includere ad esempio il leveraged buyout (LBO), l'acquisto da parte di un investitore istituzionale o l'acquisizione da parte di un gruppo di manager o di fondatori dell'azienda stessa. Ogni modalità offre vantaggi e sfide specifiche, e la scelta dipenderà da fattori come la struttura finanziaria dell'azienda, l'obiettivo di massimizzare il valore per gli azionisti o la volontà di mantenere una maggiore flessibilità operativa e decisionale.

In linea di massima, un'operazione PTP implica un'acquisizione, che può variare a seconda del tipo di promotore dell'operazione e della distribuzione della proprietà. La scelta del tipo di operazione dipenderà dalla diffusione della proprietà. Le tipologie di acquisizioni più comunemente utilizzate e popolari includono:

- **Takeover(acquisizione):**

Nel gergo finanziario è comune usare il termine acquisizione in caso di acquisto del capitale della società target con il pagamento in contanti. (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venzani, 2018)

Un'operazione finanziaria conosciuta come "takeover" (acquisizione) si ha quando un soggetto economico, come un'impresa industriale o una società finanziaria, acquisisce il controllo di una società quotata sul mercato, acquistando un numero sufficiente di azioni. Questa operazione è possibile solo se la società target è una società pubblica e contendibile<sup>10</sup>. Se invece il controllo è già nelle mani di un unico proprietario o di un gruppo di azionisti con un accordo di sindacato, l'acquisizione si configura come un semplice trasferimento di proprietà e non come un takeover. Si distinguono due tipi di acquisizione: amichevole e ostile. Il takeover amichevole avviene con il consenso della dirigenza della società target, mentre nell'acquisizione ostile manca tale accordo, spesso a causa del fallimento di trattative precedenti per un takeover amichevole. Le motivazioni dietro una acquisizione possono essere di natura strategica o finanziaria, e talvolta anche speculative.

Solitamente, questo tipo di operazioni viene proposto al fine di ottenere un vantaggio economico attraverso la creazione di sinergie, principalmente tramite l'aumento dei ricavi e la riduzione dei costi. La riduzione dei costi può essere ottenuta attraverso la riduzione del personale, che spesso avviene immediatamente dopo l'operazione, e attraverso l'eliminazione di risorse superflue. La possibilità di generare nuovi ricavi si presenta soprattutto grazie all'accesso a nuovi mercati e all'acquisizione di nuovi clienti. Inoltre, molte aziende cercano di trarre vantaggio dalle economie di scala, che consentono di ridurre i costi grazie alla produzione di beni su larga scala. Sono soprattutto le piccole aziende ad essere interessate a entrare a far parte di grandi aziende, poiché spesso non sono in grado di beneficiare autonomamente delle economie di scala.

Queste operazioni sono soggette alla regolamentazione a livello europeo, in particolare dalla Direttiva del 2004/25/EC del Parlamento Europeo e della Commissione<sup>11</sup>. Tale direttiva disciplina le operazioni di

---

<sup>10</sup> Questa società, nella maggioranza dei casi quotata in borsa, si dice contendibile, invece, quando è possibile acquistare sul mercato una quota del capitale che ne garantisca il controllo. (Treccani)

<sup>11</sup> Come accennato in precedenza, tali regolamentazioni sono principalmente finalizzate anche alla tutela dei piccoli investitori. Nel Art (5) troviamo dettagliatamente specificato tutto ciò.: “Gli Stati membri provvedono a che, qualora una persona fisica o giuridica, per effetto di propri acquisti o dell'acquisto da parte di persone che agiscono di concerto con essa, detenga titoli di una società di cui all'articolo 1, paragrafo 1, che, sommati ad una partecipazione già in suo possesso e ad una partecipazione di persone che agiscono di concerto con essa, le conferiscano, direttamente o indirettamente, diritti di voto in detta società in una percentuale tale da esercitare il

takeover a livello europeo e gran parte delle sue disposizioni sono incentrate sulla protezione degli azionisti della società.

Esistono diverse categorie di takeover che si differenziano in base agli attori coinvolti e agli strumenti utilizzati per portarli a termine. Nonostante le diverse modalità, tutti hanno lo stesso obiettivo finale: trasformare l'azienda da pubblica a privata. Analizzando più nel dettaglio, possiamo individuare le seguenti operazioni:

1. Leverage Buy-Out (LBO):

Il fenomeno dei leverage buyout (LBO) ha avuto un grande impulso a partire dalla loro introduzione negli anni '80. Inizialmente, questo modello ha avuto successo soprattutto negli Stati Uniti e nel Regno Unito, poiché sono paesi in cui il controllo delle aziende è solitamente distribuito tra molti azionisti. L'operazione di LBO consente di apportare il cambiamento necessario per ottenere buoni risultati in queste situazioni. Al contrario, nei paesi dell'Europa continentale, la maggior parte delle aziende ha una struttura con un controllo più concentrato. Ad esempio, gli azionisti di maggioranza possiedono una quantità di azioni doppia rispetto ai paesi anglosassoni. Pertanto, in Europa il LBO non è fortemente legato ai conflitti di interesse tra management e azionisti come invece accade in America e nel Regno Unito.

La presenza di un azionista di maggioranza con un controllo dominante non attrae neanche il private equity a intervenire, poiché preferiscono situazioni in cui il controllo è più disperso tra gli azionisti. Infatti, un'azienda con un monitoraggio limitato è più suscettibile all'attenzione del private equity.

L' LBO è un metodo mediante il quale una società viene acquistata utilizzando un livello di indebitamento significativo. Tale debito viene successivamente rimborsato utilizzando i futuri profitti dell'azienda o tramite la vendita di parte del suo patrimonio. Di solito, questa operazione viene realizzata attraverso la costituzione di una nuova società (chiamata "newco") caratterizzata da un alto livello di indebitamento, seguita dall'acquisto della società target desiderata.

---

controllo della stessa, detta per-sona sia tenuta a promuovere un'offerta per tutelare gli azionisti di minoranza di tale società. L'offerta è promossa quanto prima ed è indirizzata a tutti i possessori dei titoli per la totalità delle loro partecipazioni, al prezzo equo definito nel paragrafo 4.”

Successivamente, le due società vengono generalmente fuse per incorporazione, con il trasferimento del debito sulla società acquisita. (Borsa Italiana , 2008 )

Di solito, le aziende selezionate dal private equity per intraprendere tali operazioni devono possedere specifiche caratteristiche, che in generale includono le imprese consolidate, stabili, non soggette a ciclicità e con prospettive prevedibili, queste considerate ideali per un Leveraged buyout.

Considerando l'entità del debito che sarà assunto dall'azienda, è cruciale che i flussi di cassa siano affidabili, con margini elevati e spese di investimento relativamente contenute. Questa stabilità nel flusso di cassa permette all'azienda di ripagare agevolmente il debito.

L'approccio LBO inizia con la creazione di un modello finanziario per l'azienda target in base alla sua situazione indipendente. Questo implica la realizzazione di una previsione a cinque anni (in media) e il calcolo di un valore residuo al termine di tale periodo. È fondamentale che i flussi di cassa previsti corrispondano ai flussi di cassa futuri, poiché esiste la possibilità di affrontare difficoltà finanziarie e persino il rischio di bancarotta.

Questo tipo di operazione risolve le motivazioni che spingono un'azienda pubblica a tornare privata. Ad esempio, elimina i problemi di agenzia poiché, una volta tornata privata, il controllo e la proprietà sono concentrati nelle mani di poche persone, unificando così gli interessi degli azionisti e dei manager che sono incentivati dai profitti derivanti dall'operazione.

In particolare, si individuano due spiegazioni che conducono all'utilizzo dell'LBO come strategia per la privatizzazione, e queste sono:

- *“Ipotesi di riallineamento degli incentivi”*: attraverso questa transazione, si realizza una convergenza degli interessi tra il management e gli azionisti, in quanto consente di stabilire una struttura in cui il controllo e la proprietà sono riuniti. Questo avviene grazie all'acquisizione del capitale precedentemente disperso da parte di un numero limitato di investitori. Di conseguenza, si elimina l'insorgere di conflitti di interesse.
- *“Flussi di cassa futuri ipotesi”*: il primo a parlare di questa teoria fu Jensen nel 1986 e sostiene che il problema del conflitto di interessi derivi principalmente dai comportamenti del management riguardo all'utilizzo dei FCF, che vengono impiegati in investimenti con rendimenti negativi invece di essere distribuiti agli azionisti. Attraverso l'operazione di privatizzazione tramite LBO, il management è obbligato a utilizzare i FCF per ripagare il debito, portando così a una riduzione degli sprechi di FCF. (Martinez & Serve, 2017)
- Questa modalità di operazione è caratteristica dei paesi anglosassoni, dove la proprietà azionaria è più dispersa rispetto ai paesi dell'Europa Continentale, dove la struttura proprietaria

è più concentrata ed è per questo che le aziende come operazione per tornare private non usano LBO ma il BOSO.

## 2. Management Buy-Out (MBO) Management Buy-In (MBI):

Approfondendo il concetto di Management Buyout (MBO), si osserva che si tratta di un'operazione in cui il team di management acquista il controllo dell'azienda.

Per finanziare questa operazione, il team di gestione viene supportato da intermediari finanziari come banche, che consentono di ottenere finanziamenti tramite l'ottenimento di prestiti ipotecari. Inoltre, il private equity interviene anche come parte del team di finanziatori. Il principale beneficio di questo tipo di operazione è che, tramite la vendita al management, si evita il rischio che informazioni confidenziali o sensibili finiscano nelle mani dei concorrenti. Inoltre, il team che subentra è già familiare con il business, conosce le sue forze e debolezze, e ha una maggiore preparazione sulle operazioni da svolgere rispetto a un acquirente esterno. Questo tipo di transazione si completa solitamente in tempi più rapidi rispetto al caso in cui un acquirente esterno subentri. Inoltre, le probabilità di successo nell'effettuare l'operazione sono elevate, con una bassa probabilità di un repentino cambio di scenario all'ultimo momento.

Inoltre, l'azienda stessa deve essere pronta a adattarsi al cambiamento, mantenendo un elevato livello di performance e garantendo una costante crescita e sviluppo dell'attività.

Invece come caso opposto troviamo il Management Buy-In si tratta di un'acquisizione esterna dell'azienda, in cui un nuovo team assume completamente la proprietà e la gestione dell'impresa. Un Management Buy-In (MBI) è considerato dai finanziatori una proposta più rischiosa rispetto a un Management Buy-Out (MBO), poiché il nuovo team manageriale dovrà affrontare una fase di apprendimento quando prenderà il controllo dell'azienda. Tale rischio percepito potrebbe influenzare la loro capacità di ottenere i finanziamenti necessari per facilitare l'acquisizione. In linea generale, si ricorre a questa strategia quando si rilevano problematiche interne all'azienda che richiedono un cambiamento per garantire la sua sopravvivenza e stabilità. (Deloitte)

## 3. Buy-Out offer with Squeeze-Out (BOSO):

L'operazione di Buyout di una società quotata (BOSO) viene principalmente utilizzata in Europa, dove esistono regole più rigorose, si osserva una differenza rispetto al contesto anglosassone, in

cui l'attenzione è principalmente focalizzata sul Leveraged Buyout (LBO). Questa distinzione riflette le diverse normative e preferenze nel panorama finanziario dei due contesti geografici.

Una caratteristica distintiva di questa operazione è la sua denominazione alternativa "freeze out", poiché comporta l'esclusione dei diritti di voto degli azionisti di minoranza da parte degli azionisti di controllo. In altre parole, l'operazione "congela" la partecipazione degli azionisti minoritari, consentendo agli azionisti di controllo di assumere il pieno controllo della società. Questo termine evocativo riflette la dinamica di potere che si verifica durante l'operazione di acquisizione, in cui gli azionisti di minoranza perdono la loro influenza e rappresentazione decisionale. La gestione regolamentare di questo tipo di operazione è affidata alla Direttiva Tredici sui Takeover<sup>12</sup>, che affronta la questione stabilendo che in Europa gli azionisti di maggioranza<sup>13</sup> hanno la possibilità di obbligare gli azionisti di minoranza a cedere le proprie azioni in cambio di un'indennità, qualora raggiungano una determinata soglia.

A seconda dell'area geografica in cui ci si trova è possibile che ci siano soglie diverse, per la maggioranza dei casi sono intorno al 90%-95%.

Dalle ricerche condotte negli anni su questa tipologia di operazioni emerge che le aziende che intraprendono il delisting presentano, già da un anno prima dell'operazione, una bassa performance, un rischio idiosincratico ridotto, scarsa liquidità, una bassa copertura da parte degli analisti e un grado di maturità aziendale elevato con limitate opportunità di crescita. Queste caratteristiche si rivelano ideali per la transizione verso la sfera privata. Si differenzia dal LBO in quanto la maggior parte delle aziende che optano per l'operazione di BOSO sono di natura familiare, caratterizzate da una struttura proprietaria limitata. Pertanto, è più probabile che tali aziende cerchino di ottenere il pieno controllo espellendo gli azionisti di minoranza. Come menzionato in precedenza, questo tipo di operazione è comune nell'Europa continentale, proprio perché le aziende familiari sono più diffuse in quest'area geografica.

La parte di investitori a cui viene richiesto di vendere le loro azioni al prezzo che gli azionisti di maggioranza offrono ma gli spetta comunque un'indennità e quest'ultima si basa su un "exchange ratio" quest'ultimo deve garantire una distribuzione equa tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza. Pertanto, tale valutazione viene esaminata da un professionista nominato dall'autorità giudiziaria, il quale fornisce una valutazione sulla sua equità intrinseca. (Martinez & Serve, 2017)

---

<sup>12</sup> Direttiva del 2004/25/EC del Parlamento Europeo e della Commissione

<sup>13</sup> Azionista che detenga un numero di azioni sufficiente a consentirgli di svolgere, da solo o con altri azionisti con i quali ha stipulato un *patto di sindacato* il controllo della gestione sociale. Il termine si contrappone a quello di azionista di minoranza. (Dizionari Simone, s.d.)

Quindi questa tipologia di operazione obbliga gli azionisti di minoranza a cedere le proprie azioni agli azionisti di maggioranza, ed è per questo motivo che esiste una regolamentazione che regola tale operazione al fine di garantire la tutela degli azionisti di minoranza. In Europa, in particolare, vi sono norme più rigorose in quanto questa operazione è ampiamente utilizzata nel contesto europeo. (Martinez & Serve , 2011)

- **Fusioni:**

In alcuni casi, il processo di Delisting può essere associato a un'operazione di Fusione. Questo avviene quando un'azienda pubblica viene acquisita da un'azienda privata, che diventa così l'unico proprietario della società pubblica, comunemente chiamata target. L'operazione di fusione consente alla società privata di incorporare la società pubblica nel proprio assetto, combinando le risorse, i mercati e le competenze delle due entità. Questo processo di fusione e acquisizione in generale può comportare sinergie e vantaggi strategici per entrambe le società coinvolte, consentendo di raggiungere una maggiore efficienza operativa e di creare valore per gli azionisti. Le fusioni possono essere gestite in modo più agevole quando coinvolgono aziende di dimensioni ridotte. Infatti, è più semplice finanziare transazioni di piccola entità rispetto a quelle di grandi dimensioni. Sebbene le operazioni di fusione con imprese più grandi comportino costi fissi inferiori per unità, la facilità di finanziamento e la gestione delle transazioni sono solitamente più vantaggiose quando si tratta di aziende di dimensioni più contenute. Questo perché le transazioni di piccola entità richiedono meno capitale e possono essere strutturate in modo più flessibile, consentendo un'implementazione più rapida e meno complessa. Tuttavia, va sottolineato che ogni fusione è un caso a sé e richiede una valutazione attenta delle condizioni specifiche e delle risorse finanziarie disponibili.

Quando si verificano turbolenze nel settore, le fusioni orizzontali vengono spesso utilizzate come misura per mitigare gli impatti negativi sulle aziende coinvolte. Esistono diversi tipi di fusioni, fusione orizzontale, questo tipo di fusione permette alle imprese di consolidare le risorse e ridurre i rischi associati alla volatilità del settore. In tal modo, le aziende cercano di proteggersi dagli shock settoriali e di rafforzare la propria posizione competitiva.

Successivamente, troviamo le fusioni verticali, che coinvolgono un'azienda target che è cliente o fornitore dell'acquirente. Infine, ci sono le fusioni conglomerali, che riguardano l'unione di aziende appartenenti a settori completamente diversi. Questo tipo di fusione è particolarmente complesso, poiché richiede uno sforzo particolare da entrambe le aziende coinvolte, ed è proprio per questo motivo che nel corso del tempo ha gradualmente perso di rilevanza. (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venzani, 2018)



- **Delisting a richiesta dell'azienda, "going dark":**

In questo caso specifico, quando un'azienda decide di delistarsi dal mercato pubblico, le sue azioni vengono rimosse e l'azienda cessa di esistere come entità pubblica. Tuttavia, a differenza delle fusioni o delle acquisizioni, non si verifica un cambiamento di potere o controllo all'interno dell'azienda stessa. L'azienda può scegliere di eliminare le azioni presenti e ritirarsi dai mercati pubblici in cui è quotata. Di solito, questa operazione è più comune tra le aziende di dimensioni più piccole rispetto a quelle più grandi. L'azienda ha la possibilità di procedere al delisting, eliminando le azioni e ritirandosi dai mercati pubblici in cui è quotata. In seguito alla richiesta di delisting presentata alla borsa, l'azienda può scegliere tra due opzioni: vendere le azioni o mantenerle, trasformandosi in una società privata. Tuttavia, non tutti i mercati seguono la stessa prassi. Ad esempio, negli Stati Uniti, la SEC (Securities and Exchange Commission) classifica le aziende che si ritirano dal mercato come "dark companies", poiché le azioni continuano a essere negoziate su mercati meno regolamentati.

### *3.1.3 Delisting Europa Vs America*

Le modalità di esecuzione del processo possono differire da paese a paese, tuttavia, in generale, i trend e i dati sono molto simili a livello globale. Si sta osservando infatti un notevole aumento dei casi di delisting in tutto il mondo, mentre le operazioni di IPO (Initial Public Offering) stanno diminuendo sempre di più.

In linea generale, nei paesi anglosassoni si osserva una preferenza per le operazioni di "going private" mediante il Leverage Buy Out rispetto al BOSO. Ciò è dovuto al fatto che in tali paesi vi è una maggiore dispersione del controllo e, di conseguenza, si verificano conflitti di interesse più rilevanti. L'operazione di Leverage Buy Out si configura come il mezzo più adeguato a risolvere tali conflitti. D'altro canto, in Europa la situazione è opposta, con la prevalenza di aziende a conduzione familiare. Pertanto, un'operazione di BOSO risulta più favorevole, consentendo agli azionisti di maggioranza di acquisire le azioni detenute dagli azionisti di minoranza. Nei paesi anglosassoni e in quelli dell'Europa continentale, l'approccio a queste operazioni di privatizzazione è spesso guidato da teorie di trade-off che valutano i costi e i benefici connessi. Quando i costi associati alla permanenza nel mercato pubblico superano i benefici, diventa preferibile procedere con l'operazione di delisting e passare alla dimensione privata. Tuttavia, sia i costi che i benefici sono influenzati da una serie di fattori, tra cui quelli istituzionali, regolamentari e la struttura proprietaria delle imprese, sia nelle aree anglosassoni che in quelle continentali.

Gli aspetti istituzionali e regolamentari svolgono un ruolo fondamentale nella valutazione dei costi e dei benefici delle operazioni di privatizzazione. Le normative vigenti, i requisiti di divulgazione, i regimi fiscali e altre disposizioni possono aumentare o ridurre i costi di permanenza nel mercato pubblico.

In conclusione, la decisione di avvicinarsi a un'operazione di delisting è basata sulla valutazione dei costi e dei benefici, che sono influenzati da fattori istituzionali, regolamentari e dalla struttura proprietaria delle imprese, sia nei paesi anglosassoni che in quelli dell'Europa continentale.

Un aspetto rilevante da considerare è la scelta più appropriata per il delisting durante periodi di crisi. Uno studio condotto da Croci e Giudice (Croci & Giudice, 2011) esamina il delisting in contesti di crisi finanziaria e rileva che in tali periodi, data la bassa quotazione delle azioni, aumenta significativamente la possibilità di un "freeze out". Questo significa che l'offerta da parte degli azionisti di maggioranza agli azionisti di minoranza diventa conveniente grazie a un prezzo di offerta favorevole.

Tuttavia, durante le crisi finanziarie, è molto difficile reperire le risorse necessarie per finanziare l'operazione di Leverage Buy Out (LBO). Di conseguenza, le probabilità di attuare un LBO durante tali periodi sono estremamente basse. Inoltre, l'attività del private equity diminuisce drasticamente in contesti di crisi, rendendo ancora più complicato l'accesso alle risorse finanziarie necessarie per un LBO. Al fine di valutare l'andamento dei delisting in relazione alle diverse crisi finanziarie, procediamo all'analisi dei dati relativi a cinque mercati finanziari di rilievo.

### ***3.2 Analisi Delisting dei 5 maggiori mercati azionari: America, Italia, Inghilterra, Germania e Francia***

Nel corso degli ultimi vent'anni, sia l'Europa che l'America hanno affrontato diverse crisi che hanno determinato significativi cambiamenti nei mercati finanziari. Di fronte a tali crisi, è stato necessario aumentare la regolamentazione al fine di garantire una maggiore protezione degli investitori. Tuttavia, l'eccessiva regolamentazione ha comportato un aumento dei costi per le aziende sia all'interno del mercato che per quelle che desiderano entrarvi. Questo ha portato a una diminuzione delle iniziative di quotazione in borsa (IPO) e a un notevole incremento dei delisting.

Sebbene i numeri elevati di delisting non siano necessariamente preoccupanti, quelli delle IPO sono diminuiti considerevolmente, suscitando crescente preoccupazione tra gli esperti del settore. È emerso, inoltre, un cambiamento nell'approccio adottato dalle aziende nella ricerca di alternative di investimento, come l'utilizzo di operazioni di fusione e acquisizione (M&A) e un maggiore coinvolgimento del private equity, che è diventato sempre più popolare.

In questo contesto, diventa importante analizzare l'andamento dei delisting negli ultimi anni nei principali mercati finanziari, al fine di comprendere meglio le dinamiche in atto e le implicazioni per le aziende e gli investitori.

### 3.2.1 *Analisi Delisting nel mercato finanziario Americano*

Gli Stati Uniti d'America sono da sempre rinomati per i loro record di borsa. Il sistema finanziario americano, incentrato principalmente sul mercato azionario, è stato una fonte di ricchezza e progresso. Tuttavia, nonostante sia da sempre uno dei luoghi privilegiati per le aziende alla ricerca di finanziamenti, nel corso del tempo e a causa delle crisi, il numero di delisting è progressivamente aumentato. Nonostante il numero di imprese negli Stati Uniti rimanga elevato e costante, si è osservato un significativo calo delle imprese quotate sui mercati americani. Le IPO hanno registrato una diminuzione e le piccole imprese con un notevole potenziale di crescita non sono più inclini ad esplorare il mercato pubblico. Ci sono altre fonti di finanziamento che stanno emergendo come alternative al mercato azionario, e i due canali principali sono l'attività di acquisizioni e fusioni, che recentemente hanno contribuito ad un aumento dei delisting, e la crescita del mercato del private equity, che consente alle aziende di accedere a fonti di finanziamento a basso costo. (Lattanzio, L.Megginson, & Santati, 2023)

Le ragioni che hanno spinto le aziende a uscire dal mercato sono diverse e comprendono sia motivazioni volontarie che non. In generale, dopo lo scoppio della bolla del 2000, si è verificato un significativo aumento dei casi di delisting. Uno dei fattori che ha influito maggiormente su questa diminuzione è stato l'introduzione del Sarabens Oxley Act nel 2000, che ha innalzato i requisiti per la quotazione, generando un aumento dei costi per le aziende e spingendo molte di esse a optare per l'uscita dal mercato pubblico. Una rigorosa indagine sul fenomeno del delisting nel periodo iniziale del millennio, fino al 2008 circa, è stata condotta da Jonathan Macey, Maureen O'Hara e David Pompilio (Macey, O'Hara, & Pompilio, 2008). La loro ricerca si è focalizzata sull'analisi dettagliata dei casi di delisting verificatisi nel mercato azionario americano tra il 2000 e il 2008. Dai risultati della loro analisi emerge che, a seguito dell'esplosione della bolla delle dot-com, il numero di delisting nel mercato statunitense ha registrato un notevole aumento. Inoltre, si evidenzia che la natura prevalente del delisting in quel periodo era di natura involontaria, causata dalle difficoltà incontrate dalle aziende nel soddisfare i requisiti necessari per rimanere quotate sul mercato.

Un ulteriore problema è che sia le borse che i mercati finanziari sono fortemente orientati al perseguimento del profitto. Di conseguenza, le norme relative al delisting non sono necessariamente favorevoli alle aziende. Tuttavia, la Securities and Exchange Commission (SEC) interviene per mitigare i processi di delisting per le aziende, cercando di alleviare le procedure e fornire supporto.

La maggior parte delle aziende americane si quota su i tre principali mercati americani che sono: NYSE<sup>14</sup>, NASDAQ<sup>15</sup> e AMEX<sup>16</sup>. Esistono anche borse regionali di minore rilevanza rispetto alle principali menzionate in precedenza. La Securities and Exchange Commission (SEC) stabilisce le norme riguardanti il

---

<sup>14</sup> New York Stock Exchange

<sup>15</sup> National Association of Securities Dealers Automated Quotation

<sup>16</sup> American Stock Exchange

delisting, che sono di natura complessa e devono essere seguite dalle borse. Tuttavia, le borse hanno la facoltà di apportare modifiche all'applicazione di tali regole entro certi limiti, a loro discrezione.

Come precedentemente menzionato, ciascuna borsa ha la facoltà di apportare modifiche entro determinati parametri, al di là delle disposizioni imposte dalla SEC. Ogni borsa ha inoltre delle proprie norme per il delisting, le quali includono:

- NYSE:

Il NYSE, noto anche come Borsa di New York, è un mercato azionario situato nella città di New York e rappresenta la più estesa piattaforma di scambio di titoli al mondo, misurata in termini di capitalizzazione di mercato complessiva delle sue società quotate. (Investopedia, 2022). Per quanto riguarda le regole legate al delisting, per rimanere quotate sul mercato le imprese devono rispettare tre requisiti di natura numerica e altri criteri soggettivi. Le regole legate a delle soglie numeriche da rispettare sono: In particolare, il NYSE valuterà la possibilità di rimuovere una società dalla quotazione se il numero totale di azionisti scende al di sotto di 400, se il numero di azioni detenute pubblicamente è inferiore a 600.000 o se il volume medio di scambi mensile nel corso degli ultimi 12 mesi è inferiore a 100.000 azioni (NYSE, sezione 802.01[A])<sup>17</sup>. In secondo luogo, il NYSE prenderà in considerazione il delisting se una società non soddisfa determinati requisiti di capitalizzazione di mercato (NYSE, sezione 802.01[B]). Queste regole riguardanti la distribuzione delle azioni e la capitalizzazione sembrano essere state messe in atto per garantire che il volume degli scambi e l'interesse siano sufficienti a giustificare i costi associati alla quotazione sul NYSE. Inoltre, la borsa di New York considererà il delisting se il prezzo medio di chiusura di un titolo è inferiore a \$1,00 per un periodo consecutivo di 30 giorni di negoziazione. Nel caso in cui il prezzo medio di chiusura sia l'unico criterio che la società non soddisfa, il NYSE concederà un periodo di 6 mesi per correggere la situazione. Se dopo 6 mesi il prezzo medio di chiusura rimane inferiore a \$1,00, il NYSE avvierà le procedure standard per il delisting. Infine, il NYSE prenderà in considerazione il delisting se le attività operative della società subiscono una riduzione significativa o se la società presenta una richiesta di fallimento o annuncia l'intenzione di farlo, "in conformità con una qualsiasi sezione della legge fallimentare" (NYSE, s.d.)

Inoltre NYSE ha la facoltà di revocare la quotazione di una società per diversi motivi, tra cui violazioni dell'accordo di quotazione con la borsa, la perdita della registrazione SEC per i titoli quotati e situazioni di insolvenza. Le società che non adempiono agli obblighi di deposito richiesti dalla SEC tendono a perdere la quotazione in tempi brevi.

---

<sup>17</sup> Per avere maggiori informazioni: <https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/09013e2c8556747d?searchId=1150133367>

- NASDAQ:

NASDAQ è l'abbreviazione di National Association of Securities Dealers Automated Quotation, che in italiano significa "Quotazione automatizzata dell'Associazione nazionale dei dealer in titoli". Questa piattaforma di scambio è stata creata a Wall Street l'8 febbraio 1971 ed è stata la prima borsa completamente elettronica del mondo. (Borsa Italiana , 2021). Per quanto riguarda i requisiti che un'azienda deve rispettare per non incorrere nel delisting sono molto simili a quelli definiti dalla NYSE: avere un patrimonio netto di 10 milioni di dollari, 750.000 azioni detenute pubblicamente, valore di mercato delle azioni detenute pubblicamente di almeno 5 milioni di dollari per 30 giorni lavorativi consecutivi, prezzo di offerta non inferiore a 1,00 dollari per 30 giorni lavorativi consecutivi e almeno due market maker per 10 giorni lavorativi consecutivi .Inoltre, il NASDAQ può delistare se la società presenta o annuncia che il consiglio di amministrazione ha autorizzato la liquidazione ai sensi di una qualsiasi sezione delle leggi sulla bancarotta. (NASDAQ, s.d.)

- AMEX:

Questo stock exchange si separa dai due precedenti perché di solito quelle aziende che non riescono ad entrare in NASDAQ e NYSE decidono di entrare in AMEX.

I requisiti che richiede questa borsa sono legati al valore delle azioni scenda al di sotto di 1 dollaro per azione o se non provveduto tempestivamente alla presentazione dei documenti finanziari societari, la società potrebbe essere soggetta a un delisting da parte dell'AMEX. Altri motivi che possono portare al delisting includono una scarsa attività di scambio e un numero insufficiente di azionisti. Dopo essere stati notificati dall'AMEX riguardo al delisting si hanno a disposizione 45 giorni per presentare un piano che dimostri come risolverete il problema. Qualora il piano non venga accettato dall'AMEX, la borsa procederà con il processo di delisting. (The Nest, s.d.)

Una volta che le aziende, questo vale per tutte e tre le borse, vengono cancellate l'azienda deve presentare una richiesta alla SEC per essere cancellata dall'Exchange Act, in modo da essere esonerata dagli obblighi di informazione richiesti dalla SEC nonostante non sia più quotata. Per fare ciò, l'azienda deve compilare il Form 15, che stabilisce che il delisting può avvenire solo se ci sono meno di 300 azionisti registrati (1.200 se l'azienda è una banca, una holding bancaria o una holding di risparmio e prestito). (BakerMcKenzie , s.d.).

Ritornando alla ricerca svolta da Macey nel periodo compreso tra il 2000 e il 2008, si registra una predominanza di delisting volontario sul NYSE, mentre il numero di delisting involontari rimane stabile per entrambi i casi. In numeri di delisting sui mercati americani dal 2000 al 2005 sono

Delistings from U.S. Stock Exchanges and Markets, 1995–2005

Year	NYSE	NASDAQ	AMEX	Annual
2005	135	332	87	554
2004	134	322	73	529
2003	140	460	84	684
2002	145	569	80	794
2001	213	665	94	972
2000	286	475	111	872

Tabella 7 Delisting maggiori mercati Americani -Fonte: Macey et.al (2008)

Questa tabella include i delisting volontari ed involontari.

Dopo quel periodo, si è verificata la rinomata crisi del 2008, che ha portato al crollo totale del mercato finanziario americano e dell'economia degli Stati Uniti. A causa di ciò, si è registrato un notevole aumento dei casi di delisting durante quegli anni e negli anni successivi. Le aziende non sono state in grado di sopravvivere a causa dei costi di mantenimento elevati e dei benefici praticamente nulli.

La grande crisi successiva a questa è stata quella portata dal Covid 19 molte aziende hanno subito una forte recessione e molte di esse sono state costrette a dichiarare bancarotta. Ciò ha portato ad una significativa diminuzione dei prezzi delle azioni e, di conseguenza, della ricchezza delle imprese, dei fondi di investimento e degli investitori. Senza quest'ultimi, le aziende non sono in grado di svolgere le loro funzioni normali e quindi di mantenere la loro posizione sul mercato. (Finbold, 2021)

Inoltre, oltre alla crisi pandemica, si sono aggiunte le restrizioni imposte dall'amministrazione Trump alle aziende cinesi. La Casa Bianca ha richiesto a tali aziende di conformarsi a una serie di requisiti riguardanti gli standard di revisione contabile<sup>18</sup>. La controversia è emersa in seguito alle divergenze tra funzionari americani e cinesi riguardo alla possibilità di consentire alle autorità di regolamentazione degli Stati Uniti di accedere ai documenti di revisione delle società cinesi quotate nelle borse americane.

Le società cinesi operanti all'estero sono tenute a conservare i documenti di revisione nella Cina continentale, inaccessibili alle istituzioni straniere. Questa disposizione rende difficile per le società cinesi conformarsi alle normative statunitensi in materia di revisione contabile.

La Cina si è opposta alla condivisione degli audit citando ragioni di sicurezza nazionale e sottolineando l'ingente quantità di dati raccolti dalle aziende, specialmente nel settore tecnologico.

Nonostante un periodo di alta tensione e conflitto tra gli Stati Uniti e la Cina, un considerevole numero di circa 100 aziende cinesi ha deciso di conformarsi agli standard imposti dal governo americano e di collaborare attivamente al fine di evitare l'espulsione dai mercati statunitensi. Tra queste aziende, una delle più significative è Alibaba.

<sup>18</sup> “La legge "Holding Foreign Companies Accountable Act" impedisce la quotazione in borsa dei titoli delle società straniere che per tre anni consecutivi non hanno rispettato le revisioni contabili dell'U.S. Public Accounting Oversight Board.” (Reuters , 2020)

È importante notare che, nonostante alcuni casi di adesione, molte altre imprese hanno scelto di intraprendere la strada del delisting.

Un esempio recente di delisting si è verificato con le due compagnie aeree di proprietà dello Stato cinese, China Eastern Airlines e China Southern Airlines. Questo evento rappresenta un importante segnale della volontà delle aziende cinesi di rinunciare alla presenza sui mercati statunitensi, in risposta alle crescenti tensioni e alle restrizioni imposte. (The Wall Street Journal , 2023 )

Mediante l'analisi dei dati raccolti utilizzando la piattaforma Refinitiv e Bloomberg, è possibile ottenere una panoramica sull'evoluzione dei delisting a partire dall'anno 2000 fino ai giorni nostri. I dati raccolti riguardano principalmente i mercati statunitensi di punta.

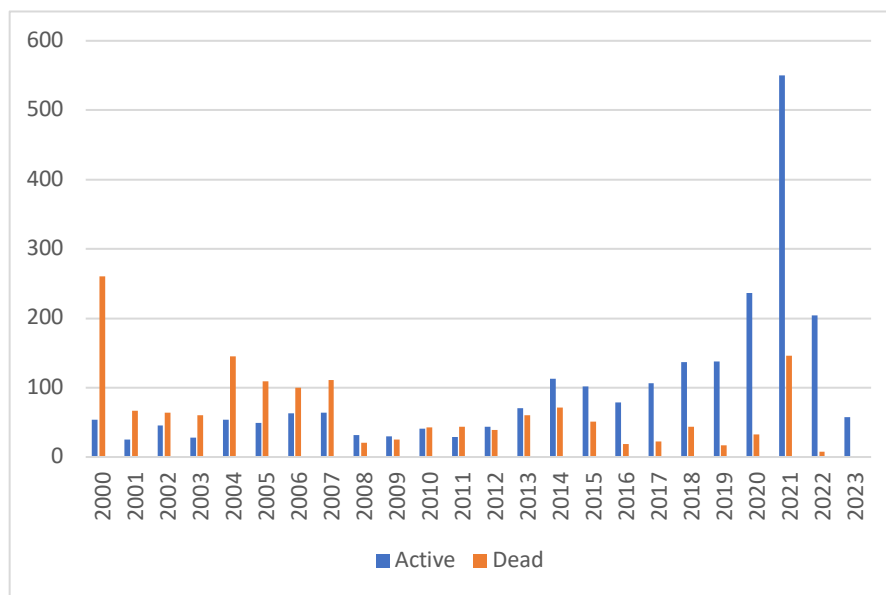


Tabella 8 Dati Equity Active Vs Dead 2000-2023 Nasdaq Fonte: Refinitive.

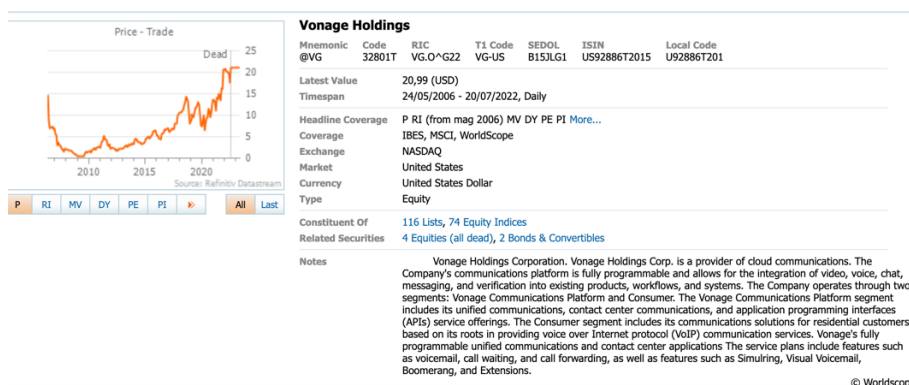
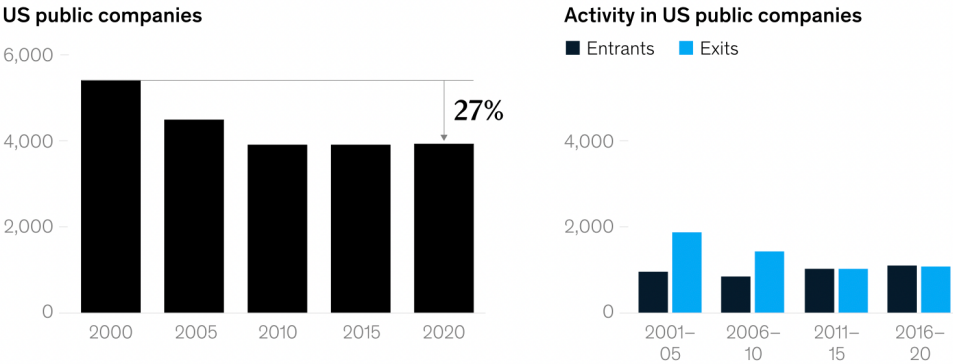


Tabella 9 Informazioni Aziende Fonte: Refinitive

I dati presentati sono frutto dell'analisi condotta utilizzando la piattaforma Refinitive. È interessante notare che, a partire dall'inizio del nuovo millennio e soprattutto con l'entrata in vigore del SOX Act, il numero di delisting è

aumentato significativamente. Come precedentemente menzionato, si è registrato un aumento dei delisting involontari dovuti all'incapacità delle aziende di soddisfare i requisiti richiesti dall'Atto.

Un altro picco di delisting si è verificato durante la crisi finanziaria del 2008 e durante la crisi del COVID-19. Come accade in ogni periodo di crisi, le risorse disponibili si sono ridotte, portando a una diminuzione dei prezzi e rendendo le aziende incapaci di mantenere i livelli di qualità richiesti dal mercato.



Source: S&P Global; Corporate Performance Analytics by McKinsey



Figura 10 Dati Delisting vs IPO US Fonte: McKinsey&Company

I dati selezionati nella Tabella 11 sono leggermente diversi rispetto a quelli precedenti, in quanto si focalizzano sulle motivazioni che hanno spinto una serie di imprese a ritirare le proprie azioni dal mercato americano nell'ultimo anno. Ciò ci permette di comprendere, oltre ai numeri nel corso degli anni, le principali ragioni che spingono le imprese ad abbandonare il mercato. (comprende tutti i delisting di azioni su NYSE,NASDAQ,OTC da Gennaio a oggi )



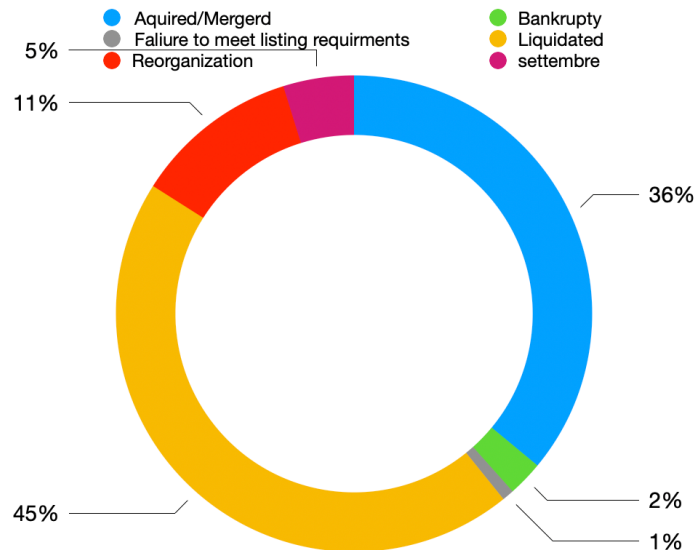


Tabella 11 Motivi Delisting 2023-Fonte: Bloomberg

Le ragioni precedentemente elencate non costituiscono l'elenco completo delle motivazioni considerate da Bloomberg, ma riflettono quelle che abbiamo discusso finora e che sono state oggetto di studio da parte di numerosi ricercatori nel corso degli anni. Come possiamo osservare, la tendenza attuale indica che la maggior parte delle aziende ritira le proprie azioni dal mercato per motivi di delisting volontario (Acquired/Merged – Reorganization), spesso in concomitanza con operazioni di "GTP" (fusioni e acquisizioni).

È probabile che, nella situazione economica e politica attuale, le aziende preferiscano essere acquisite al fine di beneficiare di economie di scala e di garantire profitti più sicuri, riducendo l'esposizione alla volatilità del mercato. Questa scelta potrebbe offrire maggiore protezione e stabilità finanziaria alle imprese, consentendo loro di mantenere un livello di redditività sostenibile.

### 3.2.2 Analisi Delisting nel mercato finanziario Italiano

Il mercato azionario italiano presenta una serie di differenze rispetto a quello americano, soprattutto in termini di cifre significativamente inferiori. Questa disparità è attribuibile a diversi fattori, tra cui le differenze culturali e le preferenze delle aziende nel cercare finanziamenti attraverso il sistema bancario anziché quotarsi in borsa, da una particolare struttura di corporate governance e da una presenza importante degli investitori istituzionali nel mercato. Sebbene il numero di IPO non sia sempre stato elevato, la qualità di queste operazioni è stata generalmente alta.

Anche i delisting hanno mantenuto un certo ritmo nel corso degli anni, ma recentemente hanno registrato un aumento che ha suscitato preoccupazioni tra gli esperti del settore. Infatti, vediamo come Paolo Savona presidente della Consob sia dell'idea che oggi si stia vivendo un cambio di tendenza e che ci sia un aumento di non listing e

delisting in Italia. I dati parlano, basti vedere come dal 2007 al 2022, nel segmento MTA sono state registrate 153 nuove ammissioni e 190 revocazioni, con un saldo negativo di 37 unità. La metà delle nuove ammissioni proviene da IPO e trasferimenti da altri mercati, mentre la maggior parte delle revocazioni è causata da OPA e crisi aziendali. Nel segmento AIM, sono state registrate 300 nuove ammissioni e 119 revocazioni, con un saldo positivo di 190 unità. La maggior parte delle nuove ammissioni è dovuta a IPO, mentre le revocazioni sono causate principalmente da OPA e operazioni straordinarie.

Secondo Savona i problemi che si presentano sul mercato di Piazza Affari sono legati principalmente a motivi di natura fisiologica e patologica. Per quanto riguarda i motivi di natura fisiologica sono legati proprio al sistema economico finanziario ed istituzionale del nostro paese che scoraggia notevolmente le imprese alla quotazione. Dal punto di vista invece patologico il nostro mercato presenta problemi sistemici che hanno radici nella mancanza di crescita dell'attività produttiva, nell'eccessiva redistribuzione statale e nella presenza diffusa di rendite di posizione. Inoltre, vi sono inefficienze nel settore finanziario e nella supervisione degli operatori e dei mercati, che non sono allineate con gli standard internazionali. Infine, la competizione normativa tra i paesi, specialmente quelli europei, contribuisce a questa situazione. Il numero uno della Consob ritiene poi che ci sia a livello generale una carenza di senso di appartenenza e di orgoglio nazionale a livello generale, il che impedisce alle aziende italiane di valorizzare appieno il loro potenziale. (La Repubblica , 2023 )

Quindi solo negli ultimi anni è emerso il concetto di delisting, insieme a crescenti preoccupazioni. Guardando ai numeri, la prospettiva per il futuro suggerisce che questi cifre potrebbero addirittura aumentare. Dal primo anno del nuovo millennio al 2022, sono stati registrati circa 336 casi di delisting, di cui 268 dal listino principale, considerando un totale di 407 imprese quotate. Sebbene la differenza sia positiva, ciò che desta preoccupazione è l'aumento osservato negli ultimi periodi.

Parlando delle ragioni che spingono le aziende italiane ad uscire dal mercato, secondo uno studio condotto da (Tutino, C., Panetta, & Laghi, 2013) si distinguono da quelle delle loro controparti europee e non. Rispetto alle teorie dei costi e dei benefici utilizzate per analizzare le motivazioni dei delisting in Italia, la loro applicazione è difficoltosa, almeno per il periodo 2001-2011 secondo questo paper le aziende italiane presentano motivazioni che si differenziano dalle altre borse. Si osserva infatti che molte aziende decidono di passare da pubbliche a private, semplicemente per consentire all'azienda di ridefinire la struttura del capitale e il portafoglio di attività. La ricerca condotta da Inermonte Partners (Intermonte , 2022) ha permesso di classificare le aziende in quattro gruppi distinti in base alle motivazioni che hanno portato al delisting. Questi quattro gruppi sono i seguenti:

### *1. Le Sconfitte:*

Le aziende che si trovano nella categoria delle "Sconfitte" sono quelle che non sono state in grado di soddisfare i requisiti fondamentali. Questa situazione si verifica principalmente in aziende che affrontano difficoltà significative, come il fallimento, e quindi il delisting diventa inevitabile per loro. Queste aziende

rientrano nella modalità di delisting involontario. È importante notare che anche prima del delisting, queste aziende erano caratterizzate da prestazioni abbastanza deludenti. Le loro sfide operative e finanziarie hanno contribuito al loro declino e all'inevitabile delisting. Queste imprese affrontano il delisting in periodi particolari, soprattutto durante le crisi economiche, quando i prezzi delle azioni diminuiscono e l'attività di investimento subisce un calo significativo. Per le aziende quotate, i costi associati alla quotazione diventano eccessivi e molte di esse non riescono a mantenere i requisiti minimi per rimanere sul mercato. Inoltre, è emerso che questo tipo di imprese tende a rimanere quotate per un periodo inferiore ai 5 anni e le loro performance, anche prima dell'IPO, non erano eccezionali.

#### 2. *Le Prede:*

si tratta di un insieme di imprese che sono state acquisite da attori esterni, e queste entità esterne possono variare notevolmente, includendo banche, compagnie di assicurazioni, gruppi industriali e altro ancora. Nel corso del tempo, molte di queste aziende sono state acquistate da gruppi stranieri, dimostrando come il mercato pubblico possa rappresentare una vetrina di grande visibilità per le imprese che desiderano attirare l'attenzione. Nel 2021, questo gruppo ha registrato il numero più elevato di acquisizioni, con ben 11 aziende coinvolte. Prima dell'acquisizione, queste imprese si caratterizzavano per una crescita del fatturato e rendimenti medi soddisfacenti. Le società acquirenti possono essere anch'esse quotate o non quotate, i casi di società quotate che si fondono con altre società sono relativamente rari. Le acquisizioni possono avvenire in modo ostile o attraverso accordi con i dirigenti, che è la modalità più comune in Italia. Per quanto riguarda il tipo di aziende che vengono acquistate, le aziende straniere tendono a preferire le grandi aziende, mentre i gruppi italiani prediligono l'acquisizione di aziende di piccole dimensioni. In media, le aziende acquisite hanno un'età media di 11 anni.

#### 3. *Le Ristrutturande:*

Si tratta di un gruppo di imprese che sono state rimosse dal mercato a causa della necessità di intraprendere una ristrutturazione interna. Spesso, tali operazioni vengono effettuate per semplificare la struttura del gruppo e la catena di controllo. La caratteristica comune di queste imprese è che, prima del delisting, si osserva una tendenza al ribasso dei ricavi.

#### 4. *Le Pentite:*

Queste sono le imprese che hanno autonomamente deciso di tornare al regime privato e ciò può avvenire attraverso tre modalità distintive. Innanzitutto, possono proporre all'assemblea dei soci di porre fine alla quotazione, un'opzione preferita soprattutto dalle piccole aziende poiché più gestibile. In alternativa, possono avvenire fusioni tra una società quotata e una non quotata appartenenti allo stesso gruppo. Infine, c'è la possibilità di promuovere un'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) volta a ritirare le azioni dal mercato al fine di ridurre il capitale pubblico al di sotto di una soglia che consente alla società di rimanere quotata.

Questo tipo di operazione è in aumento anno dopo anno, generando preoccupazioni riguardo alla sottoutilizzazione del mercato pubblico, che sembra essere utilizzato in modo opportunistico per un periodo limitato di tempo. Nonostante ciò, i dati attuali dimostrano il contrario, poiché le imprese che scelgono autonomamente di lasciare il mercato hanno in media 10 anni di esperienza. Tuttavia, sarà importante monitorare attentamente negli anni a venire se la durata media di permanenza diminuirà o meno.

Riassumendo i motivi che hanno portato al delisting in questi anni sono:

	Anno	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Totale
MTA/MIV (*)	Cessazione	-	1	6	4	1	2	-	-	3	4	2	5	4	5	-	1	-	-	2	-	40
	Mancanza requisiti	-	-	-	2	1	1	-	1	-	-	-	-	-	-	1	3	-	1	-	-	10
	Acquisiz. esterna	3	11	3	2	6	8	7	2	4	4	2	2	3	3	6	3	5	2	4	7	87
	Operaz. infragr.	6	6	-	2	6	2	1	3	-	-	3	2	4	2	2	2	-	2	3	-	46
	Bus.comb.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1	-	2	1	-	-	5
	Volontario	4	8	2	5	3	3	8	6	3	4	4	3	-	3	-	3	7	6	1	7	80
	Totale	13	26	11	15	17	16	16	12	10	12	12	12	11	14	9	14	13	11	10	14	268
AIM Italia/MAC/EGM	Cessazione															1	-	-	2	4	-	7
	Mancanza requisiti										2	1	5	-	2	3	2	1	-	3	-	19
	Acquisiz. esterna															1	2	2	3	1	4	13
	Operaz. infragr.											1	-	-	-	1	-	-	-	1	-	3
	Bus.comb.												1	-	2	1	2	4	6	1	-	17
	Volontario													1	1	2	1	-	1	2	1	9
	Totale										2	2	6	1	5	9	7	7	12	12	5	68
Totale generale	13	26	11	15	17	16	16	12	10	14	14	18	12	19	18	21	20	23	22	19	336	

Tabella 12 . Motivi di delisting ultimi 20 anni - Fonte : Intremonte

L'operazione che per di più viene utilizzata per far sì che un'impresa da pubblica passi a privata e che quindi venga sottoposta ad un operazione di “going private” è quella dell’Offerta Pubblica d’Acquisto.

Utilizzata in caso sia di delisting involontario che non. Da qualche anno ormai svolge un ruolo molto importante nel settore delisting, attore principale. Questo tipo di operazione ha avuto un notevole incremento anche per motivi legati alla volatilità dei mercati le imprese preferiscono non subire le fluttuazioni continue che creano instabilità alla loro attività e per questo motivo decidono di uscire.

Per quanto riguarda l'operazione vera e propria, l'OPA si tratta di “ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto in denaro di prodotti finanziari” (Borsa Italiana , 2018).

Esistono secondo la Consob due tipologie di OPA:

-Volontaria (artt. 102 e ss. del Tuf<sup>19</sup>): la promozione dell'Offerta è rimessa alla mera volontà degli Offerenti, può essere promossa su titoli quotati, titoli non quotati o titoli diffusi; il corrispettivo è determinato dall'Offerente; (Consob, s.d.)

<sup>19</sup> Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 - Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (Consob , s.d.)

-Obbligatoria (artt. 106 e ss del Tuf): la promozione dell'Offerta è imposta dalla legge al verificarsi di determinati presupposti; può essere promossa soltanto su titoli quotati; il corrispettivo è determinato in base a criteri individuati dalla legge (Consob, s.d.)

A livello Europeo esiste una Direttiva che regola questo tipo di transazione come visto in precedenza Direttiva Opa (2004/25/CE<sup>20</sup>) l'organo che si occupa di controllare questa operazione è la Consob.

Durante il periodo 2007-2019, si è notato che i momenti di maggiore attività delle OPA sono legati alle operazioni di delisting che si sono verificate durante le crisi economiche. Questo perché, in questi periodi, i mercati finanziari non hanno reso molto e i prezzi delle azioni sono scesi, diminuendo la convenienza per le imprese di rimanere quotate in borsa. Con il passare del tempo, il fenomeno delle OPA non ha subito mai una diminuzione significativa anzi, a causa dell'elevata volatilità del mercato e della persistente crisi economica che si fa sentir molte imprese preferiscono essere gestite privatamente piuttosto che quotarsi in borsa.

Per quanto riguarda l'andamento dei delisting in questi ultimi anni in Italia osserviamo che:

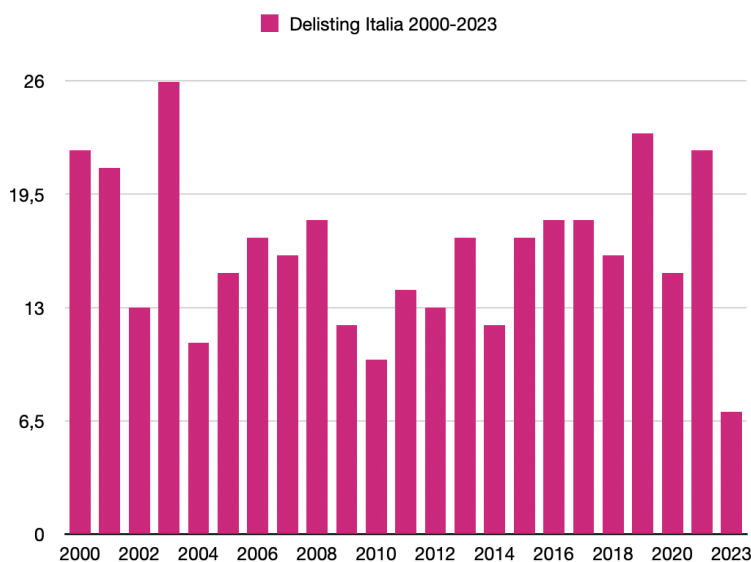


Tabella 13 Delisting Italia 2000-2023 Fonte Dati: Borsa Italiana

Attraverso l'analisi dei dati reperiti dal sito di Borsa Italiana, possiamo ottenere una panoramica sul trend dei delisting nel corso del tempo. I dati confermano quanto già evidenziato in precedenza: i momenti di maggior delisting si verificano in concomitanza con periodi di crisi finanziaria, in cui i mercati non sono al loro massimo

---

<sup>20</sup> “La citata Direttiva, in particolare, ha imposto agli Stati membri di rivedere ovvero di implementare le regole in tema di offerte pubbliche di acquisto, fondandole su principi generali (Articolo 3 della Direttiva) quali la parità di trattamento degli azionisti della società destinataria, la tutela degli azionisti di minoranza, la trasparenza informativa, l'equilibrio tra le forze in campo e la salvaguardia dell'interesse sociale dell'emittente, il tutto al fine di garantire un'adesione più consapevole da parte dei soggetti destinatari dell'offerta” (CONSOB, 2021)

rendimento. Durante queste fasi, diventa più difficile per le imprese reperire le risorse necessarie sul mercato pubblico, poiché i prezzi delle azioni diminuiscono e gli investitori mostrano maggior riluttanza nel mettere il proprio denaro in borsa. Inoltre, si nota un aumento dei delisting negli ultimi anni, a partire dal 2019, e questa tendenza sembra mantenersi anche nel 2022, con cifre paragonabili a quelle registrate nel 2019. Proiettandoci al 2023, già a maggio si contano sette delisting, l'ultimo dei quali registrato il 3 maggio. Questo suggerisce che il trend in aumento potrebbe proseguire. La situazione economica e politica attuale, caratterizzata da alta volatilità dei mercati, rappresenta una sfida per tutte le imprese quotate in borsa e non favorisce una diminuzione dei delisting. Inoltre, si può osservare come nel corso del tempo i dati riflettano quanto discusso in precedenza. Si nota un aumento costante dei numeri legati alle acquisizioni, soprattutto durante i periodi di crisi. Anche le motivazioni di delisting volontario presentano cifre significative, con un'oscillazione nel corso degli anni. All'inizio del millennio, si riscontrano numeri più elevati, seguiti da un calo e una successiva ripresa a partire dal 2017, mantenendosi generalmente elevati. Le operazioni di OPA giocano un ruolo centrale in tutte queste dinamiche. Ad esempio, nel 2022, su ventidue operazioni di delisting, ben venti erano OPA, e nel 2023, su sette operazioni, cinque rientravano in questa categoria. Il settore privato sta attirando un gran numero di aziende quotate in borsa, a causa delle condizioni sfavorevoli attuali che impediscono al mercato pubblico di offrire i soliti vantaggi alle aziende. Inoltre, è possibile notare che con l'incremento di questi delisting a favore del mercato privato, potrebbe verificarsi una tendenza futura sfavorevole al mercato pubblico. Se il mercato pubblico desidera evitare gradualmente di scomparire, dovrà attuare strategie mirate per attrarre un numero maggiore di aziende italiane. Sarà necessario adottare misure che favoriscano la partecipazione delle aziende e che offrano vantaggi competitivi rispetto al mercato privato. Questo potrebbe includere politiche di incentivazione, semplificazione delle procedure di quotazione, miglioramento delle condizioni di mercato e promozione delle opportunità di crescita e visibilità per le aziende. Inoltre, sarà importante affrontare eventuali criticità o ostacoli che scoraggiano le imprese dal quotarsi sul mercato pubblico, garantendo regole chiare, trasparenza e stabilità normativa. Solo così sarà possibile invertire il trend attuale e rafforzare la presenza delle aziende italiane sul mercato pubblico.

### *3.2.3 Analisi Delisting nel mercato finanziario Inglese*

L'Inghilterra, situata nel continente europeo, è l'unico paese che presenta somiglianze significative in termini di numeri e performance con il mercato finanziario americano. Questi due mercati condividono diverse analogie e nel corso del tempo l'Inghilterra ha sempre cercato di tenere il passo con gli Stati Uniti.

La caratteristica distintiva del regime anglosassone rispetto agli altri paesi europei sta nel fatto che c'è una maggiore fiducia nel mercato pubblico come strumento per la crescita delle aziende e una diffusa struttura proprietaria. Tuttavia, c'è un ampio divario tra il controllo e la proprietà, e spesso, una volta quotate, le aziende si

trovano ad affrontare problemi legati ai conflitti di interesse tra il management e i proprietari. Questo è il motivo per cui le "going private transaction" sono molto comuni nel mercato inglese.

L'operazione che rappresenta per eccellenza questa tendenza è la Leveraged Buyout (LBO), nata negli anni '80 negli Stati Uniti e successivamente diffusasi rapidamente nel contesto inglese. Il boom delle LBO si è verificato a partire dagli anni '90 e ha raggiunto il culmine negli anni 2000 con operazioni di grande rilevanza.

Nonostante il mercato delle LBO si sia sviluppato e radicato bene in entrambi i paesi ci sono delle differenze sostanziali che in termini di ricchezza si possono ottenere dall'operazione. Ad esempio nel mercato americano passare dal pubblico a privato attraverso un LBO permette di avere uno scudo fiscale importante per un bel periodo mentre in Inghilterra non è detto che si ottenga lo stesso beneficio perché hanno due sistemi di tassazione diversi. Inoltre le aziende che decidono di affrontare un LBO in UK sono diverse sono giovani con grandi opportunità di crescita infatti sono un target perfetto per il venture capital. Al contrario, in America per le LBO si preferisce puntare su aziende già mature in grado di reggere alti livelli di indebitamento. Tutte differenze che portano a risultati differenti in termini di ricchezza (Renneboog, Simons, & Wright, 2007).

In una ricerca di (Pour & Lasfer, 2013) viene studiato il segmento AIM<sup>21</sup> per il periodo che va dal 1995 al 2005 e viene riportato che la maggior parte dei delisting avviene per "request of the company"<sup>22</sup> perché in generale non è più in grado di attrarre nuovo capitale attraverso il mercato azionario, necessario a bilanciare la struttura del capitale.

In genere, queste imprese presentano scarse opportunità di crescita e performance negative già da un anno prima del delisting. Al contrario, le aziende che passano dal mercato AIM al Main Market<sup>23</sup> sono imprese solide, di dimensioni maggiori e redditizie, che generano rendimenti azionari significativi e dispongono di ampie opportunità di crescita.

In linea generale, le ragioni principali per cui un'azienda decide di uscire dal London Stock Exchange (LSE) sono le seguenti:

- Delisting volontario.
- Trasferimento verso un segmento di mercato più significativo, come il Main Market.
- Acquisizione da parte di aziende non quotate che rendono l'azienda privata.
- Non conformità alla regolamentazione vigente.

La Borsa principale di Londra e anche inglese è la London Stock Exchange in quanto tale definisce anche quali sono i requisiti necessari affinché un'azienda possa rimanere sul mercato o comunque procedere con il delisting.

---

<sup>21</sup> "L'Alternative Investment Market (AIM) è il mercato internazionale della Borsa di Londra (LSE) per le piccole e medie imprese in crescita. A differenza del mercato principale per le società quotate, le società ammesse alla negoziazione sull'AIM sono regolate dal LSE piuttosto che dalle funzioni di mercato primario della FCA". (Deloitte, s.d.)

<sup>22</sup> Su richiesta della compagnia viene cancellata dalla borsa

<sup>23</sup> "Il Main Market è il principale mercato del LSE per le società quotate del Regno Unito e dell'estero. Vi si sono quotate società di tutti i settori industriali e di varie dimensioni. Il Main Market non è specializzato in particolari tipi di società né ne incoraggia la quotazione." (BakerMcKenzie, 2022)

La condizione principale per il delisting di un'azienda dal mercato primario del London Stock Exchange (LSE) è l'approvazione, da parte degli azionisti, di una risoluzione speciale con una maggioranza del 75% che autorizzi la cancellazione dell'ammissione delle azioni dell'azienda dalla lista ufficiale e dalla negoziazione sul mercato dei titoli quotati del LSE. Dopo un'offerta di successo per l'intero capitale azionario dell'azienda, di solito l'offerente ha diritti di voto sufficienti per approvare tale risoluzione. Ulteriori requisiti procedurali sono definiti dal Regolamento di quotazione. Tra i requisiti troviamo (Exchange, 2022):

- Un'azienda membro può dimettersi dando alla Borsa un preavviso scritto di almeno tre mesi.
- La Borsa può posticipare la data di efficacia delle dimissioni e può imporre altre misure che ritiene necessarie per la protezione degli investitori che possono essere clienti o controparti
- La Borsa può, a sua assoluta discrezione, rifiutare di accettare un avviso di dimissioni dato da un'impresa membro se la Borsa ritiene che se una qualsiasi questione che riguardi l'impresa membro debba essere indagata.

Come molti altri paesi, anche il mercato dei delisting nel Regno Unito è stato significativamente influenzato da crisi e cambiamenti, come quelli avvenuti nel nuovo millennio, l'esplosione della bolla finanziaria, e la grande crisi del 2008, in cui il numero di delisting è aumentato in modo significativo. Inoltre, il mercato inglese ha dovuto affrontare crisi interne che hanno colpito principalmente questa regione e hanno portato a un aumento dei delisting. Uno di questi momenti cruciali per il Regno Unito e i relativi delisting è stata la Brexit, che ha avuto un impatto significativo sul panorama economico e finanziario, un cambiamento degli equilibri a livello mondiale.

La decisione della Brexit ha avuto un impatto significativo sul mercato finanziario, con conseguenze evidenti sia sulle IPO che sui delisting volontari delle aziende, specialmente quelle di dimensioni ridotte. Di fronte a una maggiore volatilità e incertezza, le imprese più piccole hanno preferito evitare le conseguenze di tale instabilità e hanno scelto di uscire dal mercato. La Brexit ha generato un clima di incertezza che si è riflesso immediatamente sulle condizioni dei mercati, con una diminuzione delle valutazioni e una maggiore difficoltà nell'accesso al finanziamento. (Reuters , 2016)

Successivamente, altre sfide hanno colpito il mercato, come la crisi del COVID-19 e il conflitto in corso tra Russia e Ucraina. Il conflitto tra i due paesi continua da oltre un anno e le ripercussioni sui mercati sono state diverse. L'Inghilterra, insieme ad altri stati, ha dovuto prendere decisioni riguardo alle sanzioni da imporre alla Russia, e una delle scelte adottate è stata la cessazione dell'attività delle aziende russe quotate sulla borsa di Londra. Infatti, all'inizio di marzo 2022, la negoziazione delle ricevute di deposito delle società russe è stata sospesa.

Di recente, abbiamo assistito al delisting della rinomata società Novatek (Reuters, 2023), nota per la produzione di gas naturale. Il delisting non è avvenuto solo da parte delle aziende russe, in generale il numero di delisting è aumentato sul mercato inglese . La volatilità del mercato, dovuta alla guerra e alla crisi economica, ha determinato una scarsa propensione delle aziende a quotarsi e ha causato l'uscita di quelle già presenti, poiché non erano in grado di far fronte a tale incertezza.

Andando ad analizzare meglio la situazione dei delisting in questi 23 anni possiamo vedere che:



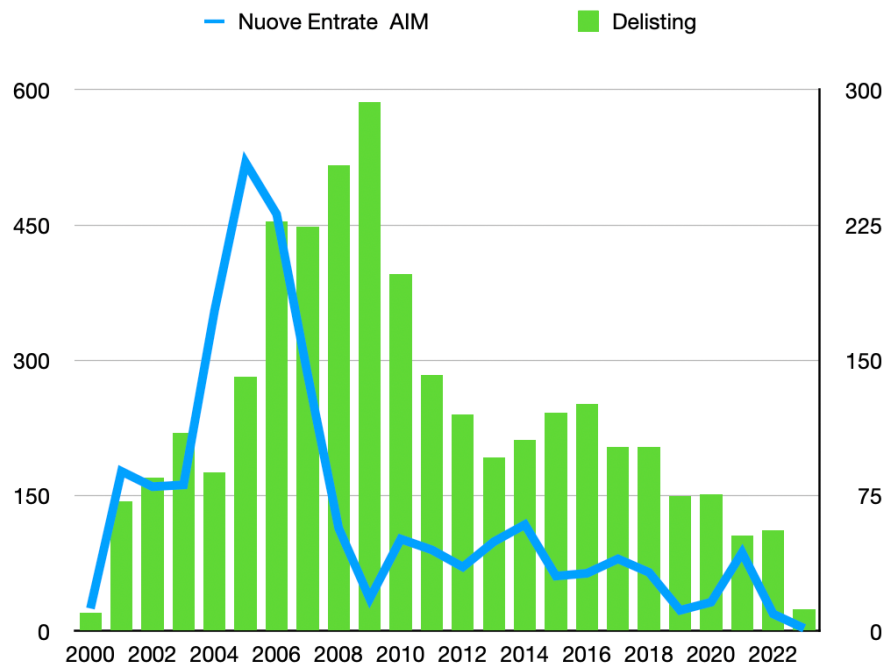


Tabella 14 Mercato AIM -Fonte Dati:London Stock Exchange

Nel grafico presentato, possiamo osservare l'andamento descritto in precedenza nel mercato AIM. Inizialmente, notiamo un periodo di crescita delle ammissioni al mercato che supera ampiamente i delisting. Tuttavia, con l'arrivo della crisi, si verifica un'inversione di tendenza: il numero dei delisting aumenta, mentre quello delle ammissioni diminuisce. Dopo il 2008-2009, diventa sempre più difficile registrare un significativo numero di nuove ammissioni, mentre i delisting continuano ad aumentare in modo costante. È evidente l'impatto della Brexit sul mercato, poiché i delisting hanno registrato un aumento significativo; da dopo l'annuncio del grande cambiamento l'incertezza nei mercati inglesi e quelli europei nei confronti dell'Inghilterra è aumentata. Nel 2021 si osserva una leggera ripresa delle ammissioni, ma i numeri dei delisting rimangono ancora elevati. Nel complesso, nel corso di questi 23 anni, il mercato inglese ha assistito a un aumento dei delisting nonostante sia un mercato molto forte con performance molto buone paragonabili a quelle americane.

Oltre al mercato AIM, è presente anche il Main Market, che riveste un ruolo di grande importanza per il LSE. Nel Main Market vengono generalmente quotate aziende di dimensioni e solidità maggiori rispetto al AIM, che ospita invece società più piccole e ad alto rischio. Tuttavia, per quanto riguarda i dati disponibili forniti dal LSE riguardo a questo mercato, le informazioni sono più limitate, in quanto è possibile accedervi solo a partire dal 2009. È noto che il mercato più rinomato per i livelli elevati di delisting non è il Main Market, bensì l'AIM, che è caratterizzato da una varietà di realtà più piccole e soggette a rischio, è più facile che queste società siano soggette a delisting sia per motivi volontari e non. Analizzando questi dati, ci si aspetta un numero potenzialmente alto di

delisting rispetto alle nuove ammissioni, ma sicuramente inferiore rispetto ai delisting che avvengono nel mercato AIM.

#### *3.2.4 Analisi Delisting nel mercato finanziario Tedesco*

La Germania è da sempre caratterizzata dal suo particolare sistema finanziario, basato principalmente su un modello di orientamento bancario che pone minore enfasi sul mercato dei capitali. Questo sistema è fortemente incentrato sulla protezione degli stakeholder, piuttosto che sugli shareholders. Di conseguenza, si è sviluppata una struttura finanziaria proprietaria concentrata, in cui le imprese industriali, le famiglie e le banche giocano un ruolo predominante come detentori di azioni, controllori e votanti nelle assemblee generali. Il sistema finanziario tedesco si discosta notevolmente dal modello anglosassone, in cui la borsa rappresenta il principale luogo in cui le aziende possono accedere alle risorse necessarie per i loro investimenti. In questo contesto, le aziende si caratterizzano per una struttura proprietaria meno concentrata e pongono maggiore enfasi sulla sicurezza degli investitori.

Il sistema finanziario tedesco è stato oggetto di numerose critiche per la sua rigidità nei confronti del mercato pubblico, e di conseguenza ha cercato di adottare nel corso del tempo misure volte ad avvicinarlo al modello anglosassone. Negli inizi del nuovo millennio, sono state intraprese una serie di iniziative che hanno reso il sistema finanziario tedesco più “market oriented”, più simile a quello americano capace di attrarre anche aziende provenienti dall'estero .

L'innovazione ha introdotto nuove sfide per le aziende già quotate sul mercato, con l'aumento delle regolamentazioni e dei requisiti necessari per la quotazione e la permanenza. Questi cambiamenti hanno comportato un aumento dei costi, rendendo estremamente difficile per le imprese mantenere la loro presenza nel mercato. Di conseguenza, si è verificato un numero significativo di delisting, con molte aziende che hanno optato per il trasferimento a segmenti di mercato di livello inferiore, caratterizzati da regolamentazioni meno stringenti. Per esempio, il Primary Standard è un segmento che impone requisiti più elevati in termini di quotazione, divulgazione e corporate governance. (Bessler, Beyenbach, Rapp, & Vendrasco, 2018). Successivamente all'implementazione di tali nuove regolamentazioni, molte aziende hanno optato per spostarsi dal Primary Standard verso segmenti di mercato con requisiti meno rigidi, come il General Standard o l'Entry Standard. Di conseguenza, si è osservata una notevole diminuzione del numero di aziende quotate nel Primary Standard, tendenza che si è protratta fino al 2008.

Con l'avvento della crisi finanziaria, le decisioni di rimanere nel mercato sono diventate ancora più complesse. Oltre alle restrittive regolamentazioni, le imprese hanno dovuto far fronte alle conseguenze della crisi stessa, il che ha spinto molte di loro a uscire volontariamente o involontariamente dal mercato. Le difficoltà nel raggiungere i requisiti minimi, unitamente ai costi elevati e ai benefici ridotti, hanno contribuito a questa tendenza.

Le imprese a conduzione familiare, che costituiscono la maggioranza in Germania e nei paesi dell'Europa Continentale, hanno subito un impatto significativo a causa di queste crisi e nuove regolamentazioni. Queste imprese si distinguono per la loro struttura proprietaria e di governance peculiare, nonché per la loro tendenza all'opacità, all'attenzione limitata verso il pubblico e alla preferenza per la sicurezza. Inoltre, non sono abituate a essere influenzate da attori esterni e sono più interessate a creare relazioni con gli investitori che siano durature nel tempo.

In seguito a questa serie di eventi e cambiamenti, le imprese a conduzione familiare hanno dovuto affrontare l'operazione di delisting. In questo contesto, il delisting non si riferisce solo alla rimozione dal mercato, ma comprende anche tutte le imprese che hanno scelto di trasferirsi da un mercato a un altro meno regolamentato.

Dalla ricerca condotta da (Bessler, Beyenbach, Rapp, & Vendrasco, 2021) osserviamo come le imprese con limitate opportunità di crescita, che non hanno più bisogno di ulteriori finanziamenti provenienti dal mercato, trovano oneroso rimanere in tale mercato. In questi casi, diventa molto comune che queste imprese optino per la privatizzazione o per il trasferimento verso un segmento di mercato diverso.

Durante la crisi, si è verificato un notevole aumento di questa tendenza al trasferimento. Le imprese a conduzione familiare quotate nel Prime Standard, a seguito della crisi e dei cambiamenti regolamentari precedenti, hanno deciso di spostarsi verso un segmento di mercato con requisiti meno stringenti. Attraverso ricerche, è stato osservato che, dopo il trasferimento a un segmento inferiore, le performance di queste aziende sono notevolmente migliorate, dimostrando l'importanza del mercato pubblico e il ruolo che esso svolge per le imprese.

Dopo la crisi, il recupero è stato difficile e il numero di delisting non ha subito una significativa diminuzione nel corso degli anni. Ciò viene confermato dal fatto che le aziende quotate sul mercato tedesco nel 2003 erano 866, mentre nel 2015 sono scese a 625 (Bessler, Beyenbach, Rapp, & Vendrasco, 2021). Le imprese, e in particolare le istituzioni bancarie con la crisi del 2008, hanno affrontato significativi problemi di credito che hanno ridotto le opzioni alternative di finanziamento disponibili. Come risultato di tali sfide, sono stati introdotti nuovi regolamenti volti a migliorare la trasparenza. Tuttavia, come precedentemente menzionato, tali regolamenti hanno comportato un notevole aumento dei costi per le aziende che desiderano rimanere sul mercato.

Al fine di stimolare un aumento del numero di delisting, la borsa tedesca ha introdotto un nuovo segmento chiamato Scale, che ha sostituito il precedente segmento Entry Standard. Questa iniziativa è stata concepita per agevolare la quotazione delle piccole e medie imprese. Purtroppo, il segmento Scale non ha ottenuto molto successo in quanto i requisiti di ingresso erano paragonabili a quelli del Prime Standard. Ciò ha scoraggiato molte aziende dal quotarsi, e di conseguenza i risultati sono stati deludenti. È importante notare che nella borsa tedesca non esiste un segmento adeguato per ospitare le start-up con un elevato potenziale di crescita

Per quanto riguarda la borsa tedesca e le aziende quotate queste devono rispettare una serie di regolamenti che arrivano dai piani europei e che devono essere applicate nella borsa. Le imprese che raccolgono nuovi capitali sui mercati pubblici devono soddisfare determinati requisiti di quotazione per proteggere gli investitori e promuovere

la fiducia del mercato. Questi regolamenti mirano a garantire una divulgazione completa, tempestiva e accurata delle informazioni rilevanti agli investitori, codificate in un quadro normativo di quotazione che consiste in quattro livelli: legislazione UE, leggi nazionali, regole specifiche per le borse e codici o standard volontari. (Bessler, Beyenbach, Rapp, & Vendrasco, 2021)

Per quanto concerne il delisting, sono state introdotte delle regolamentazioni che hanno apportato delle novità al processo. In base all'articolo 39, paragrafo 2, del BörsG<sup>24</sup>, la legge tedesca sulla borsa, modificato nel novembre 2015 è stata prevista la possibilità per la direzione aziendale di “delistare” una società senza il consenso degli azionisti. Il delisting richiede di effettuare un'offerta pubblica d'acquisto incondizionata rivolta a tutti gli azionisti, offrendo loro un corrispettivo in denaro pari almeno al prezzo medio ponderato per il volume (VWAP) registrato nei sei mesi precedenti all'annuncio. La legge offre una notevole flessibilità riguardo all'identità dell'offerente: esso può essere la stessa società o l'azionista di maggioranza.

Purtroppo, questa disposizione regolamentare può favorire situazioni in cui il management sfrutta tale potere a proprio vantaggio. Ad esempio, potrebbe essere utilizzata dal management in una situazione di fusione e acquisizione sostenuta dai managers ma non da una parte degli azionisti. Quindi, la minaccia di delisting potrebbe essere impiegata come strumento per spingere gli investitori ad accettare l'offerta di acquisto delle loro azioni, poiché il loro investimento potrebbe diventare illiquido se rifiutassero l'offerta.

Il paper di (Florig & Gossner, 2023) analizza questo problema e presenta soluzioni interessanti, tra cui l'adozione di regolamenti per il delisting più simili a quelli adottati in Inghilterra. In questo caso, prima di procedere con il delisting, è richiesta l'approvazione di almeno il 75% degli azionisti.

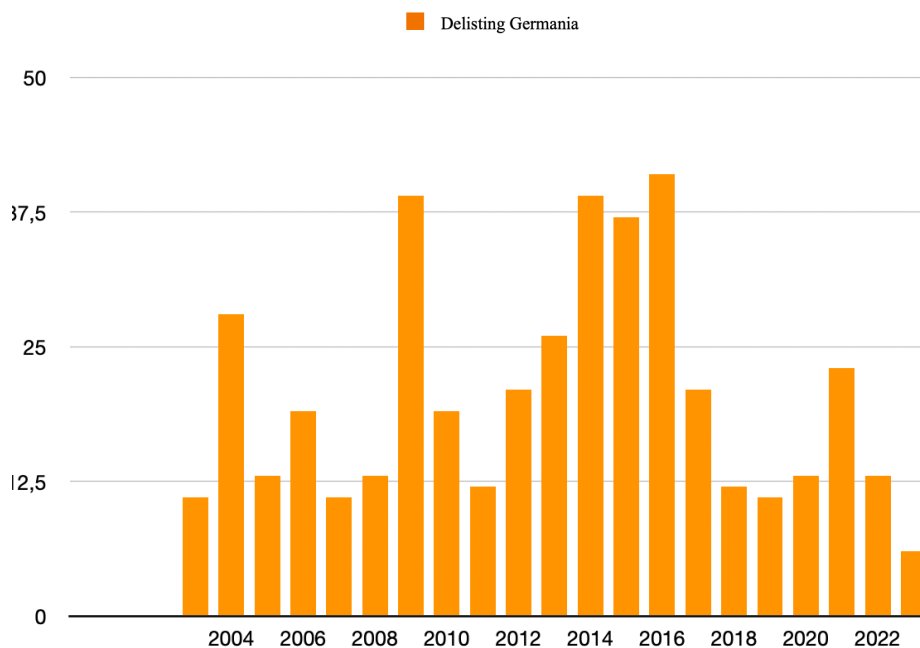


Tabella 15 Delisting rispetto all'anno di quotazione -Fonte BorsenGefluster.de

<sup>24</sup> Per ulteriori informazioni a riguardo <https://www.gesetze-im-internet.de>

Abbiamo condotto una ricerca esaustiva utilizzando diverse fonti per ottenere i dati sul delisting nel mercato tedesco. Uno dei siti utilizzati è stato BorsenGefluster.de che ci ha fornito informazioni preziose sul fenomeno del delisting. Inoltre, abbiamo analizzato uno studio di ricerca intitolato "Securities Market Reforms and Market Segments for IPOs: An Analysis of Listing and Delisting Decisions in Germany" di Bessler, Beyenbach, Rapp, e Vendrasco (2018), il quale ci ha permesso di acquisire una visione più approfondita sulla questione.

Unendo tutte queste informazioni, siamo riusciti a creare un grafico che raccoglie i dati relativi al delisting verificatosi in Germania. Tuttavia, è importante notare che le informazioni fornite non includono i primi anni del 2000, in quanto i dati disponibili partono dal 2003. Nonostante questa limitazione, siamo riusciti a ottenere una visione generale del fenomeno.

Dall'analisi dei dati, emerge un quadro in cui i numeri del delisting in Germania si mantengono generalmente molto vicini tra loro, ad eccezione di alcuni picchi anomali. Tuttavia, a partire dai primi anni del nuovo millennio, si osserva un livello costantemente elevato di delisting nel mercato tedesco.

Questa analisi suggerisce che il delisting è un fenomeno significativo nel contesto tedesco, con aziende che scelgono di uscire dal mercato per le diverse ragioni elencate precedentemente.

### *3.2.5 Analisi Delisting nel mercato finanziario Francese*

La Borsa di Parigi, una delle più longeve d'Europa, è membro del gruppo europeo Euronext e rappresenta uno dei mercati fondatori del progetto paneuropeo Euronext. Al suo interno sono presenti oltre 800 società quotate e 6.200 investitori istituzionali, che contribuiscono a creare un'ampia base di liquidità. Ciò consente alle aziende di ottenere finanziamenti per sostenere la propria crescita. Fanno parte del gruppo Belgio, Francia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Norvegia e Portogallo fondato a partire dall'anno 2000. (Euronext, s.d.)

Per quanto riguarda la regolamentazione del delisting viene definita dal gruppo Euronext a livello europeo e poi successivamente adottata dalle singole borse e rispettive autorità di controllo e nel caso francese abbiamo l'*Autorité des marchés financiers* (AMF). Quasi tutto è armonizzato tra le diverse borse europee ci sono delle piccole differenze dovute al contesto legale di un determinato paese.

Per quanto riguarda Euronext Parigi il delisting avviene quando un azionista o un gruppo di azionisti lancia un'offerta pubblica seguita da un delisting, a condizione che detenga almeno il 90% delle azioni e che siano soddisfatte alcune altre condizioni. (Florig & Gossner, 2023)

Come la maggior parte dei mercati finanziari europei, anche quello francese ha sperimentato un aumento significativo dei delisting a partire dal nuovo millennio, trend che continua ancora oggi. Rispetto ai mercati tedesco e italiano, il mercato francese presenta numeri distinti e si avvicina maggiormente al mercato britannico. Lo scoppio della bolla dot-com ha avuto un impatto significativo sui delisting, poiché molte società che si erano quotate durante l'euforia di internet nei primi anni del 2000 hanno realizzato di non aver bisogno del mercato

pubblico. Allo stesso tempo, altre aziende hanno scelto di delistarsi a causa del mancato interesse da parte degli investitori. È stato osservato un aumento delle acquisizioni e, in generale, delle transazioni "going private". (Alcaraz, 2004)

L'aumento dei delisting è stato causato in parte dalla riforma del 2003, la Legge sulla Sicurezza Finanziaria, che ha cercato di affrontare la crisi economica scaturita dall'esplosione della bolla, seguendo le orme degli Stati Uniti e del Sarbanes-Oxley Act. L'obiettivo era aumentare la trasparenza e la protezione degli investitori. Tuttavia, tutto ciò ha comportato un aumento dei costi, costringendo molte società ad abbandonare volontariamente o involontariamente il mercato pubblico. (Lechantre & Senneville, 2003)

Dopo il periodo di crisi che ha colpito l'economia mondiale, i mercati azionari hanno subito un duro colpo, con una diminuzione delle IPO e un aumento dei delisting. Per affrontare questa serie di crisi sia negli Stati Uniti che in Europa, sono state messe in atto una serie di misure. A livello europeo al fine di stimolare l'economia e riportarla in crescita una delle principali azioni intraprese è stata la riduzione dei tassi di interesse da parte delle autorità monetarie. Questa mossa ha avuto conseguenze significative, tra cui una maggiore facilità nel reperire fonti di finanziamento. Le aziende hanno potuto accedere a prestiti a prezzi più bassi, agevolando i finanziamenti necessari per le operazioni di acquisizione e espansione. (Boiseau, 2021).

Proprio in questo periodo, in Francia, si è verificato un notevole aumento delle operazioni di buyout e delle offerte pubbliche di acquisto (OPA) ed è quindi stato osservato un incremento significativo dei delisting.

Inoltre, ad aumentare il tutto nel 2015, la soglia di partecipazione azionaria necessaria per decidere di abbandonare il mercato è stata ridotta dal 95% al 90%, rendendo più agevole per le imprese imporre il delisting. Questa modifica normativa ha fornito alle aziende una maggiore flessibilità nel prendere decisioni strategiche riguardo alla loro quotazione in borsa.

L'aumento dei delisting è una tendenza sempre più evidente nel panorama attuale, caratterizzato da un contesto sfavorevole che rende difficile per le aziende mantenere la loro presenza sul mercato. I benefici derivanti dalla quotazione in borsa sono notevolmente ridotti, anche a causa dell'alta volatilità del mercato. Questa situazione si riscontra non solo sulla borsa di Parigi, ma anche nella maggior parte dei mercati finanziari globali.

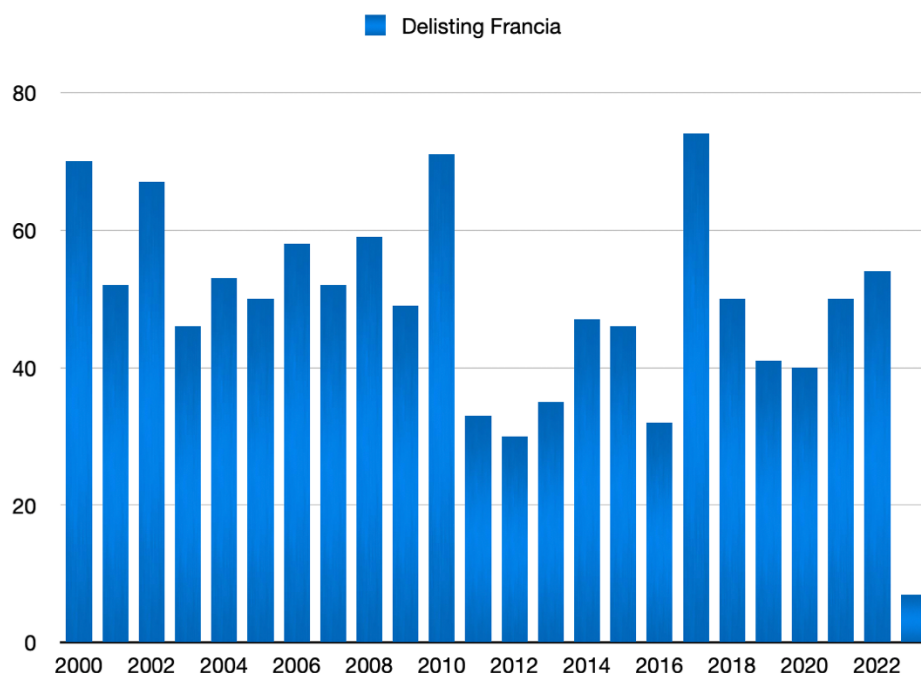


Tabella 16 Delisting Francia 2000-2023 Fonte: Euronext e ABC Bourse (ABC Bourse, s.d.)

Effettuando un'analisi approfondita del grafico relativo al mercato azionario francese, è evidente come nel corso del tempo il numero di delisting sia rimasto costantemente elevato. È importante sottolineare che l'analisi comprende tutti i segmenti di Euronext Paris, come Euronext con le sue suddivisioni A, B, C, Euronext Growth (precedentemente noto come Alternext) e Euronext Access (precedentemente denominato Marche Libre). Questo approccio inclusivo ci permette di ottenere una panoramica completa del fenomeno del delisting nel contesto francese.

Nel corso degli anni, si possono individuare alcune variazioni nei dati, ma senza la presenza di picchi eccezionalmente elevati o bassi. Questo suggerisce che il fenomeno del delisting in Francia segue un trend relativamente stabile nel tempo, senza oscillazioni drastiche da un anno all'altro. Tuttavia, è interessante notare come alcuni anni possano mostrare una leggera deviazione rispetto alla media.

L'analisi dei dati rivela un quadro complessivo in cui il numero di aziende che scelgono di uscire dal mercato azionario è spesso superiore a quelle che vi fanno ingresso. Questo fenomeno, come detto in precedenza, è influenzato da diversi fattori, come la volatilità del mercato, la strategia aziendale, le opportunità di finanziamento alternative e le dinamiche economiche generali e via dicendo.

In conclusione, la tendenza al delisting nel mercato azionario francese presenta una certa stabilità nel tempo, con numeri che, sebbene possano variare leggermente da anno a anno, rimangono globalmente vicini tra loro.

## CAPITOLO 4: CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Una volta definiti quelli che sono i trend delle IPO e dei delisting nei 5 maggiori mercati finanziari è necessario far un confronto tra le due operazioni e fra i mercati finanziari analizzati.

Prima di poter effettuare un confronto significativo, è importante sottolineare che ci sono distinte differenze tra i cinque mercati finanziari analizzati in termini di regolamentazione e cultura associata ai mercati. Diventa una sfida confrontare tali mercati, non solo a causa delle disparità numeriche e di rendimento, ma soprattutto a causa dell'approccio adottato da alcuni paesi verso il mercato azionario. Pertanto, diventa complesso paragonare un mercato IPO statunitense con quello italiano o con altri mercati non di stampo anglosassone. Solo il mercato inglese può essere considerato un valido contendente a livello europeo in termini di numeri.

Tuttavia, è fondamentale riconoscere che anche Euronext (prese le borse tutte insieme) presenti caratteristiche uniche in termini di numeri e performance.

Un'analisi condotta da J. Ritter (Ritter, 2003) mette in evidenza le differenze tra le IPO in Europa e negli Stati Uniti. Secondo i dati, all'inizio del nuovo millennio, le imprese europee che affrontano il processo di IPO sono significativamente più vecchie rispetto alle loro controparti americane. L'età media delle imprese europee al momento dell'IPO è di circa 13 anni, mentre negli Stati Uniti è di circa 6 anni. Questo suggerisce che le imprese americane tendono a raggiungere più velocemente il mercato azionario, ma ciò non implica necessariamente una permanenza più lunga.

Le aziende europee in generale preferiscono aspettare e consolidare la loro crescita prima di intraprendere l'IPO, in modo da affrontare le sfide del mercato pubblico con maggiore preparazione. Questa cautela può essere giustificata dalla volontà di prevenire potenziali problematiche e sfide che potrebbero emergere durante le prime fasi della quotazione, nonché da una disparità in termini di cultura aziendale e aspirazioni di crescita. Tuttavia, un'attesa eccessiva potrebbe comportare la perdita di opportunità di crescita tipiche dei primi anni di attività, che potrebbero portare a un successo maggiore nel mercato azionario. Esiste quindi una difficoltà da parte delle aziende nel continente Europeo a coordinare le fasi di crescita con quelle della quotazione. Emerge infatti una significativa disparità tra l'Italia e gli Stati Uniti, poiché le aziende italiane tendono ad avere un ritmo di crescita più lento rispetto alle loro controparti americane, dove, al contrario, la crescita è più rapida. Di conseguenza, la transizione verso i mercati finanziari avviene in tempi più brevi negli Stati Uniti rispetto all'Italia.

Inoltre, dal punto di vista tecnico delle IPO, ci sono alcune differenze significative tra il processo americano ed europeo. Ad esempio, non in tutti i paesi nel contesto europeo hanno adottato il cosiddetto "quiet period", presente invece negli Stati Uniti. Ciò significa che in Europa gli analisti possono pubblicare rapporti di ricerca durante la fase di vendita di un IPO e subito dopo la quotazione in borsa, mentre negli Stati Uniti devono rispettare un periodo specifico in cui non possono pubblicare alcuna valutazione o raccomandazione.



Questa disparità nelle regole può avere un impatto sull'informazione disponibile agli investitori e sulla trasparenza del processo di IPO. Mentre negli Stati Uniti il quiet period mira a evitare la manipolazione del mercato e promuovere una distribuzione corretta delle informazioni, in Europa si adotta una prospettiva diversa che permette una maggiore divulgazione di analisi e valutazioni durante tutto il processo di IPO.

È importante sottolineare che queste differenze non indicano necessariamente un approccio migliore o peggiore, ma riflettono le diverse normative e pratiche adottate nei rispettivi mercati. La limitata presenza del quiet period in Europa può fornire una maggiore libertà di informazione, ma potrebbe anche comportare un'interpretazione meno uniforme delle valutazioni da parte degli investitori. D'altro canto, la presenza del quiet period negli Stati Uniti può fornire una maggiore protezione agli investitori, andando però a limitare la disponibilità di informazioni aggiornate durante il processo di IPO.

In aggiunta, un'altra disparità riguarda la possibilità per gli azionisti americani di intraprendere azioni legali contro una società quotata nel caso in cui subiscano danni a causa di una mancata divulgazione adeguata delle informazioni.

Negli Stati Uniti, esistono regole e normative che offrono una maggiore protezione agli investitori nel caso in cui vengano fornite informazioni fuorvianti o incomplete durante il processo di IPO. Gli azionisti hanno il diritto di agire legalmente contro la società emittente se subiscono perdite finanziarie a causa di dichiarazioni ingannevoli o omissioni di informazioni rilevanti. In Europa, invece, tutto questo non è previsto le norme sono diverse ed è più complesso intraprendere azioni legali in simili circostanze.

Oltre a queste differenze di natura tecnica, esistono anche disparità di carattere culturale e di approccio al mercato finanziario. L'andamento delle IPO negli Stati Uniti e nel Regno Unito, ad esempio, riflette un atteggiamento che si basa su un maggiore appetito per il rischio, tipico dei paesi di tradizione anglosassone, che favorisce l'innovazione e l'accettazione del rischio imprenditoriale.

D'altro canto, in Europa le imprese tendono ad affidarsi maggiormente alle banche piuttosto che al mercato pubblico. Esiste una minor diffusione del concetto di mercato come fonte alternativa di finanziamento per le aziende. Molto probabilmente, a livello europeo, la scarsa diffusione della cultura degli investimenti nei mercati pubblici fa sì che questi siano considerati fonte di incertezza e insicurezza, con il rischio di danneggiare le aziende anziché aiutarle.

Per migliorare questa situazione, sia il governo che le istituzioni responsabili del controllo dei mercati dovrebbero promuovere iniziative come seminari aperti alle imprese, agli imprenditori e anche ai giovani studenti, al fine di diffondere ulteriormente le conoscenze relative ai mercati finanziari. Questo contribuirebbe a creare una maggiore consapevolezza e familiarità con il funzionamento dei mercati, incoraggiando una visione più positiva e informata delle opportunità che essi offrono. Se in Italia ci fosse una cultura finanziaria più diffusa riguardo ai mercati finanziari già a partire dagli studenti al liceo la situazione forse potrebbe cambiare e portare dei leggeri

cambiamenti nel pensiero. Più un paese è propenso ad avere una struttura market oriented e più sarà semplice per le IPO proliferare.

In paesi come l'Italia, che hanno un sistema economico strettamente legato al settore bancario, ci sono delle difficoltà nel passaggio verso un modello più orientato al mercato. È complesso per le imprese italiane "fidarsi" di un sistema che pone maggiormente l'accento sul mercato e sul suo funzionamento.

Inoltre, in Italia è più difficile trovare un elevato numero di aziende di medie e grandi dimensioni rispetto agli Stati Uniti. Mentre negli Stati Uniti è relativamente più comune trovare imprese di grandi dimensioni, in Italia prevale un tessuto imprenditoriale costituito principalmente da piccole e medie imprese.

Negli Stati Uniti, l'organizzazione del mercato e dei suoi attori è notevolmente diversa e altamente sviluppata. Un esempio di ciò è la presenza di fondi pensione di grandi dimensioni e di un solido settore di private equity e venture capital, che hanno un'influenza significativa sull'andamento delle IPO. Nel continente europeo, questi elementi si sono sviluppati successivamente e in alcuni paesi, come l'Italia, c'è ancora una certa difficoltà nell'adattarsi a realtà come il private equity e il venture capital, che svolgono un ruolo chiave nell'aiutare le aziende a crescere e prepararsi per l'IPO.

Inoltre, la presenza di una solida rete di banche d'investimento come quelle negli Stati Uniti sicuramente fornisce un notevole vantaggio alle aziende e agli investitori nell'affrontare il processo di IPO. Guardando a quanto detto nei capitoli precedenti i benefici che porta con sé il mercato pubblico sono innumerevoli e le aziende per crescere e fortificarsi hanno bisogno di questo, purtroppo però nonostante gli innumerevoli benefici il numero delle IPO è andato a diminuire notevolmente in questi ultimi 20 anni e altre tendenze hanno preso il sopravvento. L'aumento dell'attività di fusione e acquisizione (M&A) ha portato a una significativa riduzione del numero di IPO. Le imprese, soprattutto quelle di dimensioni ridotte, preferiscono evitare i costi e la volatilità del mercato pubblico, optando invece per l'ingresso in realtà più grandi, in modo da beneficiare delle economie di scala. Questo ha generato un crescente avversione verso il mercato azionario pubblico, tendenza che si prevede continuerà ad intensificarsi nel tempo, anche a causa dell'aumento significativo della volatilità dei mercati negli ultimi anni.

Ultimamente, i mercati finanziari hanno subito notevoli turbolenze a causa di vari eventi, e questo ha avuto un impatto significativo sulle imprese. Molte IPO sono state cancellate o rimandate, poiché le aziende preferiscono attendere tempi migliori o cercare alternative al mercato dei capitali. Nonostante il calo del numero di IPO nel complesso, la qualità di queste operazioni non è diminuita, anzi, in alcuni mercati si sono verificate delle IPO di grande rilevanza che hanno stabilito nuovi record. Ad esempio, l'IPO della Porsche sul mercato tedesco ha segnato non solo un record in Germania, ma anche a livello europeo.

Nonostante i numeri delle IPO siano diminuiti in tutti paesi analizzati, sebbene in diversa misura, ci sono alcuni momenti in cui vediamo come in tutte le borse oggetto di studio ci sia una diminuzione generale. Questi momenti che accomunano sono quelli in cui il mercato è afflitto dalla crisi e diventa più difficile reperire le fonti di finanziamento quando i prezzi delle azioni scendono e i tassi di interesse aumentano. Nell'analisi dei cinque paesi

presi in considerazione, emerge una tendenza comune caratterizzata da una diminuzione delle IPO e un aumento dei delisting. Infatti, dall'analisi dei grafici dei capitoli precedenti, si può notare come il periodo tra il 2008 e il 2009 sia segnato da numeri negativi per le IPO e positivi per i delisting. Le imprese si trovano ad affrontare non solo l'instabilità del mercato, ma anche una limitata disponibilità di finanziamenti adeguati, mentre i costi associati alla quotazione diventano sempre più difficili da sostenere. Di conseguenza, durante tali periodi, le aziende che stanno già registrando performance negative da un certo periodo o che hanno scarse opportunità di crescita tendono ad abbandonare il mercato. Durante le fasi di crisi, tutti e cinque i mercati finanziari condividono una scarsa performance nel settore delle IPO e un aumento dei delisting.

È opportuno effettuare un confronto tra i mercati europei per valutare le loro performance. In termini di numero di IPO, il mercato britannico si posiziona al primo posto, superando gli altri mercati europei. Al secondo posto, troviamo il mercato francese, seguito dalla Germania e dall'Italia. Queste ultime due hanno una caratteristica comune, ovvero una forte dipendenza dal sistema bancario, con le imprese che preferiscono ricorrere alle banche per il finanziamento anziché al mercato pubblico. Non presentano un orientamento market-oriented.

Possiamo vedere la differenza di performance dei vari paesi europei attraverso il seguente grafico:



Tabella 17 Grafico Ammissioni/Delisting nei principali mercati finanziari Europei-Fonte: Intermonte

L'andamento dei grafici conferma quanto già evidenziato in precedenza. Nel mercato britannico, si osserva che livelli elevati di IPO sono accompagnati da alti livelli di delisting. Al contrario, negli altri due mercati, i livelli di IPO non sono mai stati così elevati come nel mercato britannico ma, nonostante ciò, i numeri di delisting non sono trascurabili. Si potrebbe quasi dire che nel mercato francese e tedesco il saldo fra le nuove quotazioni e delisting è pressoché paritario.

Inoltre, si nota che dopo gli entusiasmanti primi anni del nuovo millennio, vi è stato un calo significativo del numero di IPO. L'euforia iniziale è svanita e le aziende hanno iniziato a cercare alternative per finanziare le proprie attività. La crisi successiva ha avuto un impatto significativo e non tutti i mercati sono riusciti a ripristinare i livelli precedenti al crollo.

Nonostante si osservi attualmente una leggera ripresa delle IPO su gran parte dei mercati, con prospettive positive per il futuro, ritengo che il destino delle IPO sia ancora incerto e che i delisting diventeranno sempre più frequenti nel tempo. Le imprese stanno sempre più cercando fonti di finanziamento alternative e sono particolarmente attratte dalle operazioni di fusione e acquisizione (M&A), che negli ultimi tempi hanno acquisito un'enorme rilevanza.

Perché possa verificarsi un aumento delle IPO, è necessario che la volatilità del mercato diminuisca e che i costi associati alla quotazione e al mantenimento in borsa si riducano in modo significativo. Come abbiamo notato in precedenza, questi costi rappresentano spesso, e nella maggior parte dei casi, il motivo principale per cui le aziende evitano di rimanere quotate o non riescono a soddisfare i requisiti minimi richiesti dalle diverse borse. Pertanto, la regolamentazione in questo ambito dovrebbe trovare un giusto compromesso che consenta alle aziende di sentirsi a proprio agio nel quotarsi e nel rimanere sul mercato, evitando al contempo oneri finanziari eccessivi, e garantendo un elevato livello di protezione per gli investitori.

Nel corso del tempo, abbiamo assistito all'implementazione di nuove normative volte a proteggere gli investitori, soprattutto dopo le crisi finanziarie. Tuttavia, come accade spesso, un eccesso di regolamentazione può portare ad avere effetti imprevisti e non necessariamente raggiungere l'obiettivo desiderato. È importante trovare un giusto equilibrio tra la semplificazione delle procedure di quotazione e il mantenimento di un livello di sicurezza e protezione per gli investitori. In questo modo, le aziende si sentiranno incoraggiate a intraprendere il percorso delle IPO, sfruttando le opportunità offerte dai mercati finanziari, senza essere gravate da costi eccessivi che potrebbero scoraggiarle.

In conclusione, dall'analisi dei documenti e dati fatta in questa ricerca si può confermare che l'andamento dei mercati finanziari, le crisi economiche e l'eccesso di regolamentazioni sono i principali fattori che influenzano le IPO e, di conseguenza, i delisting delle aziende. Finché si verificheranno situazioni di incertezza e fragilità e la regolamentazione non sarà adeguatamente calibrata, assisteremo a una diminuzione dei numeri delle IPO e a un aumento dei delisting.

## BIBLIOGRAFIA

- ABC Bourse. (s.d.). *Radiations sur les marchés*. Tratto da ABC Bourse : Radiations sur les marchés
- Adams, M., Thorton, B., & Hall, G. (2008, April). IPO Pricing Phenomena: Empirical Evidence Of Behavioral Biases. *Journal of Business & Economics Research*, 6.
- Albornoz, B. G., & Pope, P. F. (2004). THE DETERMINANTS OF THE GOING PUBLIC DECISION: EVIDENCE FROM THE U.K. *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.*
- Alcaraz, M. (2004, Luglio 29). *Les radiations sur Euronext restent élevées*. Tratto da Les Echos : <https://www.lesechos.fr/2004/07/les-radiations-sur-uronext-restent-elevees-644278>
- Andrew, B. (2022, Giugno 30). *What was the first Company to Issue Stocks?* Tratto da Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/08/first-company-issue-stock-dutch-east-india.asp>.
- Andrew, B. (2022, Giugno 30). *What was the first Company to Issue Stocks?* [. Tratto da Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/08/first-company-issue-stock-dutch-east-india.asp>.
- Angelini, E., & Foglia\*, M. (2018). The Relationship Between IPO and Macroeconomics Factors: an Empirical Analysis from UK Market . *ANNALS OF ECONOMICS AND FINANCE* , 319-336.
- Assolombarda. (2010). *I 10 PERCHÈ DELLA QUOTAZIONE IN BORSA Guida pratica alla quotazione*. Milano
- Börse Frankfurt. (s.d.). *REITs – an asset class for real estate*. Tratto da <https://www.boerse-frankfurt.de/en/wissen/wertpapiere/aktien/reits>
- BakerMcKenzie . (s.d.). *Global Public M&A Guide*. Tratto da BakerMcKanzie: <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-public-ma-guide/north-america/united-states/topics/delisting>
- BakerMcKenzie. (2022, January 1). *Cross Border Listing Guide*. Tratto da BakerMcKanzie : <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/cross-border-listings-handbook/europe-middle-east--africa/london-stock-exchange-main-market/topics/overview-of-exchange#:~:text=The%20Main%20Market%20is%20the,by%2C%20particular%20types%20of%20companies>.
- Berk, J., DeMarzo, P., Morresi, O., & Venzani, D. (2018). *Fiananza Aziendale 2*. Milano: Pearson.
- Bessler, W., Beyenbach, J., Rapp, M. S., & Vendrasco, M. (2018, November). *Securities Market Reforms and Market Segments for IPOs An Analysis of Listing and Delisting Decisions in Germany*. Tratto il giorno Maggio 2023 da SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3288663>
- Bessler, W., Beyenbach, J., Rapp, M. S., & Vendrasco, M. (2021, March). The Global Financial Crisis and Stock Market Migrations: An Analysis of Family and Non-Family Firms in Germany\*\*. *International Review of Financial Analysis*, 74, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101692>.
- Bloomberg Law. (2019). *IPOs in Germany: What Potential Shareholders Should Know*.

- BoersenGefluster.de. (s.d.). *Delistings: Börsenrückzüge seit 2014*. Tratto da <https://www.boersengefluester.de/kalte-delistings/>
- Boiseau, L. (2021, September 30). *Les sociétés sont encore nombreuses à sortir de la Bourse*. Tratto da Les Echos : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/depuis-deux-ans-les-societes-sont-plus-nombreuses-a-sortir-de-la-bourse-1350067>
- Borsa Italiana . (2008 , Luglio 25). *Leverage Buy-Out* . Tratto da Borsa Italiana : <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/leveragebuyout.htm>
- Borsa Italiana . (2021, Milano 6). *NASDAQ: cos'è e come funziona il mercato* . Tratto da Borsa Italiana : <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/nasdaq.htm>
- Borsa Italiana . (s.d.). *Definizione Underpricing*. Tratto da Glossario Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/underpricing.html?lang=it>.
- Borsa Italiana . (s.d.). *Glossario Finanziario -Offerta Pubblica Iniziale IPO* . Tratto da Borsa Italiana : <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html?lang=it>.
- Borsa Italiana . (s.d.). *Lock Up*. Tratto da Glossario Borsa Italiana : <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bookbuilding.html>.
- Borsa Italiana. (2001). *Quotarsi in Borsa La nuova segmentazione dei Mercati di Borsa Italiana* . Milano : Borsa Italiana .
- Borsa Italiana. (2022). *Borsa Italiana per le PMI Primary Markets Italy*. Milano: Borsa Italiana .
- Borsa Italiana. (s.d.). *Glossario Borsa Italiana*. Tratto il giorno Marzo 2023 da <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/lagreenshoe.htm>.
- Borsa Italiana. (s.d.). *Glossario Finanziario -Offerta Pubblica Iniziale IPO*. Tratto da Borsa Italiana : <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html?lang=it>.
- Borsa Italiana . (2018, Ottobre 1). *OPA (Offerta Pubblica di Acquisto): significato, funzionamento e nuove soglie*. Tratto da Borsa Italiana : <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>
- Consob . (2011). *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*. Roma .
- Consob . (s.d.). *Tuf e Regolamenti Attuativi* . Tratto da Consob: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/tuf-e-regolamenti-consob>
- CONSOB. (2021). *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019 Evidenze empiriche e spunti di discussione*. Roma: Tipografia Eurosia s.r.l. .
- Consob. (s.d.). *IN CASO DI OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO*. Tratto da Consob: <https://www.consob.it/web/investor-education/in-caso-di-offerta-pubblica-di-acquisto>
- Consob. (s.d.). *LA CRISI FINANZIARIA DEL 2007-2009*. Tratto da Consob: <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

- Corporate Finance Institute. (2023, May 9). *Leveraged Buyout (LBO)*. Tratto da Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/leveraged-buyout-lbo/>
- Croci, E., & Giudice, A. D. (2011). Delistings, Controlling Shareholders, and Firm Performance in Europe.
- Deloitte . (s.d.). *Alternative Investment Market (AIM)*. Tratto da Deloitte : [https://www.iasplus.com/en-gb/resources/other-regulatory/market-rules/aim#:~:text=The%20Alternative%20Investment%20Market%20\(AIM,and%20medium%20size%20growth%20companies.](https://www.iasplus.com/en-gb/resources/other-regulatory/market-rules/aim#:~:text=The%20Alternative%20Investment%20Market%20(AIM,and%20medium%20size%20growth%20companies.)
- Deloitte. (s.d.). *Deloitte Private Anatomy of a management buy-out* .
- Dizionari Simone. (s.d.). *Azionista di maggioranza* . Tratto da Edizioni Simone : <https://dizionari.simone.it/6/azionista-di-maggioranza#:~:text=Azionista%20che%20detenga%20un%20numero,quello%20di%20azionista%20di%20minoranza.>
- Djama, C., Martinez, I., & Serve, S. (2012). What do we know about delistings? A survey of the literature. *HAL Id: hal-00937899* <https://hal.science/hal-00937899>.
- Euronext . (s.d.). *Euronext Paris* . Tratto da <https://www.euronext.com/en/markets/paris>
- Euronext . (s.d.). *Welcome to Euronext* . Tratto da Euronext : <https://www.euronext.com/en/markets/paris>
- Exchange, L. S. (2022). *RULES OF THE LONDON STOCK EXCHANGE*. Londra : London Stock Exchange .
- EY. (2023, April 11). *London stock markets saw just five IPOs in Q1 amid geopolitical and inflationary headwinds*. Tratto da EY: [https://www.ey.com/en\\_uk/news/2023/04/london-stock-markets-saw-just-five-ipos-in-q1](https://www.ey.com/en_uk/news/2023/04/london-stock-markets-saw-just-five-ipos-in-q1)
- Ferraro, O. (2021). Le IPO: dal processo di quotazione alla stima del pricing. In F. Olga. Milano : Franco De Angeli .
- Fidanza, B. (2022, May 6). Common Stock Delisting: An Empirical Analysis of Firms Performance. *International Business Research, 15*(7).
- Finbold. (2021, December 7). *Over 170 companies delisted from major U.S. stock exchanges in 12 months*. Tratto da Finbold: <https://finbold.com/over-170-companies-delisted-from-major-u-s-stock-exchanges-in-12-months/#:~:text=According%20to%20data%20acquired%20by,last%20year%27s%20figure%20of%206%2C179.>
- FindLaw. (2016, April 29). *Recent Law on Financial Security Improves Corporate Governance in France*. Tratto da FindLaw: <https://corporate.findlaw.com/litigation-disputes/recent-law-on-financial-security-improves-corporate-governance-in.html>
- Florig, M., & Gossner, O. (2023, January). Unintended consequences of German stock delisting legislation. *WORKING PAPER SERIES*.
- Forestieri, G. (2020). *Corporate e Investment Banking* (Vol. V). Milano: Egea Editore.

- Gao, X., Ritter, J. R., & Zhu, Z. (2013, December). Where Have All the IPOs Gone? *JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS*, 48(6), 1663-1692.
- Gerald, R., & Allen, F. (1989, November). SIGNALING BY UNDERPRICING IN THE IPO MARKET. *Journal of Financial Economics*, 23, 303-323.
- Global Legal Insight. (s.d.). *Initial Public Offerings Laws and Regulations 2023*. Tratto da <https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/initial-public-offerings-laws-and-regulations/united-kingdom>
- Helwege, J., & Liang, N. (2004, September). Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(3), 541-569.
- Henry, S., & Gregoriou, G. (2013). IPO Firm Characteristics pre- and post- Financial Crisis.
- I\_basmi, M. (2023). Underpricing and aftermarket performance of IPOs during the Covid-19 period: Evidence from Istanbul stock exchange. *www.sciencedirect.com*.
- Ibbotson, R. G., & Ritter, J. R. (1995). Chapter 3 Initial Public Offerings. *Handbooks in Operations Research and Management Science*, 9, 993-1016.
- Intermonte . (2022). *Sliding doors:il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa italiana (2002-2021)*. Milano .
- Investopedia . (2022, August 31). *New York Stock Exchange (NYSE): Definition, How It Works, History*. Tratto da Investopedia : <https://www.investopedia.com/terms/n/nyse.asp>
- Investopedia . (2022, Maggio 8). *Sarbanes-Oxley Act: What It Does to Protect Investors*. Tratto da Investopedia : <https://www.investopedia.com/terms/s/sarbanesoxleyact.asp>
- Iosio, C. (s.d.). Initial Public Offering. In I. Cristian, *IPO per PMI Italiane*. [https://books.google.it/books?hl=it&lr=&id=Qv9iBAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA16&dq=+3+Iosio,+Cristian.+IPO+per+le+PMI+italiane&ots=mFLijUXEY&sig=5o-Jn915iYOc1THLDeRyBho5Ok&redir\\_esc=y#v=onepage&q=3%20Iosio%2C%20Cristian.%20IPO%20oper%20le%20PMI%20italiane&f=fals](https://books.google.it/books?hl=it&lr=&id=Qv9iBAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA16&dq=+3+Iosio,+Cristian.+IPO+per+le+PMI+italiane&ots=mFLijUXEY&sig=5o-Jn915iYOc1THLDeRyBho5Ok&redir_esc=y#v=onepage&q=3%20Iosio%2C%20Cristian.%20IPO%20oper%20le%20PMI%20italiane&f=fals).
- J.Ritter. (1987, January). The cost of going public. *Journal of Financial Economics*, 19(2), 269-281.
- J.Ritter. (2003, December). Differences between European and American IPO Markets. *European Financial Management.*, 9, 421-434.
- Jordan, B. (2017). Determinants of IPO Underpricing: Tech vs Non-Tech Industries. *Major Themes in Economics*.
- L.Giordano, & M.Modena. (2017). *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*. CONOSB. ROMA: Tiburtini s.r.l. .
- La Repubblica . (2023 , Aprile 4). *Savona (CONSOB): mercato in continua ebollizione, problema no-listing/delisting*. Tratto da La Repubblica :



[https://finanza.repubblica.it/News/2023/04/04/savona\\_consob\\_mercato\\_in\\_continua\\_ebollizione\\_problema\\_no\\_listing\\_delisting-103/](https://finanza.repubblica.it/News/2023/04/04/savona_consob_mercato_in_continua_ebollizione_problema_no_listing_delisting-103/)

- Lattanzio, G., L.Meggison, W., & Santati, A. (2023). *Dissecting the Listing Gap: Mergers, Private Equity or Regulation?*
- Lechantre, C., & Senneville, V. D. (2003, July 18). *L'Assemblée nationale adopte la loi de sécurité financière*. Tratto da Les Echos: <https://www.lesechos.fr/2003/07/lassemblee-nationale-adopte-la-loi-de-securite-financiere-669525>
- Ljungqvist Alexander. (2004, October 27). *IPO Underpricing: A Survey*. Tratto da SSRN: <https://ssrn.com/abstract=609422>
- London Stock Exchange. (2021, December 29). *2021 - A year of opportunity*. Tratto da LSE: <https://www.londonstockexchange.com/discover/news-and-insights/record-year-ipos>
- London Stock Exchange. (s.d.). *LSE Markets* . Tratto da <https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity>
- Lowry, M., Michaely, R., & Volkova, E. (2017, Febbraio 7). *Initial Public Offerings: A synthesis of the literature and directions for future research*. Tratto il giorno Marzo 2023 da SSRN: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2912354](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2912354).
- Macey, J., O'Hara, M., & Pompilio, D. (2008, November). Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process. *The Journal of Law & Economics*, 51(4), 683-713.
- Macey, J., O'Hara, M., & Pompilio, D. (2008, November ). The Law and Economics of the Delisting Process. *The Journal of Law & Economics*, 51(4), 683-713.
- Martinez , I., & Serve , S. (2011, December). The delisting decision: The case of buyout offers with squeeze-out (BOSO). *International Review of Law and Economics*, 31(4), 228-239.
- Martinez, I., & Serve, S. (2017). REASONS FOR DELISTING AND CONSEQUENCES: A LITERATURE REVIEW AND RESEARCH AGENDA. *Journal of Economic Surveys*, 13(3), 733–770.
- Mehran, H., & Peristiani, S. (2010, Febbraio ). Financial Visibility and the Decision to Go Private. *The Review of Financial Studies*, 23(2), 519- 547.
- Meles, A. (2008). costi di quotazione per le società venture backed: Un'analisi per il mercato italiano. *Convegno ADEIMF*. Capri.
- Meluzin Tomas, Z. M. (2014). Reasons for IPO Implementation: Empirical Evidence from the Polish Capital Market . *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economic*, 294-301.
- NASDAQ. (s.d.). *Listing Center* . Tratto da Nasdaq: <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/Nasdaq%205800%20Series>
- NYSE. (s.d.). *Continued Listing Criteria* . Tratto da NYSE: <https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/09013e2c8556747d?searchId=1150133367>

- OECD. (2018). *OECD Capital Market Review Italy 2018*. [www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Italy-Mapping-Report-2018.pdf](http://www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Italy-Mapping-Report-2018.pdf).
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1995). Why do companies go public? . *National Bureau of Economic Research*, November.
- Pour, E. K., & Lasfer, M. (2013). Why Do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market? *Journal of Banking and Finance (Forthcoming)*.
- PWC. (2017). *Roadmap for an IPO A guide to going public*. Pwc Deals.
- Röell, A. (1996). The decision to go public: An overview. *European Economic Review*, 171-181.
- Randolph, P., & Jay, R. (1985, June). INVESTMENT BANKING, REPUTATION, AND THE UNDERPRICING OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS. *Journal of Financial Economics*, 15, 213-232.
- Renneboog, L., Simons, T., & Wright, M. (2007, September). Why do public firms go private in the UK? *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 591-628.
- Reuters . (2016, June 24). *Bankers brace for M&A drought as Brexit vote hammers deal flow*. Tratto da Reuters : <https://www.reuters.com/article/britain-eu-deals-idUSL8N19F154>
- Reuters . (2020, December 18). *Trump signs bill that could kick Chinese firms off U.S. stock exchanges*. Tratto da Reuters : <https://www.reuters.com/article/us-usa-china-stocks-idUSKBN28S2ZJ>
- Reuters. (2023, February 7). *Russia's Novatek delists from LSE after trade suspension*. Tratto da Reuters: <https://www.reuters.com/markets/europe/russias-novatek-delists-lse-after-trade-suspension-2023-02-07/>
- Ritter, J. R. (2003, December). Differences between European and American IPO Markets. *European Financial Management*, 9(4), 421-434.
- Rivista di Diritto Socetario . (s.d.). *Le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*. Tratto da Rivista di Diritto Socetario : <https://www.rivistadirittosocietario.com/Special-Purpose-Acquisition-Companies-SPAC#:~:text=Le%20SPAC%2C%20acronimo%20di%20Special,combination%20%5B1%5D>.
- Roe, M., & Wang, C. (2023, Febbraio 27). *Are Public Firms Disappearing? Corporate Law and Market Power Analyses*. Tratto il giorno Marzo 2023 da SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4372070>
- Rongbing, H., Jay R.Ritter, & Zhang, D. (2023, Gennaio 9). *IPOs and SPACs: Recent Developments*.
- SkyTG24. (2021, Settembre 28). *Perché le imprese italiane non amano quotarsi in borsa: i dati e le possibili soluzioni*. Tratto da SkyTg24: <https://tg24.sky.it/economia/2021/09/28/poche-imprese-italiane-borsa>
- The Nest. (s.d.). *What Are The Qualifications Needed to Trade on the American Stock Exchange*. Tratto da The Nest : <https://budgeting.thenest.com/shares-outstanding-vs-float-29620.html>
- The Wall Street Journal . (2023 , January). *Last Two Chinese State-Owned Companies to Delist from NYSE*. Tratto da The Wall Street Journal : <https://www.wsj.com/livecoverage/stock-market-news-today-01-13-2023/card/last-two-chinese-state-owned-companies-to-delist-from-nyse-cDo3iXPQLYSzbcubsqAO>

- Thomas, J., & Fulghieri, P. (1999). A Theory of the Going-Public Decision. *The Review of Financial Studies*, 12, 249-279.
- Thomson Reuters Practical Law . (2022, Marzo 1). *Equity Capital Markets in Germany: Regulatory Overview*. Tratto da Thomson Reuters Practical Law : [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-501-2097?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-501-2097?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true)
- Thomsen, S., & Vinten, F. (2014). Delistings from European Stock Exchanges 1996-2004. *Journal of Management & Governance*, 18(3), 793-833.
- Titman, S., & Subrahmanyam, A. (1999, June). The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets. *The Journal of Finance*, 54, 1045-1082.
- Treccani. (s.d.). *IPO*. Tratto il giorno Marzo 2023 da Treccani: <https://www.treccani.it/enciclopedia/ipo/>.
- Tutino, M., C., I., Panetta, & Laghi, E. (2013). Key Factors in Delisting Process in Italy: Empirical Evidence. *GSTF Journal on Business Review (GBR)*, 2(4).

## RIASSUNTO

Il tema delle IPO è stato oggetto di approfonditi studi e dibattiti nel corso del tempo, in quanto rappresenta uno dei momenti cruciali e significativi nella vita di un'azienda. Questa operazione ha sempre suscitato un notevole interesse da parte degli esperti del settore. Parallelamente all'analisi di questa operazione, la letteratura si è concentrata anche sul fenomeno contrario alle IPO, ossia il delisting. Infatti, a partire dai primi anni del nuovo millennio, si è verificato un incremento delle operazioni di uscita delle aziende dai principali mercati finanziari (Italia, Francia, Inghilterra, Germania, Stati Uniti). Questa tendenza ha suscitato notevoli preoccupazioni tra gli esperti del settore.

L'operazione di Offerta Pubblica Iniziale rappresenta un'operazione mediante la quale le imprese possono accedere al capitale necessario per i propri finanziamenti tramite la quotazione sul mercato regolamentato. Le ragioni che spingono un'azienda a intraprendere tale percorso sono diverse, tra le principali vi sono la ricerca di crescita finanziaria e una maggiore visibilità sul mercato. Il processo di IPO è caratterizzato da un elevato grado di complessità e coinvolge diverse fasi, richiedendo la partecipazione di diversi soggetti che svolgono ruoli specifici in base alle diverse fasi del processo.

I momenti salienti che caratterizzano un'operazione di IPO comprendono una fase preliminare di preparazione e pianificazione in cui l'azienda valuta la fattibilità dell'operazione e identifica gli attori chiave coinvolti nell'intero processo. Durante la fase di valutazione dell'investimento, vengono esaminati principalmente i costi associati all'operazione al fine di determinarne la fattibilità finanziaria. Successivamente, si passa alla fase di richiesta di autorizzazione per l'ammissione al mercato, che viene presentata dall'azienda agli organi di controllo della Borsa (ad esempio, la Consob in Italia). Una volta ottenuta l'autorizzazione, si avvia la fase di marketing dell'operazione, durante la quale viene condotta una campagna di comunicazione per promuovere l'operazione stessa. Successivamente, si procede alla fase di raccolta delle offerte (bookbuilding), in cui gli investitori esprimono il proprio interesse ad acquistare azioni. Dopo di che viene determinata la domanda da parte degli investitori e fissato il prezzo delle azioni. Infine, le azioni vengono allocate ai rispettivi investitori, sia istituzionali che non istituzionali ed avviene poi la quotazione delle azioni sul mercato finanziario, consentendo la negoziazione pubblica delle stesse.

Nel periodo compreso tra il 2000 e il 2023, si è riscontrata un'oscillazione dell'andamento delle quotazioni nei cinque principali mercati finanziari. Sono state evidenziate fasi di incremento alternate a fasi di decremento delle quotazioni, e recentemente siamo testimoni di una fase di ribasso estremamente marcata. I mercati che si distinguono per le performance delle quotazioni sono quelli statunitense e britannico, i quali hanno sempre mostrato valori elevati in termini di quotazioni. Al contrario, i mercati italiano e tedesco presentano performance ridotte, in quanto la loro configurazione non riesce ad attrarre un numero considerevole di aziende per la quotazione. I periodi caratterizzati da significativi cali delle quotazioni sono stati quelli correlati alle crisi

verificatesi nel corso di questi vent'anni. In particolare, la crisi del 2008-2009 e la pandemia da COVID-19 hanno avuto conseguenze rilevanti in termini del numero di aziende che hanno scelto di quotarsi sul mercato.

In relazione a questa tematica, si osserva una correlazione inversa, tra la diminuzione delle operazioni di quotazione iniziale (IPO) e l'aumento dei delisting, ovvero l'uscita di un'azienda dal mercato pubblico. I delisting rappresentano l'operazione mediante la quale un'azienda decide di cessare la sua quotazione in borsa. Le motivazioni che spingono all'uscita dal listino possono essere di natura volontaria o involontaria.

Nel caso di delisting involontario, l'azienda viene obbligata a uscire dal mercato a causa dell'incapacità di soddisfare i requisiti minimi imposti dalla borsa. Nel caso di delisting volontario, l'azienda intraprende un'operazione per cambiare il suo status da società pubblica a società privata. In questa situazione, le motivazioni possono variare, ma il fattore predominante risiede spesso nell'elevato costo e nell'insostenibilità della quotazione in borsa.

Nel corso degli ultimi vent'anni, si è osservato un notevole aumento di questo fenomeno, principalmente a causa delle crisi che hanno caratterizzato il periodo e dell'introduzione di regolamentazioni più stringenti in seguito a tali crisi. Entrambi questi fattori hanno comportato un aumento dei costi associati alla quotazione e alla permanenza in borsa, spingendo numerose aziende ad abbandonare il mercato.

Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, l'alto numero di IPO corrisponde a un elevato numero di delisting, mentre in altri mercati come l'Italia e la Germania, il numero di delisting si avvicina al numero di IPO.

Tuttavia, preoccupa il fatto che questa tendenza non si stia attenuando, anzi sembra stia prendendo sempre più piede a discapito delle IPO, che stanno progressivamente diminuendo. I mercati finanziari sono caratterizzati da una elevata volatilità e le crescenti regolamentazioni hanno aumentato in modo insostenibile i costi associati alla quotazione in borsa per molte aziende. Di conseguenza, si prospetta come ipotesi di scenario per i prossimi anni una prevalenza dei delisting rispetto alle quotazioni sui mercati finanziari.