



Dipartimento di Impresa e Management
Corso di Laurea Magistrale in Strategic Management

Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato

**L'Initial Public Offering di Lottomatica: un'Analisi Empirica su
Impatti e Prospettive Future.**

Prof. Adalberto Pellegrino
RELATORE

Prof. Alfio Torrisi
CORRELATORE

Francesco Farinati
CANDIDATO

Anno Accademico 2022 / 2023

“An IPO is like a negotiated transaction – the seller chooses when to come public – and it’s unlikely to be a time that’s favourable to you”
- Warren Buffet

Abstract

L'Initial Public Offering di Lottomatica Group S.p.A. ha rappresentato un avvenimento di notevole importanza all'interno del panorama finanziario italiano ed europeo. Per analizzarne le caratteristiche e gli impatti è stato utilizzato un approccio analitico basato su indagini empiriche, metodologie di valutazione finanziaria e l'osservazione dell'andamento del titolo nel periodo successivo alla data di quotazione. Nel corso di questa tesi, sono stati esaminati diversi aspetti chiave. In primo luogo, è stata condotta un'analisi delle fonti di finanziamento a disposizione delle imprese, illustrando le alternative di finanziamento tramite capitale proprio e di terzi, allo scopo di fornire un quadro teorico fondamentale per la comprensione delle scelte finanziarie adottate dall'azienda in analisi. Successivamente, è stata condotta un'indagine approfondita sull'IPO, investigando le caratteristiche dell'operazione stessa, il processo di quotazione e i metodi comunemente impiegati per determinare il prezzo di collocamento delle azioni, come il Discounted Cash Flow (DCF) e il metodo dei multipli di mercato. La ricerca si è poi incentrata sull'analisi del settore del gioco d'azzardo in Italia, identificandone le dinamiche in un contesto di rapida crescita e delineandone le principali peculiarità. Un caso studio esaustivo dedicato a Lottomatica Group S.p.A. è stato successivamente presentato, approfondendo l'organizzazione aziendale, la sua storia, la struttura di governance, il modello di business e completando l'esposizione con un'analisi finanziaria dettagliata che ha portato all'elaborazione delle previsioni pluriennali relative alle principali grandezze economiche e finanziarie. L'operazione di quotazione e la valutazione aziendale di Lottomatica sono state poi oggetto di un esame accurato che ha visto l'applicazione sia del metodo del Discounted Cash Flow sia del metodo dei multipli di mercato. La significativa convergenza dei risultati ottenuti da queste due metodologie ha fornito una base solida per la valutazione dell'azienda e dei suoi titoli. Inoltre, è stata condotta un'analisi delle performance del titolo di Lottomatica dal giorno della quotazione, prestando particolare attenzione ad un confronto effettuato con aziende comparabili e l'indice di mercato FTSE MIB. Infine, l'intervista condotta con Laurence Van Lancker, CFO di Lottomatica, ha consentito di acquisire elementi utili ad una migliore comprensione delle possibili strategie future dell'azienda volte a migliorare la sua competitività nel mercato di riferimento, permettendo anche di verificare i risultati delle analisi effettuate.

Indice

Abstract	iii
Introduzione	1
Capitolo 1: Le fonti di finanziamento per le imprese.....	3
1.1 Il finanziamento con capitale proprio.....	4
1.1.1 Il capitale sociale	5
1.1.2 Utili trattenuti	9
1.1.3 Altre modalità per rafforzare la struttura patrimoniale.....	11
1.1.4 Forme di finanziamento ibride	12
1.1.5 Il mercato del private equity.....	13
1.1.6 Il Crowdfunding	15
1.2 Il finanziamento con capitale di terzi.....	16
1.2.1 Prestiti bancari.....	17
1.2.2 Le obbligazioni.....	19
1.2.3 Finanziamento tramite leasing.....	20
1.2.4 Finanziamenti governativi	22
1.3 Struttura del capitale ottimale.....	24
Capitolo 2: L'Initial Public Offering (IPO): caratteristiche e tratti principali	26
2.1 Definizione e motivazioni alla base di una IPO	26
2.1.1 Definizione	26
2.1.2 Le considerazioni di base	27
2.2 Il processo di quotazione e gli attori coinvolti.....	31
2.2.1 Il processo di quotazione	31
2.2.2 Gli attori coinvolti	37
2.3 La determinazione del prezzo di offerta.....	43
2.3.1 Il discounted cash flow (DCF)	44
2.3.2 Il metodo dei multipli di mercato	50
2.3.4 I limiti ai modelli esposti.....	56

Capitolo 3: Il settore del gambling in Italia.....	59
3.1 la definizione di gioco d’azzardo	59
3.2 La diffusione del gioco in Italia	62
Capitolo 4: Caso Studio – Lottomatica Group S.p.A.	68
4.1 Lottomatica Group S.p.A.....	68
4.2 L’organizzazione esterna	69
4.3 La storia di Lottomatica.....	70
4.4 La struttura di Governance.....	74
4.5 Il Business Model.....	75
4.6 Market share per tipologia di prodotto	80
4.7Analisi di Bilancio.....	84
4.7.1 Analisi Redditività.....	84
4.7.2 Analisi della Liquidità	85
4.7.3 Analisi della Solidità Finanziaria	86
4.8 Analisi delle forze competitive di Porter	87
Capitolo 5: Operazione di quotazione e Valutazione aziendale di Lottomatica S.p.A.....	90
5.1 L’operazione di quotazione.....	90
5.2 Motivazioni Strategiche e Lancio dell'IPO	91
5.2.1 Uso dei Proventi	92
5.2.2 Azionariato	93
5.2.3 Valutazione di Lottomatica: un confronto tra il metodo del Discounted Cash Flow ed il Metodo dei Multipli di Mercato	95
5.2.4 Analisi del titolo di Lottomatica, confronto con le performance dei peer e con l'Indice FTSE MIB.....	109
Capitolo 6: Conclusioni.....	112
Bibliografia.....	116
Sitografia	120

Tavolo delle Tabelle

Tabella 1: Tipologie e caratteristiche dei titoli azionari	7
Tabella 2: Diverse categorie di considerazioni riguardanti l'IPO, il supporto a ciascuna teoria o concetto e le opzioni dei CFO in merito.....	28
Tabella 3: Organigramma del Gruppo Lottomatica. (Fonte: Elaborazione dati Refinitiv)	69
Table 4: Business Model Canvas di Lottomatica Group S.p.A. (Fonte dati: Elaborazione dell'autore)	77
Tabella 5: Market share brand Lottomatica. (Fonte dati: Annual Report Lottomatica 2022).....	80
Tabella 6: Indicatori Redditività Lottomatica (Fonte dati: Elaborazione dati Refinitiv)	84
Tabella 7: Indicatori di Liquidità Lottomatica (Fonte dati: Elaborazione dati Refinitiv)	86
Tabella 8: Indicatori di Solidità Finanziaria Lottomatica (Fonte dati: Elaborazione dati Refinitiv)...	87

Tavolo delle Figure

Figura 1: Fasi del processo di IPO (Fonte: Borsa Italiana)	33
Figura 2: Importo totale scommesso nel mercato del gioco d'azzardo in Italia dal 2015 al 2021 (Fonte dati Agenzia delle Dogane e dei Monopoli)	63
Figura 3: Importo totale delle vincite nel mercato del gioco d'azzardo in Italia 2015-2021 (Fonte dati: Agenzia delle Dogane e dei Monopoli).....	64
Figura 4: Totale ricavi lordi da gioco (GGR) del mercato del gioco d'azzardo in Italia 2015- 2021 (Fonte dati: Agenzia delle Dogane e dei Monopoli)	66
Figura 5: Struttura degli azionisti di Gamma Topco S.a.r.l., azionista di controllo di Lottomatica (Fonte: Lottomatica Kepler Cheuvreux)	94
Figura 6 - Shareholder structure Lottomatica post-Ipo, Elaborazione dati Refinitiv	94
Figura 7 - Calcolo del Wacc - Elaborazione dell'autore	96
Figura 8 - Calcolo del Cost of Debt - Elaborazione dell'autore.....	97
Figura 9 - Calcolo del Cost of Equity - Elaborazione dati dell'autore	98
Figura 10 – CAGR from Prospectus – Fonte: Lottomatica.....	100
Figura 11 – CAGR Assumption – Elaborazione dell'autore	100
Figura 12 – CAPEX Assumption – Elaborazione dell'autore	102
Figura 13 – Assumption Ammortamenti - Elaborazione dell'autore.....	103
Figura 14 - Cash Flow Calculations - Elaborazione dell'autore.....	104
Figura 15 - Target Stock Price Calculations - Elaborazione dell'autore.....	105
Figura 16 - Sensitivity Analysis - Elaborazione dell'autore	105
Figure 17- Il modello dei Multipli di Mercato- Elaborazione dell'autore	106

Figure 18 - Multiplo Gaming & Retail – Elaborazione dell'autore.....	108
Figure 19 – Target Stock Price Calculation - Elaborazione dell'autore.....	108
Figura 20 - Statistiche sul titolo - Elaborazione dell'autore	109
Figura 21 - Andamento del titolo LTMC.MI - Elaborazione dell'autore	110
Figura 22 - Performance storiche titoli - Elaborazione dell'autore	111

Introduzione

Negli ultimi anni il settore del gioco d'azzardo in Italia ha acquisito dimensioni sociali ed economiche sempre più rilevanti. In questo contesto, L'Initial Public Offering di Lottomatica S.p.A., una azienda leader in questo settore, rappresenta un evento di notevole rilevanza nel contesto finanziario italiano ed europeo. Questa operazione ha segnato una svolta significativa nella storia dell'azienda, che ha scelto di quotare pubblicamente i propri titoli sui mercati finanziari. L'obiettivo di questa tesi è condurre un'analisi empirica completa e approfondita dell'IPO di Lottomatica, esaminandone le caratteristiche, gli impatti e le prospettive future.

L'approccio metodologico adottato in questa ricerca si basa su un rigoroso quadro analitico. Vengono impiegate metodologie di valutazione finanziaria, l'osservazione dell'andamento del titolo nel periodo successivo alla quotazione e un'intervista ad una figura apicale dell'azienda, come Laurence Van Lancker, il CFO di Lottomatica. Questo approccio multidisciplinare consente di esaminare l'IPO da diverse prospettive e di ottenere una comprensione completa delle dinamiche in atto.

La tesi è strutturata in modo da fornire una base teorica solida prima di entrare nel cuore dell'analisi dell'operazione. Nel primo capitolo, verranno esaminate le diverse fonti di finanziamento a disposizione delle imprese, distinguendo tra il finanziamento con capitale proprio e quello con capitale di terzi. Questa sezione fornisce il contesto necessario per comprendere le scelte finanziarie adottate da Lottomatica.

Nel secondo capitolo, verrà approfondita l'operazione di quotazione in borsa, esaminando le motivazioni alla base di questa operazione ed il complesso processo di offerta pubblica. In particolare, verrà concentrata l'attenzione sulla determinazione del prezzo di offerta, esplorando due metodologie chiave: il Discounted Cash Flow (DCF) e il metodo dei multipli di mercato. Questa sezione getta le basi per la valutazione dell'azienda e dei suoi titoli.

Il terzo capitolo si focalizza sul settore del gioco d'azzardo in Italia, identificandone le dinamiche in un contesto di crescita rapida e delineandone le peculiarità. Questa analisi del contesto è fondamentale per comprendere meglio il posizionamento di Lottomatica all'interno di questo settore in evoluzione.

Nel quarto capitolo, verrà presentato il caso studio dedicato a Lottomatica Group S.p.A. Questo include un'analisi dettagliata dell'organizzazione aziendale, della storia, della struttura

di governance e del modello di business, completando il quadro con un'analisi finanziaria approfondita.

Il quinto capitolo si concentra sull'operazione di quotazione e sulla valutazione aziendale di Lottomatica Group S.p.A. Qui verrà applicato sia il metodo del Discounted Cash Flow che il metodo dei multipli di mercato per determinare il valore dell'azienda e dei suoi titoli. Inoltre, verranno analizzate le performance del titolo di Lottomatica dopo la quotazione, confrontandole con aziende comparabili e con l'indice di mercato FTSE MIB.

Infine, nel sesto capitolo, verranno riassunte le principali conclusioni emerse dall'analisi. Verrà sottolineato come le differenze tra il prezzo di scambio attuale dei titoli di Lottomatica e il prezzo prospettico risultante dalle nostre analisi, siano influenzate da fattori temporali e geografici. Inoltre, verranno prese in considerazione le prospettive future dell'azienda nel contesto del settore del gioco d'azzardo in Italia.

In sintesi, questa tesi si propone di fornire una visione completa e approfondita dell'IPO di Lottomatica S.p.A., esaminandone gli impatti e le prospettive future. Le analisi condotte si basano su una metodologia rigorosa e su dati empirici solidi, offrendo una panoramica a 360 gradi utile per comprendere l'importanza di questo evento per l'azienda e per il mercato finanziario italiano nel suo complesso.

Le ragioni alla base della volontà di condurre questo studio sono molteplici. In primo luogo, l'IPO di Lottomatica rappresenta un caso di studio affascinante per analizzare le dinamiche del mercato azionario italiano, sia a causa delle dimensioni dell'operazione sia dal punto di vista delle implicazioni finanziarie che ne susseguono. Dal punto di vista dimensionale, l'IPO di Lottomatica è stata infatti la più grande IPO in Europa del 2023 alla data della quotazione, con un controvalore di 600 milioni di euro, valore che ha attirato l'attenzione di investitori nazionali e internazionali e che ha avuto un impatto significativo sulle dinamiche di mercato. In secondo luogo, il settore del gioco d'azzardo è un settore, come detto, in forte espansione e che, come dimostrato dalla continuità dei tassi di crescita durante il periodo pandemico, si contraddistingue per una particolare resilienza e solidità.

Capitolo 1: Le fonti di finanziamento per le imprese

Nel corso della propria esistenza un'impresa attraversa varie fasi, e alcune di esse anche più volte. Ogni fase comporta diverse esigenze di capitale e richiede quindi finanziamenti differenti¹. La raccolta del capitale può essere effettuata attraverso varie fonti che possono essere classificate in due macrocategorie: fonti interne o capitale proprio e fonti esterne, anche dette capitale di terzi.

I finanziamenti con capitale proprio (detto anche «capitale a pieno rischio») provengono dall'imprenditore stesso: sono conferiti (ovvero versati) direttamente dal titolare o dai titolari all'atto della costituzione (capitale di conferimento iniziale) e/o in momenti successivi (aumenti di capitale proprio)². Questi fondi rappresentano la proprietà dell'azienda e sono costituiti da azioni ordinarie o privilegiate. Gli investitori che contribuiscono con il capitale proprio assumono il rischio di perdita in caso di insuccesso dell'azienda, ma possono anche beneficiare dei profitti e delle eventuali plusvalenze generate.

D'altra parte, il finanziamento con capitale di terzi si riferisce ai fondi ottenuti dall'azienda attraverso prestiti o finanziamenti da parte di istituti finanziari, banche, obbligazionisti o altri creditori. Questi fondi sono considerati un debito e devono essere restituiti entro un determinato periodo di tempo, generalmente mediante il pagamento di interessi proporzionati al capitale prestato. Il capitale di terzi può assumere diverse forme, come prestiti bancari, emissioni di obbligazioni o finanziamenti da parte di investitori istituzionali.

Entrambe le fonti di finanziamento presentano vantaggi e svantaggi distinti. In estrema sintesi si può affermare che il finanziamento con capitale proprio offre all'azienda maggiore flessibilità e libertà decisionale, poiché non comporta l'obbligo di restituire il capitale o l'obbligo di pagare interessi periodici. Inoltre, i proprietari dell'azienda mantengono il controllo e la proprietà delle decisioni strategiche. Il finanziamento con capitale proprio può richiedere un investimento iniziale molto significativo da parte degli azionisti e può limitare l'accesso a risorse finanziarie esterne.

¹ Camera di Commercio, Industria, Artigianato e Agricoltura di Bolzano. (2021). Linee guida per il finanziamento delle imprese.

² Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Roma. (2015). Le fonti di capitale.

D'altra parte, il finanziamento con capitale di terzi consente all'azienda di ottenere immediatamente i fondi necessari senza richiedere un investimento iniziale significativo da parte degli azionisti. Questo tipo di finanziamento può fornire una maggiore leva finanziaria e consentire all'azienda di sfruttare opportunità di crescita. Allo stesso tempo comporta l'obbligo di restituire il capitale con interessi e aumenta il livello di indebitamento dell'azienda. Inoltre, l'azienda, attingendo da questa fonte, può essere assoggettata a clausole contrattuali o limitazioni imposte dai creditori.

La scelta tra il finanziamento con capitale proprio e quello con capitale di terzi dipende dalle caratteristiche dell'azienda, dalle sue esigenze finanziarie, dalla disponibilità di risorse esterne e dagli obiettivi di crescita. Le aziende spesso combinano entrambe le fonti di finanziamento per ottenere un equilibrio tra il controllo proprietario e l'accesso a risorse esterne.

In questo capitolo si analizzeranno le diverse tipologie di finanziamento e i loro vantaggi e svantaggi per le aziende. Ci concentreremo sul finanziamento con capitale proprio e con capitale di terzi, esaminando le caratteristiche distintive di ciascuna fonte.

1.1 Il finanziamento con capitale proprio

Il capitale proprio è una forma di finanziamento che rappresenta la partecipazione di proprietà all'interno di una società. Viene ottenuto mediante la vendita di azioni (nelle c.d. Società per azioni) o quote (nelle c.d. Società a responsabilità limitata), che conferiscono agli investitori il diritto a vedersi riconosciuta una porzione degli utili e del valore generato dall'azienda nel corso del tempo.

Nel contesto delle fonti di finanziamento con capitale proprio, verranno analizzate in modo approfondito le seguenti categorie:

- Il capitale sociale: rappresentato principalmente dalle azioni o dalle quote, il capitale sociale, è una forma di finanziamento fondamentale per le aziende. Le azioni, che possono essere vendute agli investitori, sono titoli di proprietà che conferiscono ai possessori il diritto di partecipare agli utili e alle perdite dell'azienda, senza obblighi di rimborso finanziario. D'altra parte, le quote, spesso utilizzate nelle società a responsabilità limitata (SRL), conferiscono una quota di proprietà equiparabile che tipicamente presenta però alcune restrizioni sulle modalità di trasferimento. Dopo la sua costituzione, un'impresa può finanziarsi attraverso un aumento di capitale, attraverso contributi versati direttamente

nell'azienda dagli azionisti o dai proprietari, sia in denaro che sotto forma di beni tangibili come immobili o attrezzature.

- Utili trattenuti: gli utili di esercizio possono essere distribuiti agli azionisti o trattenuti dall'azienda per finanziare le attività operative e gli investimenti futuri.
- Altre forme di equity: oltre alle tradizionali azioni, esistono anche altre forme di capitale proprio che le aziende possono adoperare. Tra queste si includono le azioni privilegiate, che conferiscono specifici diritti e privilegi agli investitori che ne sono titolari, strumenti utilizzati tipicamente da operatori del mercato del private equity, principalmente fondi di private equity, che forniscono capitale alle imprese in cambio di una partecipazione al capitale.

1.1.1 Il capitale sociale

Le azioni, come definite dall'articolo 2346 del codice civile, rappresentano un titolo di credito corrispondente alla quota minima in cui è suddiviso il capitale sociale di una particolare tipologia di società, comunemente conosciuta come "società per azioni" (S.p.A.). In una S.p.A., il capitale sociale è diviso in azioni, mentre in una società a responsabilità limitata (S.R.L.), esso è suddiviso in quote. Questi titoli conferiscono al loro acquirente diritti di partecipazione agli utili, al patrimonio in caso di liquidazione e al controllo della società, secondo le disposizioni dettate dallo statuto. Lo statuto societario è un allegato dell'atto costitutivo, di cui è parte integrante, e delinea nel dettaglio il funzionamento operativo dell'azienda, dall'oggetto sociale al ruolo degli amministratori fino alle modalità decisionali dei soci. Questo documento, di norma, determina anche il valore nominale di ciascuna azione; altrimenti, il titolo deve riportare l'ammontare del capitale e il numero complessivo delle azioni corrispondenti. Il valore nominale non coincide necessariamente con il valore di emissione³ (le azioni possono essere emesse richiedendo una somma superiore al valore nominale, cioè con "sovrapprezzo"), né con il valore di mercato del titolo (determinato dall'incontro tra offerta e domanda sul mercato). Come indicato nella definizione, si tratta di titoli di credito, cioè strumenti che incorporano un diritto che può essere trasferito ad un soggetto terzo. I diritti e gli obblighi incorporati possono ricadere nella titolarità della persona intestataria (azioni nominative) o, nell'esclusivo caso delle azioni di risparmio, di chi è in possesso del titolo in un dato momento (azioni al portatore).

³ Banca d'Italia. Le azioni.

Come disciplinato dall'articolo 2348 cc, le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti. Si possono creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie.

Nel regime italiano esistono vari tipi di titoli azionari, distinti fra di loro in merito a due caratteristiche:

- la tutela assegnata ai detentori circa la distribuzione dei dividendi,
- la possibilità di influenzare le decisioni dell'azienda mediante il diritto di voto.

Sulla base di queste caratteristiche, i titoli azionari si dividono in quattro tipologie: azioni ordinarie, privilegiate, di risparmio ed azioni speciali.⁴

Tipologia	Caratteristiche	Tutela nella distribuzione dei dividendi	Diritto di voto
Azioni ordinarie	Consentono al detentore di votare in tutte le assemblee degli azionisti della società, ma non conferiscono alcuna protezione in merito alla distribuzione di dividendi.		✓
Azioni privilegiate	Conferiscono un diritto di priorità nel riparto degli utili e nel rimborso del capitale all'atto dello scioglimento della società, ma conferiscono la possibilità di votare solo nelle assemblee straordinarie.	✓	✓

⁴ Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. (2019). Le S.P.A.: le azioni. A cura di Davide Colarossi, Dottore Commercialista.

Azioni di risparmio	<p>Conferiscono una tutela più sostanziale in merito alla distribuzione dei dividendi ma non danno alcun diritto di voto. La legge lascia alle società emittenti libertà circa i privilegi da assegnare alle azioni di risparmio. Tipicamente il dividendo delle azioni di risparmio è più elevato di quello delle azioni ordinarie di un ammontare almeno pari al 2% del valore nominale delle azioni. Inoltre l'azione di risparmio ha diritto di ricevere un dividendo minimo annuale pari almeno al 5% del valore nominale del titolo. In caso di mancata riscossione l'azione conserva il diritto a ricevere tale importo nei due esercizi successivi.</p>		
Azioni speciali	<p>Conferiscono diritti o privilegi speciali ai detentori di tali azioni. A differenza delle azioni ordinarie, privilegiate e di risparmio, le caratteristiche specifiche delle azioni speciali possono variare notevolmente a seconda delle disposizioni stabilite dalla società.</p>	Variabile	Variabile

Tabella 1: Tipologie e caratteristiche dei titoli azionari

Le azioni poi, osservando il luogo e le modalità del loro scambio, possono essere classificate in due ulteriori categorie: azioni quotate e azioni non quotate⁵. Questa distinzione si fonda sul

⁵ Consob. Le azioni.

fatto che le azioni possono essere negoziate o scambiate su un mercato finanziario regolamentato o meno.

Le azioni quotate, comunemente conosciute come azioni quotate in borsa, sono azioni di società che sono listate e negoziate su una borsa valori ufficiale. Questo significa che queste azioni sono disponibili per l'acquisto e la vendita da parte degli investitori sul mercato aperto. Alcuni esempi delle principali borse valori ⁶mondiali sono il New York Stock Exchange (NYSE), il NASDAQ negli Stati Uniti, la Borsa di Londra (London Stock Exchange), la Borsa di Tokyo (Tokyo Stock Exchange) ed altre localizzate in altre parti del mondo.

Le azioni non quotate, al contrario, non sono negoziate su una borsa valori ufficiale e di conseguenza, la loro negoziazione avviene tramite accordi privati.

Come precedentemente introdotto, dopo la sua costituzione un'impresa può ricorrere ad un aumento di capitale come ulteriore strumento di finanziamento, attraverso contributi che assumono diverse forme a seconda della struttura giuridica e organizzativa dell'impresa. Nelle società per azioni (S.p.A.), per fornire un esempio esplicativo, si procede in tale ambito all'emissione e sottoscrizione di azioni, mentre nelle società a responsabilità limitata (S.r.l.), tali operazioni hanno ad oggetto le quote sociali. Un aumento di capitale può anche avvenire nell'ambito di un processo di quotazione.

Gli aumenti di capitale offrono diversi vantaggi alle imprese. Innanzitutto, contribuiscono ad aumentare il capitale netto dell'impresa, migliorando la solidità finanziaria e la capacità di far fronte alle future esigenze di finanziamento. Questo aumento del capitale netto può anche favorire l'accesso a ulteriori fonti di finanziamento esterne, come prestiti o emissione di obbligazioni. L'utilizzo dei proventi di un aumento di capitale risponde all'esigenza di perseguire diversi scopi aziendali, ognuno dei quali però contribuisce alla crescita e allo sviluppo sostenibile dell'impresa:

- Investimenti in attività operative: gli aumenti di capitale possono essere impiegati per finanziare investimenti nelle attività operative dell'azienda. Questi investimenti possono riguardare l'acquisizione di nuove attrezzature, lo sviluppo di nuovi prodotti o l'espansione

⁶ Le borse valori sono mercati finanziari dove vengono scambiate azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari. Funzionano come piattaforme regolate dove gli investitori possono comprare e vendere titoli, stabilendo prezzi in base all'offerta e alla domanda. Le borse valori facilitano la raccolta di capitali per le aziende e forniscono agli investitori un luogo per negoziare e investire in diversi strumenti finanziari.

delle capacità produttive. Il finanziamento di tali investimenti contribuisce alla crescita dell'azienda e alla sua competitività nel lungo termine.

- **Riduzione dell'indebitamento:** un altro impiego è la riduzione del livello di indebitamento dell'impresa. Ciò consente di ridurre gli oneri finanziari e di migliorare la stabilità finanziaria complessiva dell'azienda. La riduzione dell'indebitamento contribuisce a ridurre i rischi finanziari e a migliorare la capacità dell'azienda di attrarre ulteriori finanziamenti in futuro.
- **Finanziamento di fusioni e acquisizioni:** gli aumenti di capitale possono essere utilizzati per finanziare operazioni straordinarie, come fusioni e acquisizioni. Questo tipo di finanziamento consente all'azienda di espandersi e di cogliere opportunità di crescita nel mercato. Il finanziamento di fusioni e acquisizioni può contribuire al consolidamento dell'azienda e alla creazione di sinergie strategiche.
- **Copertura di perdite o costituzione di riserve:** gli aumenti di capitale possono essere utilizzati per coprire eventuali perdite precedenti o per costituire riserve aziendali specifiche. Queste riserve possono essere destinate a scopi specifici, come riserve per investimenti futuri o riserve per far fronte a situazioni di contingenza. La copertura delle perdite passate consente all'azienda di ripartire da una base finanziaria solida e di generare profitti futuri in modo più sostenibile.

In generale l'utilizzo dei proventi degli aumenti di capitale contribuisce a incrementare il patrimonio netto dell'azienda, fornendo una solida base finanziaria per supportare le attività aziendali. Un patrimonio netto solido migliora la fiducia degli investitori e contribuisce all'attrattiva dell'azienda per ulteriori investimenti. Inoltre, un patrimonio netto solido consente all'azienda di fronteggiare eventuali imprevisti o difficoltà finanziarie.

1.1.2 Utili trattenuti

L'utilizzo dell'utile di esercizio, che rappresenta l'eccedenza dei ricavi di competenza sui costi di competenza, offre diverse opzioni per la destinazione dei profitti aziendali⁷. Tra le scelte più comuni e significative, possiamo individuare le seguenti:

⁷ AGICAP. (2022). Utile di esercizio.

- Accantonamento a riserve: l'utile di esercizio può essere destinato ad alimentare fondi di riserva aziendali. Tali riserve possono essere obbligatorie, statutarie o facoltative. L'obiettivo di queste riserve è quello di creare una solida base finanziaria per l'azienda, consentendo di far fronte a future necessità o di affrontare situazioni contingenti.
- Distribuzione ai soci: un'altra opzione per l'utilizzo dell'utile di esercizio è la distribuzione dei profitti tra gli azionisti o i soci dell'impresa. Questa distribuzione avviene generalmente sotto forma di dividendi, rappresentando una remunerazione diretta per l'investimento effettuato dai soci. La distribuzione dei dividendi può essere una fonte di reddito significativa per gli azionisti e contribuisce ad accrescere il valore delle loro partecipazioni.
- Copertura di perdite precedenti: qualora l'azienda abbia registrato perdite in periodi precedenti, l'utile di esercizio può essere utilizzato per coprire tali perdite accumulate. Questa destinazione dei profitti contribuisce a ristabilire l'equilibrio finanziario dell'azienda e a consolidare la sua posizione sul mercato. Coprire le perdite precedenti permette all'azienda di partire da una base più solida per la generazione di profitti futuri.
- Riporto a nuovo esercizio: un'ulteriore opzione consiste nel destinare l'utile di esercizio al riporto a nuovo per l'esercizio successivo.

Quando l'utile non è distribuito ai soci esso è utilizzato per l'autofinanziamento, permettendo all'impresa di coprire autonomamente parte del fabbisogno finanziario generato dalla sua attività operativa.

Nel senso stretto, l'autofinanziamento si realizza attraverso gli utili prodotti e non prelevati dall'imprenditore o dai soci.⁸ Questi profitti trattenuti all'interno dell'azienda aumentano l'entità del capitale netto, fornendo una copertura finanziaria per le future esigenze dell'impresa. Il capitale auto-generato, a differenza del capitale di apporto fornito dai soci iniziali o successivi, rappresenta una ricchezza prodotta internamente all'impresa.

Nel senso lato, l'autofinanziamento si manifesta tramite le risorse monetarie create attraverso la gestione dell'azienda⁹. Questo tipo di autofinanziamento può essere misurato in modo diretto o analitico, confrontando i ricavi e i costi monetari che hanno generato entrate e uscite

⁸ Cimini, R. (2021). L'autofinanziamento nelle sue accezioni patrimoniale e finanziaria. Università degli studi della Tuscia - Viterbo.

⁹ Galeotti, M. (2015). Fabbisogno di Finanziamento. Università La Sapienza di Roma.

effettive. Allo stesso modo, può essere valutato in modo indiretto o sintetico, sommando all'utile di bilancio i costi non monetari e sottraendo i ricavi non monetari al fine di neutralizzare gli effetti di quei costi e ricavi che non hanno prodotto flussi di cassa. Questa misurazione complessiva dell'autofinanziamento fornisce una visione più completa delle risorse finanziarie generate dall'azienda attraverso la sua attività operativa.

Va sottolineato che la decisione sulla destinazione degli utili non distribuiti spetta all'assemblea degli azionisti. Tale decisione viene presa in considerazione tenendo conto di vari fattori, come la politica aziendale, gli obiettivi di crescita, le esigenze di finanziamento, le normative vigenti e le aspettative degli azionisti stessi. L'assemblea degli azionisti ha la responsabilità di definire la strategia di destinazione degli utili che sia coerente con gli interessi a lungo termine dell'azienda e dei suoi proprietari¹⁰.

L'utilizzo dell'utile di esercizio riveste un ruolo cruciale nella gestione finanziaria delle imprese. La scelta delle destinazioni degli utili non distribuiti può influenzare la solidità finanziaria, la crescita e il valore dell'azienda nel tempo. La capacità di autofinanziamento consente all'impresa di generare risorse interne per soddisfare le sue esigenze finanziarie, contribuendo alla sua sostenibilità e alla creazione di valore per gli azionisti.

1.1.3 Altre modalità per rafforzare la struttura patrimoniale

Oltre alle fonti di finanziamento tradizionali riguardanti il capitale proprio, le aziende dispongono di altre strategie per rafforzare la loro struttura patrimoniale.

In situazioni finanziarie complesse, le aziende possono considerare la conversione di una porzione del proprio debito in capitale proprio come strategia per migliorare la propria struttura finanziaria. Questa operazione comporta la trasformazione del debito dell'azienda in azioni o strumenti finanziari simili all'equity, attraverso accordi di ristrutturazione del debito o negoziati con i creditori.

La conversione di debito in capitale proprio può essere una strategia efficace per ridurre l'onere del debito e rafforzare la solidità finanziaria complessiva dell'azienda. L'operazione di conversione può avvenire mediante l'attivazione di meccanismi differenti. Uno dei metodi più comuni è la conversione del debito in azioni, che offrono ai creditori la possibilità di diventare

¹⁰ Mirone, A. (2018). Assemblea di società per azioni. In Treccani, Diritto on line.

azionisti dell'azienda. Questa conversione può avvenire attraverso negoziati con i creditori o tramite accordi di ristrutturazione del debito, che prevedono un piano di conversione specifico. La modalità di conversione dipenderà dalla natura del debito e dalla disponibilità e accettazione dei creditori.

La conversione di debito in capitale proprio ha poi diverse implicazioni finanziarie per l'azienda coinvolta. In primo luogo, riduce l'ammontare del debito presente nel bilancio, contribuendo a migliorare l'equilibrio finanziario e la solvibilità. In secondo luogo, l'operazione diluisce la partecipazione degli azionisti esistenti, poiché i creditori che partecipano alla conversione acquisiscono una quota di capitale. Questo può comportare un cambiamento nella struttura del controllo dell'azienda e può richiedere un'approvazione da parte degli azionisti. Inoltre, la conversione di debito in capitale proprio può comportare un effetto positivo sulla percezione dei creditori e degli investitori sull'azienda, dimostrando un impegno a lungo termine per ripristinare la solidità finanziaria.

Dall'altro lato però, la conversione di debito in capitale proprio ha anche implicazioni per i creditori. La partecipazione dei creditori alla conversione comporta un cambiamento nella natura del loro credito, da creditore a azionista o possessore di strumenti finanziari simili all'equity. Questo implica un diverso livello di esposizione al rischio e un possibile ritorno finanziario legato alle prestazioni future dell'azienda. I creditori devono valutare attentamente i potenziali benefici e rischi della conversione, considerando fattori come la stabilità finanziaria dell'azienda e le prospettive di crescita a lungo termine.

1.1.4 Forme di finanziamento ibride

Le forme di finanziamento ibride sono strumenti finanziari che combinano elementi tipici del debito e del capitale proprio. Questi strumenti offrono agli investitori ed alle aziende, un'opportunità particolare in quanto combinano caratteristiche tipiche del ricorso al capitale di debito, come la scadenza e il pagamento degli interessi, con quelle del capitale proprio, come la partecipazione agli utili e alle perdite dell'azienda.

Tra le tipologie principali di finanziamento ibrido troviamo le obbligazioni convertibili, che consentono agli investitori di convertire il loro investimento in azioni della società a un prezzo prefissato e in una data futura.

Dette forme di finanziamento ibride, presentano vantaggi per entrambe le parti coinvolte; per quanto riguarda gli investitori, essi possono anzitutto diversificare rischio e rendimento, offrendo ai loro titolari un potenziale reddito aggiuntivo a seguito della conversione del titolo di debito in azione. Per quanto riguarda le aziende invece, le forme di finanziamento ibride offrono l'accesso a fonti di finanziamento utili per soddisfare esigenze specifiche, come la raccolta di capitale proprio o la riduzione del peso del debito.

1.1.5 Il mercato del private equity

L'evoluzione del panorama finanziario ha dato vita a nuove fonti di finanziamento che hanno significativamente rivoluzionato il modo in cui le imprese accedono ai capitali necessari per sostenere la loro crescita e sviluppo. Tra queste fonti, il private equity si è affermato come un veicolo di investimento versatile e potente, svolgendo un ruolo di primo piano nel sostenere le imprese giovani, le start-up e le imprese in fase di crescita. Il concetto fondamentale del private equity ruota attorno all'aggregazione di capitali da parte di investitori istituzionali o privati ma contraddistinti da una elevata qualificazione. Questi investitori, spesso fondi specializzati, raccolgono capitali da una varietà di soggetti al fine di acquisire partecipazioni significative in società private, comunemente denominate "società target". Questa forma di investimento si distingue per il suo orizzonte temporale a medio-lungo termine, che di solito copre un periodo di almeno cinque anni. Durante il periodo di detenzione, l'obiettivo primario dei fondi di private equity è quello di creare valore all'interno delle società target. Questo processo inizia con una meticolosa fase di selezione delle società target, che coinvolge un'analisi approfondita per identificare imprese con solide prospettive di crescita e un potenziale significativo. Una volta individuate queste opportunità, i fondi di private equity investono ingenti somme di denaro per acquisire una partecipazione di rilievo nel capitale delle società, diventando in alcuni casi anche azionisti di maggioranza. Ciò che contraddistingue il private equity da un investitore tradizionale nel capitale di una società quotata è il suo coinvolgimento attivo nella gestione delle società target. I fondi lavorano a stretto contatto con il management esistente o nominano nuovi dirigenti con l'obiettivo di implementare strategie di crescita ben definite. Queste strategie possono comprendere il reperimento di capitale aggiuntivo per finanziare espansioni, l'ingresso in nuovi mercati o settori, l'ottimizzazione delle operazioni aziendali e il rafforzamento della posizione competitiva. Durante questo processo, i fondi di private equity apportano competenze manageriali specializzate e conoscenze specifiche del settore in cui opera l'azienda target,

fornendo una guida preziosa. Alla scadenza dell'orizzonte temporale predefinito, l'obiettivo è quello di realizzare un ritorno sull'investimento. Questo avviene spesso attraverso la vendita dell'azienda a un acquirente industriale o finanziario o mediante l'offerta pubblica iniziale delle azioni dell'azienda in borsa (IPO). Questa fase è cruciale per monetizzare l'investimento e generare un profitto in conto capitale.

È importante notare che esistono diverse categorie di operazioni di private equity, ognuna con i suoi presupposti e benefici distinti. Le operazioni di "early stage" sono rivolte alle fasi iniziali delle imprese, spesso nel settore tecnologico, e richiedono solide prospettive di crescita e competenze manageriali di alto livello. Le operazioni di "expansion financing" mirano a sostenere la crescita interna o esterna delle imprese attraverso aumenti di capitale o prestiti obbligazionari convertibili. Le operazioni di "replacement capital" sostituiscono gli azionisti di minoranza che non sono più interessati a sostenere lo sviluppo aziendale. Le operazioni di "buy out" coinvolgono l'acquisto della maggioranza dell'azienda, tipicamente con l'uso della leva finanziaria. Le operazioni di "turnaround financing" si concentrano sull'acquisto di aziende o divisioni aziendali in difficoltà finanziarie, con l'obiettivo di riportarle alla redditività attraverso piani di ristrutturazione.

Le statistiche¹¹ dimostrano che le società partecipate da operatori di private equity hanno registrato tassi di crescita superiori rispetto a quelle di medio-grandi dimensioni, confermando l'impatto positivo di questa forma di investimento sull'economia. Dall'altro lato, gli investitori nel private equity cercano di ottenere rendimenti superiori rispetto a investimenti più liquidi e meno rischiosi. Gli intermediari specializzati nel settore del private equity svolgono un ruolo chiave nel facilitare il collegamento tra investitori e opportunità di investimento, contribuendo a canalizzare il risparmio verso investimenti ad alto potenziale di crescita.

¹¹ Secondo una ricerca del Boston Consulting Group, pubblicata nel 2023, le società partecipate da operatori di private equity hanno registrato una crescita media dei ricavi del 10% per anno, rispetto al 5% delle società di medio-grandi dimensioni. La ricerca ha anche rilevato che le società partecipate da operatori di private equity hanno creato più posti di lavoro e hanno generato maggiori investimenti in ricerca e sviluppo. Un'altra ricerca, condotta da Bain & Company e pubblicata nel 2022, ha rilevato che le società partecipate da operatori di private equity hanno registrato una crescita media degli utili del 20% per anno, rispetto al 10% delle società di medio-grandi dimensioni. La ricerca ha anche rilevato che le società partecipate da operatori di private equity hanno migliorato la loro posizione finanziaria e hanno ridotto il loro debito.

1.1.6 Il Crowdfunding¹²

«Crowdfunding is a novel method for funding a variety of new ventures, allowing individual founders of for-profit, cultural, or social projects to request funding from many individuals, often in return for future products or equity. Crowdfunding projects can range greatly in both goal and magnitude, from small artistic projects to entrepreneurs seeking hundreds of thousands of dollars in seed capital as an alternative to traditional venture capital investment»¹³. La definizione di “crowdfunding” è stata oggetto di discussione da parte di numerosi studiosi ed esperti, sottolineando la complessità di questo fenomeno finanziario. Una delle definizioni più esaustive, fornita da Alessandro Brunello nel suo libro "Il manuale del crowdfunding", descrive il crowdfunding come un processo collaborativo in cui individui, aziende e organizzazioni raccolgono piccole somme di denaro online per sostenere i progetti e le iniziative di altri cittadini. Un'altra definizione rilevante è stata poi offerta da G. Quaranta nel libro "Il Crowdfunding – Diritto ed Economia dell'Impresa". Egli descrive il crowdfunding come una forma di finanziamento collettivo che sfrutta le potenzialità di Internet. Questo meccanismo consente a coloro che hanno idee o necessità, ma non dispongono dei fondi necessari, di accedere a risorse economiche di terzi, inizialmente di parenti e amici e successivamente di una folla online più ampia e diversificata. La fiducia generata dai meccanismi di feedback tra gli utenti gioca un ruolo cruciale nel determinare la validità e la fattibilità di un progetto.

In sintesi, il crowdfunding rappresenta una forma di finanziamento collettivo in cui una "folla" di individui utilizza le proprie risorse finanziarie per sostenere progetti, organizzazioni o aziende che altrimenti non avrebbero accesso ai fondi necessari. Questo finanziamento avviene principalmente attraverso le piattaforme online e i social media. Tali piattaforme agiscono come intermediari tra i "founder", coloro che lanciano una campagna di crowdfunding, e i "funder", individui interessati a finanziare il progetto. Per avere successo in una campagna di crowdfunding, è essenziale comprendere appieno chi è la propria "crowd", cosa desidera e come coinvolgerla per sentirsi parte di una comunità. Una forte comunità contribuisce in modo determinante al successo di un progetto di crowdfunding. In ultima analisi, il crowdfunding non è semplicemente una raccolta di fondi, ma piuttosto un fenomeno

¹² OCSE (2016), "Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: An OECD Scoreboard", OECD Publishing, Parigi.

¹³ SCHWIENBACHER A. & LARRALDE B., Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. "Handbook of entrepreneurial finance", Oxford University Press, Forthcoming, 2010

sociale ed economico complesso che promuove l'innovazione nella relazione tra ideazione, produzione e consumo. Le piattaforme di crowdfunding stesse considerano questa pratica come uno strumento per raggiungere obiettivi più ampi, tra cui la creazione di valore, il sostegno ai processi creativi, la validazione di progetti e idee imprenditoriali e la costruzione di comunità che traggono beneficio dalla condivisione di interessi e fiducia reciproca.

E' possibile classificare le campagne di crowdfunding in base al metodo di raccolta dei finanziamenti. Il primo metodo è noto come "All-or-nothing" (tutto o niente), in cui le piattaforme erogano i finanziamenti ai promotori dell'iniziativa solo se raggiungono un obiettivo di raccolta prefissato dai fondatori; in caso contrario, i contributi vengono restituiti ai finanziatori. Il secondo metodo è chiamato "Take-it-all" (prendi tutto), in cui i promotori possono accedere ai finanziamenti raccolti in qualsiasi momento, senza la necessità di raggiungere una somma minima. In entrambi i casi, le piattaforme di solito impongono un periodo di tempo specifico in cui condurre la campagna, che può variare da 15 a 60 giorni a seconda della piattaforma utilizzata.

Il crowdfunding finanziario, noto anche come crowdfunding, coinvolge investitori che forniscono finanziamenti in cambio di un ritorno finanziario. Questo sottoinsieme include: l'equity-based crowdfunding in cui vengono offerte quote di capitale o azioni della società in cambio di fondi per finanziare un progetto o un'azienda, il lending-based crowdfunding mediante il quale i finanziatori sottoscrivono titoli di debito e ricevono un ritorno sotto forma di interessi e restituzione del capitale ed il royalty-based crowdfunding, ove gli investitori hanno diritto a una parte dei ricavi generati dalle future vendite della società, senza restituzione del capitale iniziale.

1.2 Il finanziamento con capitale di terzi

Nel contesto delle fonti di finanziamento con capitale di terzi, verranno analizzate in modo approfondito le seguenti categorie:

- Prestiti bancari¹⁴: un'azienda può ottenere finanziamenti attraverso prestiti bancari, che rappresentano l'acquisizione di fondi da istituti di credito. Questi prestiti possono essere a breve termine, come scoperti di conto corrente, o a lungo termine, come mutui aziendali

¹⁴ Fiscomania.com. (2019). Strumenti di finanziamento per le imprese: tipologie

o linee di credito rotativo. Gli interessi e le condizioni di rimborso dipenderanno dalla natura del prestito e dalle negoziazioni con la banca.

- **Obbligazioni:** le obbligazioni sono titoli di debito ¹⁵ emessi da un'azienda per raccogliere fondi. Gli investitori che acquistano obbligazioni diventano creditori dell'azienda e ricevono interessi periodici sul capitale prestato. Le obbligazioni possono avere diverse scadenze e condizioni di rimborso, e possono essere quotate sui mercati finanziari.¹⁶
- **Finanziamento tramite leasing¹⁷:** il leasing è una forma di finanziamento in cui un'azienda ottiene l'uso di un bene (come attrezzature o veicoli) in cambio di pagamenti periodici al locatore. A differenza di un prestito, il leasing non implica l'acquisizione diretta del bene, ma offre una soluzione per utilizzarlo senza doverlo acquistare. Questo può essere vantaggioso per le aziende che necessitano di attrezzature specializzate o che preferiscono non impegnare capitale iniziale nell'acquisto di beni.
- **Finanziamenti governativi¹⁸:** alcuni governi offrono programmi di finanziamento e agevolazioni fiscali per le imprese, soprattutto per promuovere l'innovazione, la ricerca e lo sviluppo o per incoraggiare l'espansione delle aziende in determinati settori. Questi finanziamenti possono assumere diverse forme, come sovvenzioni, prestiti agevolati o incentivi fiscali.

Nelle pagine a seguire, saranno approfonditamente ed esaminate queste varie categorie di finanziamento con capitale di terzi, fornendo una panoramica delle loro caratteristiche, implicazioni e applicazioni nell'ambito aziendale.

1.2.1 Prestiti bancari

I prestiti bancari rappresentano una significativa fonte di finanziamento per le imprese, in cui le istituzioni bancarie concedono capitali alle aziende in cambio del rimborso del capitale prestato e del pagamento degli interessi pattuiti. Questa fonte di finanziamento è ampiamente utilizzata dalle imprese di diversa dimensione e settore per sostenere le loro attività operative, finanziare progetti di investimento, espansione o ristrutturazione, nonché per affrontare situazioni di emergenza o coprire le spese quotidiane.

¹⁵ CONSOB. Le Obbligazioni.

¹⁶ Diritto.it. (2011). Le Obbligazioni.

¹⁷ Gestionale Amica. (2016). Il leasing aziendale e la sua gestione contabile.

¹⁸ Ministero delle Imprese e del Made in Italy. (2023). Gli incentivi.

L'accesso ai prestiti bancari avviene attraverso un processo formale che coinvolge la presentazione di una domanda di prestito alle istituzioni bancarie. La domanda richiede solitamente informazioni dettagliate sulla finalità del finanziamento, l'importo richiesto, la durata del prestito e la capacità di rimborso dell'azienda. Inoltre, le banche valutano attentamente il profilo finanziario dell'impresa, il rating di credito e la sua capacità di gestire il debito prima di concedere il prestito.¹⁹

I prestiti bancari possono essere classificati in base alla durata del finanziamento. I prestiti a breve termine, generalmente con una scadenza inferiore a un anno, sono utilizzati per coprire le esigenze di liquidità temporanee o le spese operative quotidiane. I prestiti a lungo termine, invece, hanno una scadenza superiore a un anno e vengono impiegati per finanziare investimenti di maggiori dimensioni, come l'acquisizione di nuovi impianti o attrezzature, lo sviluppo di nuovi prodotti o l'espansione in nuovi mercati.

Le condizioni di rimborso dei prestiti bancari includono l'importo dei pagamenti periodici e la durata del prestito. Il tasso di interesse può essere fisso o variabile, a seconda delle condizioni negoziate con la banca. Le commissioni o le spese accessorie possono essere applicate, come spese di apertura, commissioni di gestione o commissioni di disbrigo.

Le banche spesso richiedono garanzie per mitigare il rischio associato ai prestiti bancari. Le garanzie possono essere costituite da beni aziendali, come immobili o attrezzature, che vengono utilizzati come collaterale nel caso in cui l'azienda non sia in grado di rispettare gli obblighi di rimborso. In alcuni casi, possono essere richieste anche garanzie personali, come fidejussioni o garanzie dei proprietari dell'impresa.

I vantaggi offerti dai prestiti bancari sono molteplici. Innanzitutto, rappresentano una fonte di finanziamento che consente alle aziende di ottenere capitali senza diluire la proprietà o l'autonomia decisionale. Inoltre, tali strumenti, contribuiscono a costruire una solida reputazione creditizia per l'impresa, facilitando l'accesso a futuri finanziamenti. Essi possono essere strutturati in modo flessibile per soddisfare le esigenze specifiche dell'impresa, ad esempio con periodi di rimborso personalizzati o opzioni di rinegoziazione.

L'azienda deve valutare attentamente la sua capacità di gestire il debito e garantire il rimborso del prestito nel rispetto delle condizioni stabilite dall'istituto bancario. È fondamentale pianificare accuratamente l'utilizzo dei fondi, assicurandosi che la loro destinazione sia per

¹⁹ "Banco BPM. (2023). Quali sono i requisiti per ottenere un prestito aziendale?"

scopi produttivi e in linea con gli obiettivi strategici dell'azienda. Inoltre, è necessario analizzare attentamente le condizioni di rimborso, i tassi di interesse e le commissioni applicate, al fine di evitare problemi di liquidità o sovraindebitamento.

1.2.2 Le obbligazioni

Le obbligazioni rappresentano una forma comune di finanziamento per le imprese, che coinvolge l'emissione di titoli di credito denominati obbligazioni. Le obbligazioni sono regolate dal Codice civile italiano, in particolare dagli articoli 1282 e seguenti, nonché da altre normative applicabili, come il Decreto Legislativo n. 58/1998 (TUF – Testo Unico della Finanza) e il Regolamento Emittenti della Consob²⁰.

Le obbligazioni sono titoli negoziabili emessi dalle società o da altre entità che intendono finanziarsi attraverso il mercato dei capitali. L'emittente delle obbligazioni, noto come “debitore”, si impegna a rimborsare il capitale prestato, denominato “valore nominale”, entro una data di scadenza stabilita, nonché a pagare interessi periodici, noti come “coupon”, agli investitori che detengono le obbligazioni.

Le obbligazioni possono essere emesse con diverse caratteristiche, tra cui:

- Valore nominale: rappresenta il valore facciale dell'obbligazione e indica l'importo che verrà restituito all'investitore alla scadenza.
- Tasso di interesse: indica il tasso di interesse annuale che sarà pagato sull'obbligazione sotto forma di coupon. Il tasso di interesse può essere fisso o variabile, e il metodo di calcolo può essere indicato nel documento di emissione.
- Scadenza: rappresenta la data in cui l'emittente si impegna a rimborsare l'intero capitale prestato. Le obbligazioni possono avere scadenze a breve termine (solitamente inferiori a un anno), medio termine (da uno a dieci anni) o lungo termine (oltre dieci anni).
- Modalità di rimborso: può essere effettuato in un'unica soluzione alla scadenza (obbligazioni a rimborso singolo) o in diverse tranches periodiche (obbligazioni a rimborso a rate).

²⁰ La CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) è l'ente di regolamentazione e vigilanza del mercato finanziario italiano. Fondata nel 1974, la CONSOB ha il compito di proteggere gli investitori, garantire la trasparenza e l'integrità del mercato finanziario, nonché promuovere la corretta informazione finanziaria. La CONSOB regola le attività delle società quotate, delle intermediazioni finanziarie, degli operatori di mercato e delle offerte pubbliche di strumenti finanziari.

- **Classi di obbligazioni:** in alcuni casi, le obbligazioni possono essere suddivise in diverse classi, con caratteristiche e privilegi differenti. Ad esempio, possono essere emesse obbligazioni subordinate che hanno un grado inferiore di priorità nel rimborso rispetto ad altre obbligazioni.

Le obbligazioni possono essere emesse sul mercato primario, in cui l'emittente le offre inizialmente agli investitori, o sul mercato secondario, in cui gli investitori possono negoziare le obbligazioni tra di loro dopo l'emissione iniziale. Il processo di emissione delle obbligazioni sul mercato primario è regolamentato dalle normative vigenti, tra cui l'approvazione della Consob e la pubblicazione di un prospetto informativo contenente tutte le informazioni rilevanti per gli investitori.

Le obbligazioni offrono diversi vantaggi sia per le imprese emittenti che per gli investitori. Per le imprese, le obbligazioni consentono di ottenere finanziamenti senza diluire la proprietà dell'azienda, offrendo maggiore autonomia decisionale. Inoltre, l'emissione di obbligazioni può contribuire a migliorare la struttura finanziaria dell'azienda, diversificando le fonti di finanziamento e riducendo la dipendenza dai prestiti bancari.

Per gli investitori, le obbligazioni offrono una fonte di reddito stabile attraverso i coupon periodici e il rimborso del capitale alla scadenza. Inoltre, le obbligazioni possono rappresentare un'opportunità di diversificazione del portafoglio, poiché possono essere emesse da diverse società, settori o paesi.

Tuttavia, è importante considerare alcuni rischi associati alle obbligazioni dal punto di vista degli investitori. Ad esempio, esiste il rischio di credito, ovvero il rischio che l'emittente non sia in grado di rispettare gli obblighi di rimborso. È quindi fondamentale valutare attentamente la solidità finanziaria dell'emittente e monitorare la sua capacità di pagare gli interessi e rimborsare il capitale. Inoltre, le obbligazioni possono essere influenzate da fluttuazioni dei tassi di interesse di mercato, che possono incidere sul valore di mercato delle obbligazioni in modo inversamente proporzionale.

1.2.3 Finanziamento tramite leasing

Il finanziamento tramite leasing è una forma di finanziamento (disciplinato dal Codice civile italiano, in particolare dagli articoli 1571 e seguenti) utilizzata da molte imprese per acquisire beni strumentali, come macchinari, attrezzature, veicoli o immobili.

Il leasing può essere definito come un contratto attraverso il quale una società di leasing, nota come “*lessor*”, concede l’uso di un bene all’impresa, nota come “*lessee*”, in cambio del pagamento di canoni periodici. Il *lessor* mantiene la proprietà del bene durante il periodo del contratto di leasing, mentre il *lessee* ne beneficia dell’uso e dei vantaggi economici.

Esistono diverse forme di leasing, tra cui:

- Leasing finanziario: ricorrendo a questa forma di leasing, il lessor acquisisce il bene richiesto dal lessee e lo concede in leasing per un periodo specificato. Il lessee effettua pagamenti periodici, noti come canoni di leasing, per l’utilizzo del bene. Al termine del periodo di leasing, il lessee può avere l’opzione di acquistare il bene a un prezzo prestabilito, noto come valore residuo.
- Leasing operativo: questa forma di leasing si caratterizza per un periodo di locazione più breve rispetto al ciclo di vita del bene. Il lessor acquista il bene richiesto dal lessee e lo concede in leasing per un periodo determinato. Durante questo periodo, il lessee paga i canoni di leasing, ma non ha l’opzione di acquistare il bene alla fine del contratto. Al termine del leasing, il lessor può ricollocare il bene ad altri clienti o vendere il bene sul mercato.
- Sale and leaseback: questa forma di leasing consente a un’impresa di vendere un bene di sua proprietà a una società di leasing e di affittarlo nuovamente attraverso un contratto di leasing. In questo modo, l’impresa ottiene liquidità immediata dalla vendita del bene e continua a utilizzarlo attraverso il leasing. Il sale and leaseback è spesso utilizzato per liberare capitale immobilizzato nei beni e migliorare la liquidità dell’impresa.

Il finanziamento tramite leasing offre diversi vantaggi sia per le imprese che per i lessor. Per le imprese, il leasing consente di acquisire beni strumentali senza dover fare un investimento iniziale significativo. Inoltre, i canoni di leasing possono essere dedotti come spese aziendali ai fini fiscali, contribuendo a ridurre l’onere fiscale complessivo dell’impresa. Il leasing offre anche flessibilità, poiché consente alle imprese di aggiornare o sostituire i beni senza dover affrontare i costi di dismissione. Per i lessor invece, il leasing rappresenta una fonte di reddito stabile attraverso i canoni periodici pagati dai lessee. Inoltre, il lessor mantiene la proprietà del bene durante il periodo del contratto di leasing, il che comporta un’opportunità di rivendita o ricollocazione del bene al termine del periodo pattuito.

Tuttavia, è importante considerare alcuni aspetti legati al leasing. Ad esempio, il lessee deve adempiere agli obblighi contrattuali, come il pagamento dei canoni di leasing e la cura del

bene. In caso di inadempimento, il lessor può intraprendere azioni legali per il recupero delle somme dovute o il recupero del bene. Inoltre, il leasing può comportare un costo complessivo più elevato rispetto all'acquisto diretto del bene, a causa dei canoni di leasing e dei costi finanziari associati.

1.2.4 Finanziamenti governativi

I finanziamenti governativi rappresentano una fonte di finanziamento per le imprese, offerta dalle istituzioni governative a livello nazionale, regionale o locale. Questi finanziamenti sono spesso finalizzati a promuovere la crescita economica, l'innovazione, lo sviluppo sostenibile e la creazione di posti di lavoro.

I finanziamenti governativi possono assumere diverse forme, tra cui sovvenzioni, contributi, sussidi, prestiti agevolati e incentivi fiscali. Le modalità di accesso e le condizioni di questi finanziamenti sono generalmente regolate da leggi e regolamenti specifici, emanati dalle autorità governative competenti.

In Italia, ad esempio, i finanziamenti governativi sono resi disponibili attraverso varie istituzioni e programmi, come il Ministero dello Sviluppo Economico, l'Agenzia per l'Italia Digitale, le Regioni e le Camere di Commercio. Queste istituzioni promuovono programmi specifici per sostenere diverse attività economiche, settori industriali o progetti di ricerca e sviluppo.

I finanziamenti governativi offrono una serie di vantaggi²¹ per le imprese, tra cui:

- Accesso a fondi pubblici: i finanziamenti governativi consentono alle imprese di ottenere capitali a costi ridotti o addirittura a fondo perduto. Questi finanziamenti possono rappresentare un'opportunità preziosa per ottenere risorse finanziarie che altrimenti sarebbero difficili da ottenere sul mercato.
- Supporto alla ricerca e all'innovazione: Molti finanziamenti governativi sono destinati a promuovere l'innovazione e la ricerca scientifica e tecnologica. Questi programmi possono offrire incentivi finanziari alle imprese che investono in attività di ricerca e sviluppo, favorendo la creazione di nuovi prodotti, servizi e soluzioni tecnologiche.

²¹ Confcommercio Imprese per l'Italia. (2023). INCENTIVI ALLE IMPRESE: AGEVOLAZIONI FISCALI PER LE PMI.

- Stimolo all'occupazione e alla crescita economica: I finanziamenti governativi spesso mirano a stimolare l'occupazione e la crescita economica in determinati settori o aree geografiche. Questi programmi possono prevedere incentivi finanziari per l'assunzione di nuovi dipendenti, la formazione professionale o la creazione di nuove imprese.
- Incentivi fiscali: Oltre ai finanziamenti diretti, i governi possono offrire incentivi fiscali alle imprese che soddisfano determinati criteri, come la realizzazione di investimenti produttivi, lo sviluppo di tecnologie pulite o l'espansione delle attività in determinate aree geografiche.

Tuttavia, i finanziamenti governativi possono comportare anche alcune considerazioni e sfide, tra cui:

- Complessità burocratica: L'accesso ai finanziamenti governativi spesso richiede la compilazione di moduli, la presentazione di documenti e il rispetto di procedure amministrative complesse. Le imprese devono dedicare tempo e risorse alla preparazione e alla gestione delle pratiche di richiesta dei finanziamenti.
- Conformità normativa: I finanziamenti governativi sono spesso soggetti a regolamenti rigorosi e criteri di ammissibilità specifici. Le imprese devono garantire la conformità con tali normative e dimostrare di soddisfare i requisiti richiesti per ottenere i finanziamenti.
- Disponibilità limitata: I finanziamenti governativi possono essere soggetti a limitazioni di budget e possono essere resi disponibili solo per un determinato periodo di tempo. Le imprese devono essere tempestive nella presentazione delle richieste e sfruttare le opportunità di finanziamento quando si presentano.
- Monitoraggio e rendicontazione: Spesso, i finanziamenti governativi richiedono un monitoraggio accurato delle attività finanziate e la presentazione di report periodici sul loro utilizzo e sugli obiettivi raggiunti. Le imprese devono essere preparate a mantenere una documentazione accurata e a rispondere a richieste di rendicontazione da parte delle autorità competenti.

In conclusione, i finanziamenti governativi rappresentano una risorsa preziosa per le imprese, offrendo opportunità di finanziamento e sostegno finanziario per promuovere la crescita e l'innovazione. Tuttavia, le imprese devono essere consapevoli delle procedure, dei criteri e delle sfide associate a questi finanziamenti, e dedicare le risorse necessarie per affrontarle in modo efficace. La consulenza professionale e la pianificazione adeguata sono fondamentali per ottimizzare l'accesso ai finanziamenti governativi e massimizzare i benefici per l'impresa.

1.3 Struttura del capitale ottimale

Nel contesto delle decisioni finanziarie aziendali, è fondamentale considerare la struttura del capitale. Secondo la teoria del Pecking Order formulata da Myers e Majluf nel 1984, esiste un ordine gerarchico nella scelta delle fonti di finanziamento. Le imprese tendono a privilegiare, in prima istanza, le fonti di finanziamento interne, come l'autofinanziamento, poiché sono generalmente meno costose. Successivamente, considerano l'opzione del debito, che può essere ottenuto attraverso prestiti bancari o l'emissione di obbligazioni. L'ultima opzione considerata è l'emissione di nuove azioni o l'aumento del capitale sociale, poiché queste operazioni sono spesso percepite come fonti di finanziamento più costose e possono comportare una diluizione della proprietà per gli azionisti esistenti. Questo approccio alla struttura del capitale può avere un impatto significativo sulla gestione finanziaria delle imprese.

Un'altra teoria sviluppata da Jensen e Meckling²² (1976) afferma che esiste un mix ottimale di fonti di finanziamento che riduce i comportamenti opportunistici del management, minimizza i costi di agenzia e incentiva comportamenti virtuosi verso l'azienda. Una struttura ottimale di capitale favorisce la crescita dell'impresa.

Modigliani e Miller (1958) sostengono che la scelta delle fonti di finanziamento deve essere basata su un trade-off tra i benefici e i costi dell'indebitamento. La struttura ottimale del capitale si raggiunge quando l'aumento del beneficio fiscale connesso all'utilizzo del debito è esattamente bilanciato dall'aumento dei costi di bancarotta.

Inoltre, alcune aziende scelgono di quotarsi in borsa nel processo noto come "Going Public Process", che permette loro di raccogliere capitali ingenti per sostenere la crescita e finanziare progetti come R&D, fusioni e acquisizioni. Questa opzione può essere particolarmente vantaggiosa per le imprese supportate da venture capitalist, poiché consente di ottenere un profitto dall'investimento.

La scelta delle fonti di finanziamento e della struttura del capitale dipende dal settore in cui opera l'azienda, dalle opportunità di investimento e dalle prospettive di crescita. Il settore

²² Mariani, M., & Oricchio, M. (1976). Il Manuale del Corporate Finance. Pagina 394

tecnologico, in particolare, può offrire elevate opportunità di crescita ma è anche caratterizzato da incertezza sulla futura profittabilità, rendendo l'outside equity (come la quotazione in borsa) una scelta necessaria per alcune aziende. Tuttavia, ciò può comportare la rinuncia a quote significative di capitale e l'esposizione a fluttuazioni sul mercato azionario.

Capitolo 2: L'Initial Public Offering (IPO): caratteristiche e tratti principali

Tra le decisioni strategiche più complesse che può adottare un'azienda, c'è quella della quotazione di mercato, che tra le motivazioni più rilevanti ha sicuramente anche il reperimento di nuovi capitali per finanziare la propria crescita.

È ciò che si sottende con la locuzione anglosassone Going Public Process: una scelta che può apportare sicuramente nuovo capitale e maggiore liquidità, ma che, come ogni decisione, non ha soltanto aspetti unicamente evidentemente positivi, ma presenta anche complicazioni e nuove problematiche da affrontare tra cui ad esempio la possibile modifica dell'assetto proprietario la gestione di nuovi costi di informazione e trasparenza.

In particolare, la Borsa Italiana S.p.A. ha focalizzato l'attenzione più volte sugli aspetti positivi e negativi delle operazioni di quotazione, sostenendo che le stesse possono considerarsi di grande successo, come anche di potenziale fallimento, qualora non gestite e governate correttamente. La gestione della quotazione, infatti, deve considerare i più diversi fattori, tra i quali, quelli già menzionati della modifica dell'assetto societario e del controllo, come anche i cambiamenti che si andranno a delineare in seguito alla quotazione con tutti gli stakeholders aziendali.

2.1 Definizione e motivazioni alla base di una IPO

2.1.1 Definizione

Un Initial Public Offering (IPO), ovvero un'offerta pubblica iniziale, rappresenta il processo attraverso il quale una società decide di quotare per la prima volta i propri titoli sul mercato borsistico primario, rendendoli così disponibili per gli investitori. L'IPO è una tappa cruciale per una società, poiché segna il passaggio da un'entità privata a una quotata, “per la quale sono previste regole specifiche al fine di garantire la trasparenza degli assetti proprietari, le regole interne di corporate governance, l'informativa sull'andamento patrimoniale, finanziario ed economico²³”. Per tale motivo, alle società quotate, oltre alle norme del Codice Civile, si

²³ Il Societario. (Anno non specificato). Società quotate

applicano anche le norme speciali contenute nel D.Lgs. 58/1998 (Testo Unico della Finanza, TUF) e la normativa contenuta nel Regolamento Emittenti adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni che dà attuazione alle norme contenute nel TUF. Essendo poi questa operazione rivolta ad una generalità indistinta di investitori, è possibile considerarla una forma di sollecitazione all'investimento.

L'operazione di quotazione, a seconda dei titoli collocati, può assumere diverse forme, tra cui l'Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS), l'Offerta Pubblica di Vendita (OPV) o una combinazione delle due (OPVS). In ogni caso, l'obiettivo principale è quello di collocare sul mercato pubblico al miglior prezzo i propri titoli, creando il cosiddetto "flottante" ed ottenendo di conseguenza introiti finanziari, visibilità e la chiaramente la quotazione dei titoli su un mercato regolamentato.

2.1.2 Le considerazioni di base

Le motivazioni che spingono una società a quotarsi in borsa possono essere diverse e possono dipendere da molti fattori, quali ad esempio il settore in cui essa opera, il momento storico e il relativo andamento dei mercati azionari, la visione del top management e molti altri.

Statisticamente parlando, però, vi sono dei motivi che sono più frequentemente condivisi di altri: di seguito saranno riportate le motivazioni principali riportate da uno studio condotto nel 2006 da J. C. Brau & S. E. Fawcett che ha sottoposto un questionario a 336 CFO. Di questi, 87 appartenevano a società che hanno completato con successo una IPO nel periodo tra gennaio 2000 e dicembre 2002, 37 di essi appartenevano invece a società che nello stesso periodo stavano per quotarsi ma che poi hanno ritirato l'offerta, e i rimanenti 212 CFO dirigevano società che sempre nello stesso periodo erano di dimensioni tali da poter procedere con la quotazione ma che hanno scelto di rimanere private.

Motivation for Going Public	Support Level
To create a public market for acquisitions	Strong Support
To establish a market price/value for the firm	Strong Support
Need for liquidity to support growth	Strong Support
Desire to maintain decision-making control	Strong Support
Perception of risk as the main source of IPO underpricing	Strong Support
Concern about the impact of going public on ownership dilution	Moderate Support
Enhancing the company's reputation	Moderate Support

Tabella 2: Diverse categorie di considerazioni riguardanti l'IPO, il supporto a ciascuna teoria o concetto e le opzioni dei CFO in merito

Come detto, questo esperimento vede i ricercatori intervistare 336 Chief Financial Officers (CFO), per esaminare come le pratiche delle aziende riguardo all'IPO si allineino o differiscano dalla teoria. Le principali aree di analisi includono la motivazione per quotarsi in borsa, il tempismo dell'IPO, la selezione del sottoscrittore, la sottovalutazione, i segnali inviati durante l'IPO e la decisione di rimanere una società privata.

I risultati dell'indagine indicano che la motivazione primaria per andare pubblici è facilitare le acquisizioni. Una volta quotata in borsa, infatti, una società può utilizzare le proprie azioni come valuta per effettuare eventuali operazioni di M&A. Questo avviene mediante la pratica consolidata di chiudere operazioni straordinarie pagando la transazione con le proprie azioni date in cambio. Questa possibilità costituisce un grande vantaggio poiché l'acquirente non ha bisogno di liquidità per completare l'operazione, posizionandolo in una situazione di vantaggio rispetto ad altri potenziali acquirenti che potrebbero avere difficoltà a coprire l'elevato costo dell'acquisizione. Dall'altra parte, l'azienda acquisita riceve le azioni dell'acquirente come contropartita per l'operazione. Questo le permette di entrare nella gestione dell'acquirente grazie ai diritti integrati nei titoli azionari. Inoltre, ha la flessibilità di monetizzare la sua partecipazione in un secondo momento, eventualmente rivendendo le azioni se desidera ottenere liquidità o se non è interessata a mantenere una partecipazione nell'acquirente. Questa pratica è diffusa nel mercato delle fusioni e acquisizioni e rappresenta una strategia chiave per le società quotate che vogliono espandersi e crescere attraverso operazioni straordinarie.

Un'altra motivazione significativa che spinge il *top management* a quotare la società è la volontà di stabilirne un valore di mercato. Sebbene ogni società possa essere valutata attraverso analisi finanziarie e stime, il valore di mercato rappresentato dalla capitalizzazione borsistica è considerato come un valore effettivo e riconosciuto dal mercato stesso. In una logica di efficienza perfetta del mercato, questo valore è considerato come un valore esatto in quanto riflette le aspettative degli investitori, la fiducia nella crescita futura e le prospettive di profitto dell'azienda. Quotando la società in borsa, il top management offre agli investitori l'opportunità di partecipare direttamente alla sua crescita e successo, e la capitalizzazione di mercato rappresenta il prezzo al quale gli investitori sono disposti a comprare e vendere le azioni dell'azienda, riflettendo così il valore riconosciuto dalla comunità degli investitori. Questa quotazione offre una misura tangibile e condivisa del valore dell'azienda, aumentando la trasparenza e la fiducia del mercato nel suo potenziale.

Indubbiamente, quotare una società sul mercato azionario comporta un notevole aumento della sua reputazione e visibilità. L'IPO pone l'azienda sotto i riflettori dei media, della Borsa, degli analisti finanziari e, in generale, della comunità degli investitori. Questo aumento di attenzione ha delle ripercussioni positive sull'azienda nel suo complesso e coinvolge l'intera gamma di *stakeholder* associati.

Sebbene non vi siano evidenze scientifiche dirette, è convinzione comune che le società quotate in borsa siano percepite come più affidabili e sicure rispetto alle società private. Ciò è in parte dovuto alle severe norme e regolamenti che disciplinano sia il processo di quotazione che il periodo successivo all'IPO. Queste regole sono incentrate sulla trasparenza nella gestione aziendale a beneficio del mercato, il che riduce notevolmente l'asimmetria informativa che spesso persiste tra società private e il pubblico degli investitori.

L'aumento della trasparenza e della fiducia verso l'impresa è un risultato desiderabile della quotazione in borsa, ma richiede anche un impegno significativo nel rispettare i rigorosi requisiti normativi. Tuttavia, questa trasparenza può contribuire a rafforzare la percezione positiva dell'azienda e a costruire una reputazione solida nel lungo periodo.

La maggiore visibilità e reputazione possono anche avere un impatto positivo sul capitale umano dell'azienda. Con una maggiore visibilità, l'azienda sarà infatti più attraente per i potenziali dipendenti, consentendole di attirare e selezionare talenti più qualificati e adatti alla sua crescita. Inoltre, la società può utilizzare questa reputazione per sviluppare programmi di

incentivazione, come piani di remunerazione basati su azioni o *stock option*, che attraggono e motivano i dipendenti a lungo termine.

Per quanto riguarda il tempismo nelle IPO, lo studio ha rilevato che i CFO prendono in considerazione diversi fattori quando pianificano il momento dell'emissione delle azioni sul mercato. In particolare, analizzano le performance del mercato azionario e del settore di riferimento, ma danno meno importanza alla forza generale del mercato delle IPO stesse.

Questo significa che i CFO sono più sensibili alle condizioni del mercato in cui opera la loro azienda e all'andamento del settore in cui operano, piuttosto che seguire semplicemente le tendenze generali del mercato delle IPO. Questo approccio indica una maggiore attenzione alla specificità dell'azienda e del suo contesto di mercato.

Inoltre, è interessante notare che le aziende sostenute dal venture capital (VC) e quelle con una piccola partecipazione di insider (persone interne all'azienda con un interesse finanziario significativo) considerano le questioni legate al tempismo di mercato come più importanti rispetto alle loro controparti. Questo suggerisce che le aziende con queste caratteristiche tendono a essere più sensibili alle fluttuazioni del mercato e cercano di capitalizzare le opportunità quando il mercato delle IPO è particolarmente favorevole.

Questi risultati contribuiscono a fornire una visione più approfondita delle decisioni di tempismo nell'ambito delle IPO e dimostrano che i CFO tengono conto di una serie di variabili specifiche per l'azienda e del contesto di mercato in cui operano. Questo potrebbe avere implicazioni importanti per gli investitori e le aziende che stanno considerando una IPO, poiché suggerisce che le decisioni di tempismo dovrebbero essere basate su una valutazione accurata delle condizioni di mercato e delle esigenze dell'azienda piuttosto che seguire semplicemente le tendenze di mercato generali.

La sottovalutazione dell'IPO è un fenomeno noto, e i CFO intervistati sembrano consapevoli del fatto che tale sottovalutazione compensi gli investitori per il rischio assunto durante l'IPO. Questa prospettiva suggerisce che le aziende cercano di creare un'incentivazione per gli investitori a partecipare all'IPO, al fine di garantire un'adesione solida e un flusso di capitale per la società.

L'analisi delle informazioni inviate durante l'IPO, come segnali ai potenziali investitori, rivela che i CFO considerano i risultati storici come il segnale più importante e positivo, seguito dalla certificazione del sottoscrittore. Questo aspetto è particolarmente significativo perché

dimostra come le aziende si affidino ai risultati passati come indicatore delle aspettative future, cercando di trasmettere un messaggio di solidità e affidabilità agli investitori.

Una osservazione degna di nota riguarda poi le opinioni divergenti dei CFO riguardo al processo di IPO, a seconda delle caratteristiche specifiche dell'azienda. Ciò suggerisce che non esiste un approccio unico per tutte le aziende quando si tratta di IPO, ma piuttosto un'analisi attenta e adattata a ciascun caso specifico. Questo approccio su misura è essenziale per massimizzare il successo dell'IPO e tener conto delle esigenze e degli obiettivi specifici dell'azienda.

Infine, il motivo principale per rimanere una società privata è la volontà di preservare il controllo decisionale e la proprietà. Questo risultato è coerente con la necessità di mantenere una flessibilità operativa e un controllo strategico dell'azienda. Le aziende potrebbero preferire rimanere private, nonostante l'opportunità di quotarsi in borsa, se ciò comportasse una perdita significativa di controllo e autonomia decisionale.

Per concludere, lo studio fornisce un'analisi approfondita delle pratiche delle aziende riguardanti le IPO e dimostra come queste pratiche possano essere influenzate da una varietà di fattori. La ricerca mostra che le aziende tendono a essere strategicamente motivate nell'andare pubbliche, valutando attentamente il tempismo dell'IPO, la selezione del sottoscrittore e le informazioni trasmesse agli investitori durante l'offerta.

2.2 Il processo di quotazione e gli attori coinvolti

2.2.1 Il processo di quotazione

Il processo di quotazione attraverso un'Initial Public Offering (IPO) in Italia è regolato principalmente dal Testo Unico della Finanza (TUF), che è il decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998. Il TUF²⁴ definisce le norme e i principi fondamentali riguardanti i mercati finanziari e la quotazione delle società. La competenza di regolamentare e sorvegliare il mercato azionario italiano spetta alla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). La CONSOB è l'autorità di vigilanza dei mercati finanziari in Italia e ha il compito di garantire la tutela degli investitori e la correttezza e la trasparenza dei mercati. Per

²⁴ Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52. E successive modificazioni.

quanto riguarda Borsa Italiana S.p.A., l'ente gestore del mercato azionario italiano, le regole e le norme procedurali per la quotazione delle società sono contenute nel "Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A." (codice delle regole della Borsa), che è stato approvato con delibera del Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana il 18 luglio 2019 e successivamente approvato dalla CONSOB con delibera n. 21018 del 31 luglio 2019. Il processo di quotazione inizia con la fase di preparazione, in cui la società decide di intraprendere l'IPO e pianifica l'operazione. Durante questa fase, si svolge una due diligence approfondita per verificare la completezza e l'accuratezza delle informazioni finanziarie e aziendali. Inoltre, la società inizia a preparare il prospetto informativo, un documento dettagliato che offre informazioni sulla società, le sue attività, i rischi e i risultati finanziari. Il prospetto informativo è un elemento cruciale dell'IPO e deve essere redatto in conformità alle normative previste dal TUF e dalle regole di Borsa Italiana.

Successivamente, si entra nella fase di stand-by, durante la quale la società segue l'iter indicato dal "Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.". In questa fase, vengono presentate le domande di ammissione alla quotazione e alla negoziazione presso Borsa Italiana. La società deve rispettare le scadenze e adempiere a tutti gli adempimenti burocratici richiesti dalla Borsa e dalla CONSOB.

Infine, si passa alla terza fase, in cui si riceve il riscontro riguardo alle domande di ammissione. Il prospetto informativo viene completato, e la società sponsorizza l'operazione attraverso roadshow e incontri con analisti finanziari e investitori istituzionali. Durante il book-building, vengono raccolti gli ordini di sottoscrizione delle azioni da parte degli investitori. Il prezzo delle azioni viene determinato in base alla domanda raccolta e viene fissato per l'IPO. Infine, le azioni vengono offerte al pubblico e iniziano a essere negoziate sul mercato azionario italiano.

In conclusione, il processo di quotazione tramite IPO è un'operazione complessa che richiede una rigorosa conformità alle normative italiane e alle regole stabilite da Borsa Italiana S.p.A. e CONSOB per garantire la trasparenza, la correttezza e la tutela degli investitori e del mercato finanziario.

Di seguito, verrà fornita un'analisi dettagliata delle tre fasi, precedentemente descritte in modo generale, accompagnata da un grafico che consentirà di visualizzare chiaramente i tempi di esecuzione di ogni operazione e le possibili sovrapposizioni temporali tra di esse.

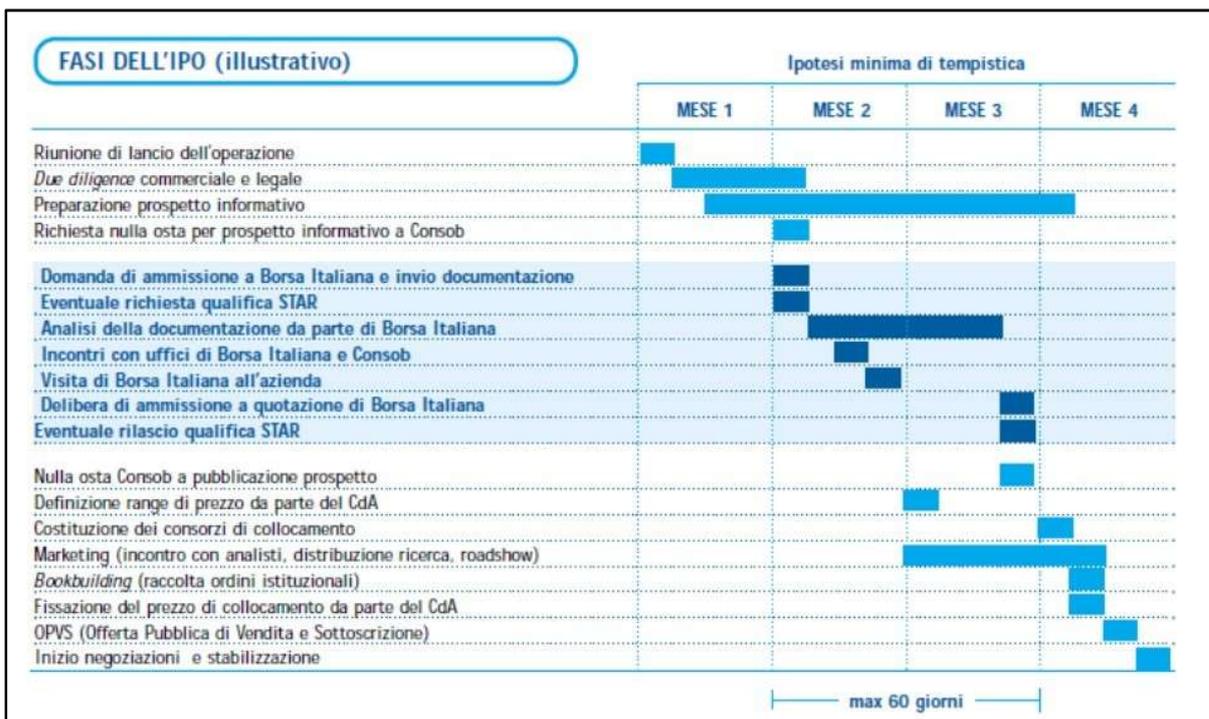


Figura 1: Fasi del processo di IPO (Fonte: Borsa Italiana)

La prima fase, che prevede la presentazione del progetto di quotazione al Consiglio di Amministrazione, è strettamente regolamentata dalle normative finanziarie e di mercato vigenti nel paese in cui si intende quotarsi in Borsa. Ad esempio, in molti paesi, è richiesto che la società presenti un documento di registrazione contenente informazioni finanziarie dettagliate, il piano aziendale, i rischi associati all'investimento e altre informazioni rilevanti per gli investitori potenziali. Questo documento, spesso chiamato "prospetto informativo" o "prospetto di quotazione", deve essere approvato dall'autorità di regolamentazione finanziaria prima che la società possa procedere con l'IPO (Initial Public Offering).

Lo studio di fattibilità che accompagna il progetto di quotazione dovrebbe essere basato su analisi finanziarie approfondite, studi di mercato e valutazioni delle prospettive di crescita della società. Queste analisi scientifiche sono fondamentali per dimostrare la solidità del progetto di quotazione e per fornire una visione realistica delle opportunità e dei rischi associati all'IPO.

Inoltre, durante la fase di "all-hands meeting", vengono discussi anche i requisiti normativi e legali che la società dovrà rispettare durante il processo di quotazione e dopo la quotazione stessa. Ad esempio, possono essere definite le regole di *disclosure* e comunicazione finanziaria periodica con gli investitori, così come le misure necessarie per garantire la conformità alle leggi sulla trasparenza e sulla protezione degli investitori. Dopo la riunione di

lancio dell'operazione, i soggetti coinvolti si impegnano a mantenere massima discrezione e riservatezza riguardo a tutte le informazioni relative all'IPO. Questo impegno è fondamentale per evitare divulgazioni premature o informazioni privilegiate che potrebbero influenzare il mercato finanziario e compromettere il processo di quotazione.

Successivamente, viene avviata una fase di due diligence sulla società, condotta dallo sponsor e dai principali consulenti. Questa analisi approfondita ha lo scopo di attestare la fattibilità della quotazione e valutare il valore dei titoli da emettere. La due diligence coinvolge un'analisi completa di vari aspetti della società, tra cui la composizione del management, i contratti in essere, i bilanci e i documenti contabili e finanziari, nonché una valutazione del settore in cui l'azienda opera. Questo documento ha una valenza legale e funge da dichiarazione e certificazione di autenticità per i soggetti che lo hanno redatto.

In parallelo, si avvia la redazione del Prospetto Informativo, un altro documento fondamentale per l'IPO. Questo documento ufficiale di sollecitazione del pubblico risparmio deve contenere informazioni complete e trasparenti, in conformità con le normative finanziarie e di mercato. Il Prospetto Informativo deve fornire agli investitori tutte le informazioni necessarie per formulare un giudizio informato sulla situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente, nonché sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta.

La redazione del Prospetto Informativo coinvolge l'emittente, lo sponsor e i rispettivi legali. Le informazioni e le considerazioni emerse dalla fase di due diligence sono fondamentali per garantire la completezza e l'accuratezza del Prospetto Informativo.

Una volta completato, il documento viene depositato presso l'autorità di regolamentazione finanziaria competente (ad esempio, la CONSOB in Italia) affinché sia reso disponibile al pubblico. Questo è un passaggio normativo cruciale, poiché permette agli investitori potenziali di accedere alle informazioni rilevanti prima di prendere decisioni di investimento.

La prima fase si conclude con la presentazione della domanda di quotazione a Borsa Italiana da parte dell'emittente, come esplicitato nel Regolamento della Borsa Italiana. La domanda è composta da due parti: la domanda di ammissione alla quotazione, che deve riguardare tutti gli strumenti finanziari oggetto dell'emissione, e la domanda di ammissione alle negoziazioni, presentate separatamente e redatte in conformità alle Istruzioni fornite.

Subito dopo la presentazione delle domande, Borsa Italiana informa la CONSOB della loro avvenuta ricezione. Da questo momento fino all'inizio delle negoziazioni, l'emittente è tenuto

a comunicare a Borsa Italiana ogni annuncio, avviso, manifesto o documento inteso per il pubblico riguardante la domanda di ammissione alla quotazione e le caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto della domanda stessa. Questa disposizione è volta a garantire la trasparenza e l'assenza di informazioni privilegiate che potrebbero influenzare il mercato prima della conclusione dell'IPO.

Successivamente, Borsa Italiana e CONSOB conducono un'analisi approfondita dell'intera documentazione presentata dall'emittente. Vengono organizzati incontri con la società per approfondire la realtà dell'emittente e accertare il rispetto dei requisiti di ammissione alla quotazione.

Il Regolamento specifica che entro due mesi dal completamento della documentazione richiesta a seguito della presentazione della domanda di ammissione alla quotazione, Borsa Italiana valuta il rispetto dei requisiti di ammissione e delibera comunicando all'emittente l'ammissione o il rigetto della domanda. Se la domanda è presentata da un emittente AIM Italia o da un Emittente Certificato, il termine si riduce a un mese.

Queste rigide procedure e i tempi definiti dal Regolamento dimostrano l'assoluto rigore e l'attenzione rivolta alla tutela dei potenziali investitori, garantendo una valutazione accurata dell'emittente prima della quotazione in Borsa.

Le fonti normative principali per queste fasi sono reperibili all'interno del Regolamento di Borsa Italiana riguardante l'ammissione degli strumenti finanziari ai mercati organizzati. Questo stesso Regolamento della Borsa Italiana prevede anche la possibilità di interrompere la procedura di ammissione qualora emergano nuove informazioni e documenti rilevanti. In tal caso, il termine per la conclusione della procedura viene nuovamente conteggiato dalla data di ricevimento di tali documenti. Borsa Italiana richiede che qualsiasi fatto nuovo suscettibile di influenzare in modo significativo la valutazione degli strumenti finanziari sia tempestivamente comunicato. Qualora questi fatti richiedano una maggiore tutela degli investitori, Borsa Italiana ha il potere di revocare il provvedimento di ammissione alla quotazione.

Con l'accettazione delle domande da parte di Borsa Italiana, inizia la terza ed ultima fase. L'efficacia del provvedimento di ammissione alla quotazione ha validità di sei mesi, durante i quali l'azienda deve avviare la negoziazione dei propri titoli. Tuttavia, Borsa Italiana stabilisce la data di inizio delle negoziazioni e il segmento di mercato in cui verrà negoziato

lo strumento finanziario, determinando quindi il termine ultimo per completare il Prospetto Informativo e per svolgere tutte le attività di sponsorizzazione dell'IPO.

Per quanto riguarda gli adempimenti burocratici, rimane da ultimare il Prospetto Informativo, il quale, una volta completato, deve essere depositato presso la CONSOB. Quest'ultima rilascia il nulla osta per la pubblicazione del Prospetto, rendendolo disponibile a terzi.

Dopo l'accettazione delle domande da parte di Borsa Italiana, l'azienda ottiene il via libera per avviare tutte le operazioni di sponsorizzazione, tra cui il road show, volto a promuovere l'IPO e suscitare interesse tra gli investitori. Il road show è una delle principali attività di marketing legate alla quotazione in Borsa che consiste in un tour di incontri con potenziali investitori istituzionali nei principali centri finanziari internazionali. Questo road show è un'opportunità per il top management della società di presentarsi, illustrare i valori distintivi dell'azienda e suscitare interesse per l'investimento.

Contemporaneamente, il lead manager (spesso anche lo sponsor) forma il consorzio di collocamento, confermando le banche d'investimento che parteciperanno all'IPO. Le banche d'investimento iniziano la loro ricerca informale tra i potenziali investitori istituzionali, distribuendo le ricerche analitiche sulla società effettuate dai loro analisti. Questi incontri preliminari servono a identificare gli investitori interessati e a proporre incontri formali uno-a-uno.

La procedura di book-building viene quindi avviata. In questa fase, ogni banca d'investimento, assumendo il ruolo di bookrunner, indica la quantità e il prezzo massimo delle azioni che i clienti sono disposti a sottoscrivere nell'offerta. Attraverso il book-building, il consorzio identifica il prezzo di collocamento finale, cioè il prezzo al quale le azioni saranno emesse al pubblico. Il Consiglio di Amministrazione dell'emittente conferma formalmente il prezzo di collocamento finale.

Le azioni vengono quindi assegnate ai membri del consorzio, che le offriranno al pubblico il primo giorno di negoziazione. Durante questo giorno cruciale, si determina il prezzo di mercato del titolo, che conferma l'effettivo interesse degli operatori, rispecchiando quanto previsto dal consorzio al termine del book-building.

Nonostante la società sia ora quotata in Borsa, il ruolo del consorzio non si esaurisce. Durante il periodo di stabilizzazione del prezzo del titolo (di solito da 30 a 45-60 giorni), il consorzio può intervenire sul mercato per sostenere l'andamento del prezzo attraverso operazioni di

compravendita dei titoli. Inoltre, può esercitare la green shoe option²⁵ per aumentare il numero di azioni emesse, se prevista inizialmente, insieme all'over-allotment. Questi meccanismi permettono al consorzio di adattarsi alla domanda di mercato e stabilizzare il prezzo del titolo nell'after market.

L'intera procedura evidenzia l'importanza di una pianificazione accurata, della promozione efficace dell'IPO e della gestione attiva del processo di quotazione, al fine di fornire una base solida per il debutto in Borsa e il successo a lungo termine dell'azienda quotata.

2.2.2 Gli attori coinvolti

Come la descrizione delle singole fasi del processo di IPO lascia intuire, si tratta di una operazione particolarmente complessa. Questa, se idealmente suddivisa in più fasi, vede il susseguirsi di soggetti differenti ed è finalizzata al raggiungimento di obiettivi specifici.

I soggetti coinvolti nell'operazione sono: la società emittente, il global coordinator, lo sponsor, lo specialist, l'advisor finanziario, gli studi legali e i membri del consorzio di collocamento²⁶.

Società Emittente

La società emittente è l'azienda che intende quotarsi in Borsa attraverso l'IPO. In Italia, la procedura di IPO è disciplinata dal regolamento della Borsa Italiana e dalla normativa della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). La società deve presentare il progetto di quotazione al Consiglio di Amministrazione e successivamente convocare l'Assemblea dei soci per deliberare sull'operazione.

Global Coordinator

Il ruolo di Global Coordinator nell'IPO può essere svolto da banche di investimento, sia italiane che estere, autorizzate a offrire servizi di collocamento ai sensi del Testo Unico Bancario (D.Lgs. 385/1993) o da qualsiasi altro intermediario finanziario incluso nell'elenco speciale dell'art.107 del Testo Unico Bancario. L'attività del Global Coordinator inizia con la realizzazione di uno studio di fattibilità dell'operazione per valutare se procedere con l'IPO o meno. In caso di decisione positiva, il Global Coordinator collabora con avvocati, revisori

²⁵ La green shoe option, anche nota come opzione di sovrallocazione, è una disposizione che consente agli underwriter di vendere ulteriori azioni in un'offerta pubblica iniziale (IPO) oltre alla dimensione originale dell'offerta.

²⁶ Borsa Italiana. (Anno non specificato). Glossario finanziario: IPO (Offerta Pubblica Iniziale).

contabili e advisor per svolgere l'attività di Due Diligence, una dettagliata analisi della società emittente e dei suoi aspetti finanziari e legali. Il Global Coordinator è responsabile della gestione dei rapporti tra la società emittente, Borsa Italiana e l'autorità di vigilanza (CONSOB). In alcuni casi, il Global Coordinator può anche assumere la funzione di Sponsor, che è una figura chiave nell'IPO e, come si analizzerà di seguito, agisce come intermediario tra l'emittente e la Borsa, garantendo il rispetto delle normative di mercato. Il Global Coordinator è coinvolto in tutte le fasi dell'operazione, tra cui la costituzione dei consorzi di collocamento e garanzia, la preparazione del Prospetto Informativo, la fase di pre-marketing per stimolare l'interesse degli investitori, l'organizzazione dei roadshow in cui il top management della società presenta l'azienda agli investitori istituzionali, il bookbuilding per raccogliere le manifestazioni di interesse degli investitori, e la determinazione del prezzo di offerta. Inoltre, il Global Coordinator si occupa della stabilizzazione del titolo sul mercato nel periodo successivo alla quotazione. Durante questo periodo, noto come periodo di stabilizzazione, il Global Coordinator può intervenire nel mercato per mantenere la stabilità del prezzo delle azioni emesse. Nel caso di consorzi per un'offerta pubblica, è responsabile della creazione del consorzio di collocamento e spesso assume anche la qualifica di capofila (lead manager) dell'operazione, coordinando gli sforzi di tutte le banche d'investimento coinvolte nel collocamento delle azioni. Il ruolo di Global Coordinator è fondamentale per il successo dell'IPO, poiché coordina e supervisiona tutte le attività coinvolte nell'operazione, garantendo la conformità alle normative di mercato e la protezione degli interessi dell'emittente e degli investitori.

Sponsor

La nomina dello Sponsor è obbligatoria per una società che desideri ottenere la quotazione in Borsa. Questo soggetto collabora nell'assolvimento degli impegni legati all'ammissione alla quotazione e svolge funzioni di garante riguardo al profilo qualitativo dell'emittente.

L'obbligo di avere uno Sponsor sussiste nelle seguenti circostanze:

- Quando l'emittente presenta domanda di ammissione alla quotazione di diversi strumenti finanziari, tra cui azioni, obbligazioni, certificati rappresentativi di azioni, titoli di debito,

warrant, quote o azioni di FIA²⁷, ETC/ETN²⁸, obbligazioni strutturate, titoli di Stato, asset backed securities, obbligazioni bancarie garantite, quote o azioni di OICVM²⁹.

- Quando Borsa Italiana richiede la nomina di uno Sponsor a seguito di gravi infrazioni al regolamento di Borsa o ad altre normative applicabili.

Lo Sponsor assume il ruolo di lead manager nell'offerta al pubblico o nel collocamento istituzionale, nel caso di ammissione dei suddetti strumenti finanziari, inclusi le azioni di SIIQ³⁰.

Alcune specifiche responsabilità e requisiti dello Sponsor includono:

- Non essere parte del gruppo dell'emittente o di un gruppo controllante l'emittente.
- Attestare l'assenza di partecipazioni nell'emittente, nelle società del gruppo dell'emittente o diritti di pegno o usufrutto su azioni dell'emittente stesso.
- Non poter essere assegnato come Sponsor se il gruppo dello Sponsor controlla una partecipazione superiore al 10% dell'emittente, o viceversa.
- Attestare eventuali rapporti partecipativi e creditizi tra il gruppo dello Sponsor e soggetti con partecipazioni significative nell'emittente, solo in caso di procedura di ammissione con offerta di vendita o sottoscrizione.
- Garantire l'accuratezza dei dati sull'emittente durante il processo di quotazione e la consapevolezza del management degli obblighi e delle responsabilità legate alla quotazione.
- Svolgere un ruolo di garante per il sistema di controllo di gestione dell'emittente, comprese eventuali verifiche con il revisore legale o soggetti qualificati.
- Assicurare la correttezza dei dati previsionali dell'emittente.
- Impegnarsi a pubblicare o far redigere da terzi almeno due analisi finanziarie all'anno sulla società e organizzare incontri tra il management dell'emittente e la comunità finanziaria almeno due volte l'anno.

²⁷ Le azioni di FIA sono titoli emessi da fondi comuni d'investimento che investono in azioni di società internazionali. Consentono agli investitori di partecipare a un portafoglio diversificato di azioni globali.

²⁸ Gli ETC sono fondi che offrono esposizione alle materie prime attraverso titoli o derivati. Gli ETN sono obbligazioni che seguono l'andamento di un indice o di un asset sottostante. Entrambi sono negoziati in borsa e consentono agli investitori di partecipare alle variazioni di prezzo dei mercati delle materie prime.

²⁹ Gli OICVM sono fondi di investimento europei che raccolgono denaro da investitori per investirlo in diversi strumenti finanziari. Offrono diversificazione e gestione professionale dei portafogli, con regolamentazioni per la sicurezza degli investitori.

³⁰ Le SIIQ sono società quotate che investono in proprietà immobiliari per generare reddito dagli affitti e dalla vendita. Consentono agli investitori di partecipare a portafogli immobiliari diversificati attraverso il mercato azionario.

- Assistere l'emittente nella determinazione del prezzo, se si ricorre al processo di ammissione previsto dall'art. 2.4.3 comma 7 del regolamento di Borsa.
- Attestare un'adeguata politica di gestione dei conflitti di interesse per le quotazioni sul segmento professionale del MIV e SIIQ.

In sintesi, lo Sponsor assume un ruolo chiave nel processo di quotazione in Borsa, contribuendo a garantire la conformità dell'emittente alle normative di mercato e proteggendo gli investitori attraverso la sua funzione di garante.

Lo Specialist

Lo specialista, o specialist, è un operatore ammesso alle negoziazioni presso Borsa Italiana, il quale richiede tale qualifica e si impegna a sostenere la liquidità degli strumenti finanziari per i quali opera. Questo impegno si concretizza attraverso l'esposizione continua di proposte di acquisto e vendita sugli strumenti finanziari di interesse.

La presenza di uno specialista è obbligatoria su alcuni mercati di Borsa Italiana, tra cui Euronext STAR Milan, Euronext MIV Milan (escluso il segmento professionale) e ETFPlus. Nel mercato Euronext STAR Milan, lo specialista ha ulteriori obblighi, come la produzione o la promozione di almeno due ricerche all'anno riguardanti l'emittente e l'organizzazione di almeno due incontri tra il management della società e gli investitori professionali ogni anno.

Le Istruzioni di Borsa Italiana definiscono gli obblighi specifici per gli operatori specialisti per ogni mercato, segmento e categoria di strumenti. Questi obblighi possono includere:

- Il quantitativo minimo, lo spread, i tempi e le modalità di immissione delle proposte di acquisto e vendita.
- La possibilità di esporre proposte solo in acquisto con relative condizioni operative.
- I casi in cui può essere previsto un esonero temporaneo dagli obblighi di specialista.
- I rapporti da mantenere con l'emittente.

In sostanza, lo specialista svolge un ruolo cruciale nell'assicurare la liquidità del mercato e garantire che ci siano sempre proposte di acquisto e vendita disponibili per gli strumenti finanziari oggetto delle sue attività. Il suo ruolo è fondamentale per la corretta operatività e funzionalità del mercato stesso.

L'Advisor Finanziario

L'Advisor finanziario svolge un ruolo consulenziale essenziale nei confronti dei soggetti coinvolti in operazioni di finanza straordinaria, come ad esempio nell'ambito della preparazione di un'offerta pubblica finalizzata alla quotazione in borsa. La sua presenza diventa particolarmente importante quando l'operazione risulta complessa e di notevoli dimensioni, e la società non dispone delle risorse o competenze necessarie per gestire autonomamente tutte le fasi del processo di quotazione.

L'Advisor finanziario può assistere la società in diverse attività. Inizialmente, può contribuire alla selezione dei soggetti che parteciperanno alle successive fasi dell'operazione, come il global coordinator, lo sponsor, gli studi legali e la società di comunicazione. Può facilitare questo processo mettendo questi soggetti in competizione tra loro, in modo da assegnare gli incarichi in modo trasparente ed efficiente.

Durante tutte le fasi del processo di quotazione, l'Advisor svolge un ruolo di coordinamento fondamentale, garantendo che i rapporti tra la società e i vari consulenti coinvolti siano gestiti in modo adeguato e sinergico. L'Advisor supporta la società nella redazione del prospetto informativo, del business plan e di tutta la documentazione necessaria per le presentazioni agli analisti e agli investitori. Inoltre, si occupa della valutazione del capitale economico della società, un aspetto cruciale per determinare i parametri dell'offerta pubblica e la valutazione delle azioni.

Gli Studi Legali

Gli studi legali svolgono un ruolo fondamentale durante l'IPO, poiché offrono consulenza e assistenza legale sia alla società emittente che al consorzio di collocamento durante tutte le fasi dell'operazione. La natura complessa e regolamentata dell'IPO richiede una valutazione dettagliata di tutte le questioni legali e regolamentari coinvolte nel processo di quotazione.

Gli avvocati che rappresentano la società emittente devono assicurarsi che la documentazione legale, come il prospetto informativo, sia accurata e conforme alle normative di mercato e alle disposizioni della CONSOB. Essi devono lavorare in stretta collaborazione con la società emittente per raccogliere tutte le informazioni rilevanti e redigere i documenti legali in modo preciso e completo. Inoltre, devono garantire che siano fornite tutte le necessarie garanzie e dichiarazioni, tenendo conto delle responsabilità legali e delle implicazioni che possono sorgere da dichiarazioni imprecise o incomplete.

Per il consorzio di collocamento, gli avvocati hanno il compito di redigere e negoziare i contratti e gli accordi tra le banche d'investimento e la società emittente. Questi contratti devono essere attentamente strutturati per soddisfare gli obiettivi dell'IPO e garantire che tutte le parti coinvolte abbiano un chiaro quadro delle loro responsabilità e obblighi. Gli avvocati si occupano anche di coordinare il processo di due diligence, assicurando che tutti gli aspetti legali e regolamentari siano adeguatamente analizzati e valutati.

La natura altamente regolamentata dell'IPO richiede una profonda conoscenza delle normative e delle best practice in materia di mercati finanziari e diritto societario. Gli avvocati devono essere al corrente delle norme e delle regolamentazioni emanate dalla CONSOB, nonché delle direttive dell'Unione Europea in materia di offerte pubbliche di strumenti finanziari. Un caso particolarmente rilevante riguardo l'importanza della consulenza legale nell'IPO è stato il processo Volkswagen del 2015³¹, in cui l'azienda è stata coinvolta in uno scandalo legato alle emissioni dei veicoli, il quale ha avuto rilevanti implicazioni legali e finanziarie per l'azienda e i suoi investitori.

I Membri del Consorzio di Collocamento (Underwriters)

In un collocamento mediante consorzio di garanzia o consorzio di assunzione a fermo³², l'underwriter è l'intermediario (o gruppo di intermediari) che si impegna ad acquistare direttamente i titoli non collocati presso il pubblico. Questo termine, "underwriter," deriva dal fatto che l'intermediario sottoscrive i titoli non venduti al fine di garantire all'emittente il collocamento dell'intero quantitativo in emissione. In virtù di questo impegno, l'underwriter (o gli underwriters) riceve una commissione denominata "underwriting fee." Questa commissione è la remunerazione per il rischio assunto dall'intermediario nell'acquistare i titoli

³¹ Lo scandalo Volkswagen è stato un evento di rilevanza internazionale che ha coinvolto l'azienda automobilistica tedesca Volkswagen Group. Nel settembre 2015, è emerso che Volkswagen aveva manipolato i test sulle emissioni di alcuni dei suoi veicoli diesel, in particolare quelli equipaggiati con motori diesel del tipo "TDI". Questa manipolazione ha portato alla sottostima delle emissioni di ossido di azoto (NOx) durante i test di laboratorio, mentre le vetture emettevano effettivamente più inquinanti quando erano in uso su strada.

³² Il Testo Unico della Finanza prevede tre tipi di consorzi che si differenziano in funzione degli impegni assunti dagli intermediari:

- di semplice collocamento. Ogni intermediario si impegna a vendere presso il pubblico una parte dei titoli oggetto dell'offerta;
- di garanzia. Ogni intermediario si impegna a sottoscrivere l'eventuale quota di titoli rimasti invenduti dopo la chiusura del periodo di offerta;
- di assunzione a fermo. Gli intermediari del consorzio acquistano i titoli direttamente dall'emittente e si impegnano a collocarli entro un certo periodo presso il pubblico degli investitori. Il collocamento privato è invece rivolto unicamente a investitori professionali e si svolge tramite un meccanismo di asta imperfetta (Bookbuilding).

non venduti e nell'assicurare all'emittente la riuscita dell'offerta pubblica. L'underwriting fee è generalmente stabilita come una percentuale dell'ammontare totale dei titoli emessi e può variare in base alla complessità dell'operazione e alle condizioni di mercato. L'underwriter svolge un ruolo cruciale nel processo di collocamento, poiché fornisce una garanzia di piazzamento dell'offerta e assume il rischio di dover detenere temporaneamente i titoli invenduti. Questo contribuisce a fornire maggiore sicurezza all'emittente e agli investitori, favorendo l'effettuazione dell'operazione di quotazione con successo.

2.3 La determinazione del prezzo di offerta

La determinazione del prezzo di offerta dei titoli azionari in una IPO è un'attività critica nel processo di quotazione di una società nel mercato regolamentato. Da questa valutazione dipende il successo dell'intera procedura e la remunerazione degli operatori coinvolti. Inoltre, il valore aziendale calcolato durante questa fase influenzerà i costi diretti che l'impresa dovrà sostenere per retribuire tali operatori.

La valutazione del valore aziendale in una IPO è un'attività altamente complessa, poiché il passaggio da soggetto privato a soggetto pubblico può modificare notevolmente il valore della società. Ciò rende la valutazione una sfida per gli analisti finanziari, in quanto devono tener conto di una serie di fattori e considerazioni uniche per il processo di quotazione.

Storicamente, diverse metodologie di valutazione sono state utilizzate per determinare il prezzo di offerta delle azioni. Alcuni modelli sono stati giudicati semplici ma deboli, poiché non producono risultati certi ed affidabili. Altri modelli, invece, sono complessi e basati su formule matematiche intricate, rendendoli teoricamente ineccepibili ma anche costosi da implementare.

Le esperienze passate hanno portato la comunità finanziaria a preferire principalmente due tipologie di modelli di valutazione:

- Il sistema dei flussi di cassa o Discounted Cash Flow (DCF)³³: questo è basato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività. Il flusso può essere rappresentato non solo dal cash flow ma anche dai dividendi (Dividend

³³ "Borsa Italiana. (Anno non specificato). Il metodo DCF - Discounted Cash Flow.

Discount Model). Il DCF è ampiamente utilizzato poiché fornisce una valutazione basata sulla capacità dell'azienda di generare flussi di cassa nel lungo periodo.

- Il metodo dei multipli di mercato³⁴: questo modello si fonda sulla determinazione di “moltiplicatori” (i multipli appunto), calcolati come rapporto tra grandezze desumibili da mercati regolamentati (equity value ed enterprise value) e specifiche grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili (EBITDA, EBIT etc). I multipli di mercato sono utilizzati per determinare il valore relativo dell'azienda rispetto ai suoi competitor e sono spesso utilizzati come indicatori di riferimento nel processo di valutazione.

È importante notare che la scelta del modello di valutazione dipende dalle caratteristiche specifiche dell'azienda, dal settore in cui opera, dalle aspettative degli investitori e dal contesto di mercato. Gli analisti finanziari spesso utilizzano una combinazione di questi modelli per ottenere una valutazione più completa e accurata del valore aziendale in sede di IPO.

Dal punto di vista legislativo, la determinazione del prezzo di offerta è regolamentata dalle leggi e normative della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) in Italia, e da altre autorità di vigilanza finanziaria nei diversi paesi europei. Le normative stabiliscono le procedure e le linee guida per garantire la trasparenza e l'equità nel processo di quotazione.

Gli operatori di mercato, come le banche d'affari e gli underwriter, svolgono un ruolo chiave nel fornire consulenza e supporto alle società emittenti nella valutazione delle loro azioni e nella definizione del prezzo di offerta iniziale. Di seguito verranno analizzati nel dettaglio i singoli metodi di valutazione, le loro caratteristiche e le implicazioni finanziarie del loro utilizzo.

2.3.1 Il discounted cash flow (DCF)³⁵

Il metodo dei flussi di cassa scontati (DCF) rappresenta un approccio fondamentale nella valutazione di un'azienda o di un progetto, poiché fornisce una valutazione basata sul confronto tra il valore attuale netto dei flussi di cassa e i costi futuri previsti. Questa metodologia stima il valore di un'azienda in base al valore attuale dei flussi di cassa netti

³⁴ "Audirevi Talks. About Economy 2.0 – La valutazione d'azienda con il metodo dei multipli di mercato.

³⁵ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley

generati dopo aver sostenuto gli investimenti necessari per garantire la continuità operativa dell'attività. In questo contesto, la definizione corrisponde ai Flussi di Cassa Liberi per l'Azienda (FCFF), ossia i flussi di cassa che vanno a tutti gli investitori, indipendentemente dalla struttura finanziaria dell'azienda.

Il metodo DCF quantifica, quindi, il valore dell'azienda in relazione ai flussi di cassa attesi rispetto agli investimenti necessari per sostenere la crescita futura.³⁶ In questo modo, si focalizza sulla capacità dell'azienda di generare flussi di cassa futuri disponibili per azionisti e creditori, dopo aver tenuto conto degli investimenti in capitale circolante e in beni immobilizzati necessari per garantire l'attività aziendale.

Per applicare il metodo DCF, è necessario elaborare previsioni esplicite dei risultati futuri del business e identificare il tasso di sconto appropriato da applicare ai flussi di cassa, in modo da convertirli in valori attualizzati alla data in cui viene effettuata la valutazione. La formula del modello DCF sarà approfondita più dettagliatamente successivamente.

Tuttavia, dalla formulazione generale del DCF, emerge l'importanza di tre elementi chiave:

- **Flussi di cassa:** i flussi di cassa vengono stimati attraverso la realizzazione di un piano industriale, partendo da ipotesi soggettive sulla dinamica delle principali variabili del business (come la crescita prevista del fatturato, la dinamica degli investimenti, la struttura finanziaria prospettica, la dinamica competitiva, ecc.).³⁷ Il piano finanziario copre tipicamente un periodo di proiezione fino a 5 anni dalla sua redazione e costituisce un punto di partenza fondamentale per la valutazione, in quanto si basa su assunzioni dirette della gestione e i valori ottenuti possono essere considerati una stima affidabile dei futuri flussi di cassa nel periodo considerato. In casi particolari, quando i ricavi e i costi sono abbastanza prevedibili (come ad esempio nelle concessioni o attività regolate), il periodo di proiezione può estendersi fino a 15 o 20 anni, riducendo la necessità di formulare ipotesi specifiche riguardanti il periodo successivo al piano. Nel contesto dell'analisi DCF, vengono considerati gli FCFF.
- **Tasso di sconto:** Il tasso di sconto esprime il rischio e il valore temporale associato ai flussi di cassa attesi, che dipendono a loro volta dal rischio complessivo dell'azienda oggetto di valutazione e dalla validità delle ipotesi utilizzate per elaborare il piano finanziario.

³⁶ PENNISI, G., & SCANDIZZO, P. L. (2003). Valutare l'Incertezza, L'Analisi Costi Benefici nel XXI Secolo. Giappichelli.

³⁷ REISMAN, A. (1973). Discounted cash flow analysis: stochastic extensions. Issue 1 of Monograph series, American Institute of Industrial Engineers.

Nell'ambito di questa analisi e per coerenza con la scelta degli FCFF, il tasso di sconto scelto è il Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC), che rappresenta una media ponderata, in base alla struttura finanziaria dell'azienda, dei rendimenti destinati agli azionisti e ai detentori di obbligazioni. In alcuni casi, è possibile adottare tassi di sconto differenti in base alla fase di crescita dell'azienda.

- **Valore terminale:** Il valore terminale rappresenta il valore dell'azienda alla fine del periodo per cui sono disponibili flussi di cassa analitici. In questo caso, assumendo che i flussi di cassa analizzati siano quelli accumulati tra l'anno 1 e l'anno 5 del piano aziendale, il valore dell'azienda all'anno 5 sarà dato dalla somma di tutti i flussi di cassa generati dall'anno 5 all'infinito, che identifica l'orizzonte temporale generico dell'azienda. La formula di calcolo del valore terminale può essere condotta in due modi differenti, riflettendo l'approccio più appropriato per gestire l'incertezza temporale nell'elaborazione dei flussi di cassa.

La formula ³⁸DCF per stimare il valore dell'azienda è spiegata di seguito:

$$\text{Value of firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_{hg})^t} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC_{st} - g_n)}{(1 + WACC_{hg})^n}$$

Dove:

FCFF_t = Flusso di Cassa per l'Azienda nel periodo t

WACC = Tasso di sconto richiesto dalla rischiosità dei flussi di cassa attesi (hg e st si riferiscono rispettivamente al periodo di rump-up to e di crescita stabile, assumendo che il WACC possa variare dopo il periodo di valutazione. In alternativa, si può applicare un unico WACC alla formula)

t = anno di valutazione

g_n = tasso di crescita previsto all'anno n

n = periodo di stima

³⁸ Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd Ed.). Wiley.

Per determinare il valore dei flussi di cassa, è possibile adottare diverse configurazioni metodologiche, alle quali corrispondono differenti insiemi di input. Infatti, mentre per determinare il valore dell'azienda a livello di impresa, è necessario garantire coerenza tra i flussi di cassa a livello di impresa non indebitata (FCFF) e il tasso di sconto WACC, se il processo di valutazione si concentra sul valore del patrimonio netto dell'azienda, l'analisi verrà condotta attraverso il Flusso di Cassa Libero per gli Azionisti (FCFE) scontato al costo del capitale proprio (Ke). Aggiungendo il Net Debt (debito finanziario netto, ovvero il debito complessivo meno il denaro contante e i suoi equivalenti) al valore DCF dell'azienda basato su FCFE, è possibile determinare un valore dell'azienda coerente con il risultato ottenuto con FCFF.

Esaminando il caso di valutazione aziendale calcolato attraverso il metodo DCF dal lato attivo (o prospettiva del patrimonio netto), è possibile calcolare il valore di mercato delle attività nette di un'azienda (chiamato anche valore dell'azienda o enterprise value - EV) considerando i flussi di cassa generati dalla gestione operativa e senza tenere conto di quelli relativi alla gestione finanziaria. Pertanto, i flussi generati dalla gestione caratteristica, e quindi netti delle sue necessità, possono essere definiti nel seguente modo:

$$\begin{aligned} & \text{Utile prima degli interessi e delle imposte} - \text{Imposte (calcolate al tasso marginale delle} \\ & \text{imposte)} = \text{Utile prima degli interessi, al netto delle imposte} + \text{Deprezzamento e} \\ & \text{ammortamenti} - \text{CAPEX} - \text{Variazione del capitale circolante netto} = \text{FCFF}^{39} \end{aligned}$$

Dopo aver determinato i flussi di cassa, è necessario stimare il tasso di sconto. Il WACC rappresenta il costo che l'azienda deve sopportare per reperire risorse finanziarie sia dagli azionisti che dai terzi finanziatori. I determinanti del WACC sono il costo del capitale proprio, il costo del debito, il tasso di imposizione fiscale e il rapporto di indebitamento.

La formula generica per il calcolo del WACC è:

$$WACC = (E / (D + E)) * Re + (D / (D + E)) * Rd * (1 - \tau_c)$$

Dove:

E= è il valore di mercato dell'equity (capitale proprio) dell'azienda.

D= è il valore di mercato del debito dell'azienda.

³⁹ Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd Ed.). Wiley.

Re= è il costo stimato del capitale proprio (costo del capitale azionario). È il rendimento richiesto dagli investitori di equity, rappresentando il costo di opportunità per gli azionisti.

Rd= è il costo stimato del debito (costo del capitale di debito). Rappresenta il costo del finanziamento attraverso il debito.

τc (tau-c) = è il tasso marginale di imposizione fiscale dell'azienda. Indica la percentuale di tasse che l'azienda paga sui suoi guadagni.

È possibile notare come il costo del capitale proprio (Re) costituisce effettivamente una componente del WACC. Quando si scontano i flussi di cassa relativi all'equity, il tasso da utilizzare è il costo del capitale proprio, che rappresenta il costo opportunità per gli azionisti. La formula generica per la stima di Re è la seguente:

$$Re = Rf + \beta * (Rmkt - Rf)^{40}$$

Dove:

Rf= è il tasso di rendimento che gli investitori si aspettano dai titoli privi di rischio.

β= è una misura della sensibilità del titolo al premio di rischio di mercato.

Rmkt= è il tasso di rendimento che gli investitori si aspettano da un investimento in un portafoglio che replica la composizione di mercato, dove il peso di ciascun titolo è rappresentato dalla sua capitalizzazione di mercato.

Rm - Rf= rappresenta il premio di rischio di mercato, ovvero il premio che gli investitori si aspettano di ricevere dagli investimenti rischiosi rispetto agli investimenti privi di rischio.

La valutazione del costo del capitale proprio (Re) è un passaggio importante nella determinazione del WACC (Weighted Average Cost of Capital), che rappresenta il costo medio ponderato del finanziamento dell'azienda. Il costo del capitale proprio (Re) è uno dei componenti chiave del WACC, insieme al costo del debito (Rd) e alla struttura di capitale dell'azienda.

Nella formula del costo del capitale proprio (Re), il termine β corrisponde al componente di rischio specifico (o non diversificabile) attribuibile a un titolo generico rispetto al mercato più ampio. In termini generali, i titoli che replicano il mercato hanno un β di 1, mentre $\beta < 1$ è

⁴⁰ Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd Ed.). Wiley.

associato a titoli con un rischio inferiore rispetto al mercato e $\beta > 1$ a titoli con un rischio superiore rispetto al mercato. Il livello di rischio di un determinato titolo è determinato dalla sua volatilità rispetto al rendimento di mercato, secondo la seguente formula:

$$B_i = \frac{\text{Covariance of asset } i \text{ with market portfolio}}{\text{Variance of the market portfolio}} = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} \quad 41$$

Il secondo input chiave del modello riguarda il "Terminal Value" (valore terminale).

Il valore terminale dovrebbe essere calcolato quando si utilizzano metodi finanziari analitici a due fasi. Il valore terminale è una componente importante della valutazione di un'azienda poiché incorpora una considerevole parte del valore dell'azienda stessa. Pertanto, è necessario prestare attenzione per stimarlo correttamente poiché, come regola generale per una valutazione affidabile, il valore terminale dovrebbe essere inferiore alla porzione di valore determinata durante il periodo di stima.

Per stimare il valore terminale, che rappresenta la capacità di produrre flussi di cassa una volta che il periodo di previsione analitica è terminato, è necessaria una particolare attenzione. Esso può variare non solo in base alla prospettiva dell'attività/azionista adottata, ma anche in base al periodo temporale considerato:

- **Ipotesi di stato stabile:** Si assume che l'azienda possa mantenere nel lungo termine la capacità di produrre flussi di cassa prevedibili, crescendo costantemente a un tasso di crescita g . Ciò richiede alcune ipotesi: i ricavi e i costi unitari rimangono costanti in termini relativi; gli investimenti di capitale e gli investimenti in innovazione sono sostanzialmente uguali alla deprezzamento annuale e non vi sono variazioni nel capitale circolante netto; il rapporto del debito è mantenuto costante. In questo modo, è possibile stimare il valore residuo dell'azienda all'anno t in termini di perpetuità e quindi scontarlo al presente per la valutazione dell'azienda.
- **Metodo dei multipli:** Questa metodologia, basata sull'approccio dei multipli, può essere utile quando non ci sono ipotesi chiare sul tasso di sconto dell'azienda e il tasso di crescita oltre il periodo di stima e sono disponibili solo flussi di cassa terminali. In base all'approccio dei multipli di uscita, viene stimato un multiplo per il valore dell'azienda (ad

⁴¹ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd Ed.). Wiley.

esempio, EV/EBITDA) e applicato all'EBITDA corrispondente all'ultimo anno del periodo di stima. In questo modo, viene stimata la valutazione residua dell'azienda in quel futuro anno e quindi scontata al presente.

Per concludere la panoramica su questo modello di valutazione, l'approccio Discounted Cash Flow (DCF) gode di un notevole vantaggio poiché è un metodo intrinseco di valutazione basato su un'analisi solida ed analitica, in contrasto con altri metodi, come gli approcci basati sui multipli. Il DCF pone particolare enfasi sulla dimensione dei flussi di cassa dell'azienda, fornendo una flessibilità che permette di valutare il valore dell'azienda da diverse prospettive, sia lato equity che lato attività, e in varie circostanze. Questo approccio si basa su valori che tengono in considerazione esplicitamente l'ampiezza e la distribuzione temporale dei flussi finanziari nel corso degli anni.

Inoltre, il DCF considera attentamente il fattore di rischio e l'incertezza intrinseca associata al calcolo economico del valore di un investimento. Esso incorpora il tasso di sconto, che rappresenta il rendimento richiesto dagli investitori per assumere il rischio associato all'attività o all'azienda oggetto della valutazione.

Quando tutti gli input necessari possono essere determinati in modo accurato, il modello DCF costituisce uno strumento di valutazione completo e affidabile per gli analisti, poiché tiene conto dell'intera gamma di fattori e considerazioni pertinenti per valutare compiutamente il valore di un'azienda o di un'attività.

2.3.2 Il metodo dei multipli di mercato

L'approccio basato sui multipli (multiple approach) identifica il potenziale valore dell'azienda sulla base dei multipli/valori di asset di aziende comparabili. Questo metodo si basa sull'assunzione fondamentale che la valutazione di un'azienda possa essere determinata confrontandola con altre aziende quotate sui mercati (comparable di trading) o con transazioni condotte in passato (transazioni precedenti).

Partendo da questa premessa, la metodologia dei multipli rappresenta una soluzione più semplice e meno dispendiosa in termini di tempo rispetto all'approccio DCF, per verificare l'adeguatezza della valutazione rispetto ai prezzi di scambio di mercato trovati per aziende comparabili. È quindi una soluzione finalizzata a verificare se il valore attribuito all'azienda sia in linea con il valore di mercato medio normale. La valutazione tramite multipli ha

raggiunto un notevole successo, in particolare perché consente di formulare un giudizio sul valore dell'azienda basato su un insieme ristretto di dati e ipotesi facilmente disponibili e con notevole convenienza dal punto di vista operativo.

Lo scopo di questo metodo è sviluppare rapporti (o multipli) attraverso i quali è possibile valutare il valore dell'azienda. Il multiplo, definito come il rapporto tra un valore (tipicamente l'EV o il prezzo di una quota di azioni) e una misura economica dell'azienda (EBIT/EBITDA, utile netto, ecc.), deve essere moltiplicato dalla stessa grandezza economica aziendale da valutare. La semplicità e la rapidità del metodo hanno permesso di adottarlo ampiamente nel settore finanziario poiché spesso viene utilizzato come primo controllo per valutare se un'azienda è sovra o sottovalutata rispetto a imprese simili.

L'applicazione dei multipli può essere suddivisa in quattro fasi principali:

- Identificazione di un campione di imprese comparabili (cioè un insieme di imprese operanti nello stesso settore e omogenee da diversi punti di vista) preso come riferimento per l'analisi. In particolare, l'azienda oggetto di confronto, rispetto al campione di aziende di riferimento, dovrebbe avere la maggior parte delle caratteristiche di somiglianza in termini di: operare nello stesso settore, essere comparabile per dimensione, geografia operativa, rischi finanziari e operativi, segmenti di mercato, tendenze storiche dei risultati, prospettive di sviluppo e stadio di vita dell'azienda, clienti finali, ecc. È ovviamente molto difficile trovare un campione completamente omogeneo di aziende appartenenti allo stesso settore e quotate sullo stesso mercato nazionale, specialmente in paesi in cui il mercato azionario non è ancora molto sviluppato e ha dimensioni ridotte, con poche aziende quotate. Per questo motivo, anche se non è la soluzione ottimale, l'analista può ampliare il campione con aziende quotate su mercati esteri (anche se non appartengono allo stesso settore), ma che hanno almeno caratteristiche quantitative e qualitative simili, come il tasso di crescita, il profilo di rischio, il grado di indebitamento, la dimensione. Questa fase del processo spesso include una componente di giudizio per stabilire il campione migliore possibile al fine di ottenere una valutazione affidabile.
- La scelta della configurazione dell'enterprise value a cui fare riferimento, ovvero la configurazione lato asset o lato equity. Con la prima soluzione, i multipli si riferiscono all'enterprise value (EV) e quindi per garantire coerenza, vengono applicate metriche rilevanti senza leva finanziaria (Ricavi, EBIT/EBITDA). Nel secondo caso, i multipli si

riferiscono direttamente al valore per l'azionista (generalmente identificato come prezzo per azione dell'equity) e le metriche chiave si riferiscono ad utili o dividendi.

- La scelta di una variabile aziendale adatta, attraverso l'uso di quantità economiche, finanziarie o patrimoniali. Le quantità di riferimento economico sono ricavi, EBITDA, EBIT e/o utili. Le metriche del bilancio si riferiscono invece all'equity a valori contabili. Dal punto di vista finanziario, invece, l'aggregato principale è rappresentato dai flussi di cassa.
- Infine, dopo aver calcolato i multipli dell'azienda da valutare e dei suoi comparabili, viene effettuato il confronto dei valori, tracciando le considerazioni conclusive e identificando anche il valore medio dei multipli. Quest'ultima fase può comportare una fase preliminare in cui i risultati vengono raccolti e classificati per definire ed escludere possibili valori anomali. Successivamente, l'analisi viene affinata con la determinazione dell'intervallo di valutazione finale, da cui si prendono la media o la mediana come base per la valutazione dell'azienda target.

I multipli asset-side

I multipli asset-side esprimono il valore totale dell'azienda (EV - Enterprise Value) in relazione a una variabile che influisce su tutti gli investitori (azionisti, creditori e titolari di interesse minoritario) nell'azienda. I multipli asset-side stimano direttamente il valore di mercato del capitale di rischio aggiunto alla posizione finanziaria netta, dove il numeratore è rappresentato dal valore di mercato dell'azienda e il denominatore coincide con una grandezza indicativa dei risultati economici.

Dal punto di vista operativo, i multipli asset-side sono considerati più attraenti dei multipli equity-side, poiché si concentrano sugli asset nel loro insieme, piuttosto che solo sul valore dei diritti degli azionisti. Inoltre, i multipli asset-side sono meno influenzati dalle differenze nella struttura del capitale, poiché misurano l'azienda senza la necessità di rivalutare la leva finanziaria e, infine, consentono l'uso di dati meno influenzati dalle differenze contabili e dalle politiche e scelte di finanziamento/indebitamento.

Di seguito sono descritti i principali multipli asset-side:

- **EV/EBIT o EV/EBITDA** indicano il rapporto tra il valore di mercato del capitale investito operativo e il reddito operativo (prima o dopo ammortamenti e svalutazioni). Il motivo per cui EV/EBIT e EV/EBITDA sono i più diffusi è che, per la maggior parte delle

aziende industriali e commerciali, l'EBIT e l'EBITDA rappresentano la capacità dell'azienda di generare reddito dalle sue attività principali. Un vantaggio fondamentale di questi multipli è la possibilità di confrontare aziende con diversi livelli di debito. Infatti, il loro significato può essere perso se ci sono differenze nella struttura finanziaria, nell'intensità di capitale e nella tassazione. Nel caso di EBITDA, questo rappresenta una buona approssimazione del flusso di cassa ed è una grandezza poco influenzata dalle misure contabili. Tuttavia, l'EBITDA, sebbene simile al flusso di cassa, rappresenta una grandezza diversa, poiché non tiene conto dei pagamenti fiscali o delle variazioni del capitale circolante netto, che possono aumentare o diminuire il valore dell'azienda e influenzare il multiplo EV/EBITDA. Un altro vantaggio del multiplo EV/EBITDA è che la stima non è influenzata dalle diverse politiche di investimento, traducendosi in componenti di ammortamento e svalutazione nel conto economico.

- **EV/Sales:** è il rapporto tra il valore di mercato dell'azienda e il fatturato. Le vendite tendono ad essere largamente comparabili tra aziende che operano in mercati, settori e paesi diversi rispetto a quelli dell'azienda in valutazione, poiché il fatturato non è influenzato in modo significativo dalle politiche contabili. Inoltre, le vendite, a differenza di altre variabili, non hanno valori negativi, consentendo così l'applicazione del multiplo e il confronto con altre aziende, indipendentemente dallo stadio di sviluppo e dalle situazioni. I multipli dei ricavi tendono ad essere più stabili nel tempo e meno influenzati da elementi straordinari rispetto agli utili o al flusso di cassa. Tuttavia, il fatturato non tiene conto dei costi sostenuti per ottenere quel risultato economico e quindi non è una vera espressione di redditività. Le politiche di prezzo cambianti, l'aumento della concorrenza e le decisioni strategiche influenzano spesso in prima istanza i ricavi; quindi, questi possono fornire una buona indicazione della situazione futura di aziende o settori in evoluzione. Normalmente, i multipli dei ricavi sono fortemente correlati alla crescita delle vendite dell'azienda; maggiore è la crescita delle vendite, maggiore è il multiplo e sono particolarmente adatti per le aziende commerciali.

I multipli equity-side

I multipli equity-side riguardano invece la valutazione del componente patrimoniale dell'azienda. I multipli equity-side più noti sono il cosiddetto rapporto Prezzo/Utile (P/E), cioè il confronto tra i due indicatori rilevanti per gli azionisti, e il rapporto Prezzo/Valore Contabile. In generale, a causa della loro natura, i multipli equity-side sono principalmente applicati nei settori con una redditività consolidata.

- Il **rapporto P/E** sintetizza il prezzo di mercato di un'azione rispetto agli utili per azione. Mentre il valore di mercato del titolo è considerato ai valori correnti, gli utili per azione possono riferirsi a orizzonti temporali diversi. Una prima opzione riguarda l'uso degli utili per azione attuali, portando al confronto sia del prezzo di mercato che degli utili nel momento in cui il multiplo viene calcolato. Un altro modo è definito come P/E trailing e tiene conto degli utili per azione calcolati su base annuale (considerato il metodo più accurato e affidabile). Infine, è definito il P/E forward, con al denominatore gli utili stimati per il periodo futuro (invece degli utili per azione non raggiunti) e quando il rapporto restituisce un P/E forward più basso, si prevedono dividendi per azione più elevati in futuro. Oltre alle tecniche di calcolo, il P/E è uno dei multipli più ampiamente adottati nel settore finanziario e fornisce una misura rapida del valore patrimoniale dell'azienda basato sugli utili per azione. Tuttavia, vi sono tre limiti fondamentali del multiplo P/E. Il primo è stato già elencato in precedenza ed è correlato alle aziende prese in considerazione. Questo multiplo non può essere utilizzato per confrontare aziende che non appartengono allo stesso settore. Infatti, il suo significato si manifesta quando viene messo in relazione con il maggior numero possibile di aziende che appartengono allo stesso segmento di mercato. Un altro limite, presumibilmente rilevante, è legato alle differenze nelle strutture finanziarie, che possono influenzare sia il prezzo che gli utili. Di conseguenza, due aziende con diversi livelli di debito avranno un diverso P/E, ma non sempre realistico poiché un'azienda può avere ricavi più elevati ma dovuti al fatto che assume più rischi. Infine, le politiche contabili hanno un impatto poiché due aziende che trattano in modo diverso gli ammortamenti e le svalutazioni possono avere P/E sostanzialmente diversi.
- Il **rapporto P/BV** riflette il prezzo di mercato di un'azione rispetto al valore contabile dell'equity per azione. Il valore di questo indice definisce l'azienda in base alla sua dispersione intorno al valore 1. Un valore inferiore a 1 di questo multiplo implica che l'azienda ha una capitalizzazione di mercato inferiore all'ammontare dell'equity. Un valore superiore a 1, al contrario, indica che il mercato è disposto a pagare un prezzo superiore al valore contabile per quella quota poiché gli investitori di mercato percepiscono l'azienda come generatrice di valore. Di solito, questo multiplo è utilizzato per le aziende ad alto livello di investimenti, mentre è meno significativo per le aziende con bassi livelli di investimento. Anche la struttura finanziaria influenza il rapporto P/BV. Un'azienda che finanzia la crescita attraverso il debito ha un BV inferiore a un'azienda che si finanzia trattenendo i profitti e non distribuendo dividendi. Di conseguenza, nella costruzione del

gruppo di confronto, il valutatore deve considerare aziende che hanno un rapporto debito/equity omogeneo. Tali considerazioni possono essere legate a circostanze o condizioni di mercato specifiche, portando a una sottovalutazione dell'azienda. Nonostante la sua adozione per aziende che presentano risultati economici negativi, un limite del P/BV è che questo multiplo non può essere applicato a società che registrano perdite per lunghi periodi poiché avranno un valore di mercato patrimoniale netto negativo.

Una volta calcolato lo stesso multiplo per il gruppo di confronto dell'azienda, è sufficiente prendere il suo valore medio (o mediano) e moltiplicarlo per la stessa grandezza del denominatore dell'azienda da valutare. Infine, nel caso sia stato calcolato il multiplo asset-based, per ottenere il valore dell'equity è necessario, nel caso del multiplo asset-side, sottrarre la posizione finanziaria netta e dividere il valore risultante per il numero di azioni.

Un'ulteriore distinzione che può essere fatta sui multipli riguarda le misure adottate al denominatore:

- Multipli Correnti: i valori sono tratti dall'ultima relazione finanziaria disponibile;
- Multipli Trailing: il valore è una media dei risultati ottenuti nei trimestri recenti;
- Multipli Forward: sia il numeratore che il denominatore si riferiscono ai risultati futuri.

Un'ultima considerazione riguardo ai multipli può essere fatta in riferimento all'approccio utilizzato per la stima del prezzo. Questi, infatti, possono essere calcolati utilizzando i prezzi trovati nei mercati quotati (multipli di borsa) o in base ai prezzi riferibili a transazioni di aziende (multipli di deal). L'analisi basata su transazioni precedenti (o comparabili di transazioni) similmente all'approccio delle aziende comparabili, impiega l'approccio basato sui multipli per derivare una gamma di valutazioni implicite per una data azienda o attività soggetta a una transazione di fusione e acquisizione (M&A). La premessa principale si basa sul fatto che un'azienda può essere valutata in base ai multipli pagati per aziende comparabili in operazioni di M&A precedenti. Questa metodologia ha un'ampia gamma di applicazioni, soprattutto per aiutare a determinare un intervallo di prezzo di vendita potenziale per un'azienda o parte di essa in una transazione M&A. La selezione di un appropriato gruppo di acquisizioni comparabili è la base per eseguire transazioni precedenti. Questo processo incorpora un approccio simile a quello per determinare un universo di aziende comparabili. Le migliori acquisizioni comparabili coinvolgono tipicamente aziende che condividono caratteristiche simili con il target.

Assumendo condizioni di mercato convenzionali, la valutazione condotta tramite l'approccio delle transazioni precedenti tende a restituire un intervallo più elevato rispetto ai multipli comparabili di scambio per due ragioni principali. In primo luogo, questo approccio si basa non tanto sulle condizioni di mercato, ma sulle transazioni M&A, in cui gli acquirenti generalmente pagano un premio di controllo per ricevere il diritto di prendere decisioni riguardanti le attività del target. Un secondo motivo riguarda la natura della transazione, poiché gli acquirenti strategici cercano spesso la realizzazione di sinergie durante le acquisizioni. Le sinergie si riferiscono ai costi di risparmio previsti, alle opportunità di crescita e ad altri vantaggi finanziari che si verificano a seguito della combinazione di due attività e supportano la capacità dell'acquirente di pagare un prezzo di acquisizione più elevato. Il processo necessario per raggiungere la valutazione dell'azienda nell'ambito dell'approccio delle transazioni precedenti assomiglia alle fasi che caratterizzano la metodologia dei multipli descritta precedentemente.

2.3.4 I limiti ai modelli esposti

Le metodologie di valutazione esposte, tra cui il Discounted Cash Flow (DCF), sono ampiamente utilizzate nel settore finanziario per determinare il valore intrinseco di un'azienda o un progetto. Tuttavia, è importante riconoscere che ogni metodologia ha limitazioni e caratteristiche peculiari che gli analisti devono necessariamente tenere in considerazione.

I limiti all'utilizzo del DCF

Per quanto riguarda il DCF, uno dei principali svantaggi è legato alla necessità di avanzare numerose ipotesi riguardo ai flussi di cassa futuri dell'azienda. Poiché si basa sulle proiezioni future, queste possono essere soggette a incertezze, soprattutto nel lungo termine. Le previsioni possono essere infatti influenzate da vari fattori esterni, come cambiamenti del mercato, andamento economico e situazioni impreviste. Di conseguenza, i risultati del DCF possono essere meno affidabili e soggetti a una certa mancanza di oggettività. Tuttavia, è importante notare che maggiore è la disponibilità di informazioni affidabili e il livello di trasparenza dell'azienda valutata, minore sarà il grado di incertezza nel processo di valutazione. Aziende quotate in borsa o con un robusto sistema di reporting finanziario possono beneficiare di una maggiore affidabilità dei dati utilizzati per il DCF.

Il DCF è particolarmente adatto per valutare aziende con una dinamica finanziaria stabile, come aziende commerciali, al dettaglio, di servizi o finanziarie, poiché spesso hanno flussi di

cassa prevedibili e costanti nel tempo. Al contrario, potrebbe non essere la migliore scelta per valutare aziende con una capitalizzazione di attivi significativa ma con flussi di cassa contenuti. Per mitigare le limitazioni del DCF, gli analisti spesso utilizzano approcci multipli di valutazione, combinando diverse metodologie per ottenere una visione più completa e accurata del valore di un'azienda. In conclusione, mentre il DCF è una metodologia utile e ampiamente utilizzata, è fondamentale considerare le sue limitazioni e adattarla alle circostanze specifiche dell'azienda in valutazione, cercando di ottenere il livello più alto possibile di dati affidabili per migliorare la precisione delle valutazioni effettuate.

I limiti all'utilizzo del metodo dei multipli

L'utilizzo dell'analisi dei multipli per la valutazione delle aziende presenta vantaggi e svantaggi. Una delle principali differenze concettuali riguarda la distinzione tra il prezzo di negoziazione (valore di mercato) e il valore economico di un'azienda. L'approccio dei multipli considera la relazione tra il valore di mercato e determinate metriche finanziarie, come utili o ricavi, al fine di valutare la valutazione relativa di un'azienda rispetto ai suoi concorrenti. Tuttavia, ci sono diverse problematiche da considerare nell'utilizzo dell'analisi dei multipli. Una preoccupazione riguarda il fatto che i risultati siano fortemente influenzati dalle caratteristiche delle aziende selezionate come comparabili. La scelta di aziende comparabili adeguate è fondamentale per una valutazione accurata, ma a volte, il campione di aziende target, potrebbe essere limitato, specialmente in settori di nicchia o per aziende uniche (come le cosiddette "pure play companies"). Ciò può portare all'utilizzo di comparabili meno rilevanti e risultare in una valutazione meno significativa.

Inoltre, la qualità dei dati di input è essenziale nell'analisi dei multipli. Le condizioni di mercato e il sentiment possono influenzare i prezzi di negoziazione, portando a distorsioni potenziali nella valutazione, soprattutto durante periodi di euforia irrazionale o di bearishness⁴². Inoltre, l'utilizzo di multipli basati sull'EBITDA potrebbe non catturare completamente la capacità di generazione di flusso di cassa di un'azienda e potrebbe portare a discrepanze rispetto ad altri metodi di valutazione come l'analisi del flusso di cassa scontato (DCF). Un'altra problematica riguardo l'approccio dei multipli è che potrebbe non considerare punti di forza, debolezze, opportunità e rischi specifici dell'azienda che possono influenzarne

⁴² Bearishness è un termine utilizzato nei mercati finanziari per descrivere una visione pessimistica sulle future prestazioni di un'attività o di una classe di attività. Gli investitori bearish ritengono che i prezzi siano destinati a scendere nel prossimo futuro e possono assumere posizioni sul mercato che trarranno profitto da questo calo.

il valore. Ogni azienda è unica, e fare affidamento esclusivamente sui multipli potrebbe trascurare fattori distintivi importanti che ne influenzano la valutazione.

Quando si utilizzano multipli basati su transazioni precedenti, la valutazione potrebbe basarsi su una singola transazione, che potrebbe avere circostanze e motivazioni specifiche che non sono completamente rilevanti per la valutazione attuale in corso. Pertanto, l'utilizzo di un campione così limitato di transazioni potrebbe non sempre fornire una fonte affidabile per determinare il valore.

Infine, è importante tenere presente che le considerazioni di sovra o sottovalutazione dovrebbero essere relative a un campione di aziende comparabili. Deviazioni dai multipli medi o mediani possono portare a distorsioni, favorendo aziende con capacità eccezionali o penalizzando aziende ben gestite basandosi esclusivamente sulle metriche finanziarie adottate in quel preciso momento.

Capitolo 3: Il settore del gambling in Italia

L'interesse per il gioco d'azzardo e per le problematiche ad esso correlate è aumentato progressivamente negli ultimi anni. L'espansione del fenomeno ha assunto proporzioni importanti di natura economica, sociale e sanitaria, coinvolgendo e toccando gran parte della popolazione italiana e assumendo per alcune persone "una connotazione compulsiva e distruttiva secondo modelli e processi di dipendenza che, per molti aspetti, sono simili a quelli noti dell'alcoolismo e delle droghe pesanti"⁴³.

Ai fini di una migliore comprensione del contesto di riferimento, è importante sottolineare una precisazione terminologica riguardante il termine "gioco" nella lingua italiana. Questo vocabolo, infatti, possiede una vasta gamma di significati. Nell'inglese, vi è una distinzione utile tra "play", che indica il gioco inteso come attività con regole per "saper fare" e "prevedere", e il "gambling", che invece riguarda il concetto di scommessa e vincita basata sul caso. In questo elaborato, utilizzeremo la parola "gioco" nel senso di "gambling", la tipologia di gioco nel quale ricorre il fine di lucro e la vincita o perdita è completamente o quasi aleatoria⁴⁴.

3.1 la definizione di gioco d'azzardo

Per tutte le tipologie di gioco, nella letteratura internazionale, si sono sottolineati gli aspetti di "fenomeno culturale" e "bisogno sociale".⁴⁵ Nel 1958 lo scrittore, sociologo, antropologo e critico letterario francese Roger Callois ha introdotto una distinzione utile tra le diverse categorie di giochi, andando anche ad includere il gioco d'azzardo. Egli individuò quattro tipologie principali di gioco⁴⁶:

⁴³ Sareri, G., & Scartabelli, S. (2005). Risultati della ricerca effettuata sull'area metropolitana di Firenze, Prato e Pistoia. In *Il gioco d'azzardo, entità del fenomeno, caratteristiche e possibili trattamenti: Atti del convegno* (pp. 34-45). Pistoia.

⁴⁴ Legge 6 agosto 1995, n. 425, in materia di "Modifiche all'articolo 110 del testo unico delle leggi di pubblica sicurezza, approvato con regio decreto 18 giugno 1931, n. 773, concernente le caratteristiche degli apparecchi e congegni automatici, semiautomatici ed elettronici da trattenimento e da gioco di abilità e degli apparecchi adibiti alla piccola distribuzione."

⁴⁵ Huizinga, J. (1938). *Homo Ludens*. Einaudi, Torino.

⁴⁶ Callois, R. (1958). *I giochi e gli uomini. La maschera e la vertigine* (trad. it.). Bompiani, Milano, 1981.

- Giochi di competizione (agon): Caratterizzati dalla competizione senza interventi esterni, in cui il vincitore è considerato “il migliore” in virtù delle sue abilità e prestazioni superiori agli altri partecipanti.
- Giochi di travestimento (mimicry): Questi giochi si basano sul credere o far credere di essere un altro, come nei travestimenti, nelle drammatizzazioni e nei giochi di ruolo.
- Giochi di vertigine (ilinx): Questa categoria comprende giochi che mirano a provocare la sensazione di vertigine o capogiro, come il girotondo, l’altalena e giochi estremi come le montagne russe.
- Giochi di alea (dal latino “gioco dei dadi”): I giochi di questa categoria sono caratterizzati dall’assenza di abilità o capacità del giocatore nel determinare l’esito. La vittoria o la sconfitta dipendono esclusivamente dal caso o dalla fortuna.

I giochi d’azzardo rientrano nella categoria dei giochi di alea. Il codice penale, all’articolo 721, li definisce come quelli “nei quali si rincorre il fine di lucro e la vincita o la perdita è interamente o quasi interamente aleatoria”. Ossia frutto di una scommessa su ogni tipo di evento con esito incerto dove il caso determina l’esito stesso.

Tre criteri fondamentali contraddistinguono il gioco d’azzardo:

1. Viene scommesso denaro o altri oggetti di valore.
2. Una volta effettuata la puntata, questa non può essere ritirata.
3. Come visto, l’esito del gioco è determinato principalmente dal caso o dalla casualità.

Tali criteri aiutano a distinguere il gioco d’azzardo da altri tipi di giochi, in cui l’abilità e le competenze del giocatore possono influenzare in modo significativo l’esito finale. In certi giochi d’azzardo, come nel poker, si possono riscontrare elementi sia di competizione (agon) che di fortuna (alea). Nel poker, infatti, la competizione tra i giocatori è presente poiché si utilizzano abilità strategiche e psicologiche per ottenere una vittoria. Vi è anche un elemento di alea dovuto al fatto che le carte distribuite sono casuali, e il giocatore non ha il controllo completo sull’esito finale.

D’altra parte, alcuni giochi di competizione possono trasformarsi in giochi d’azzardo quando si effettuano scommesse sul risultato incerto. Ad esempio, una partita sportiva può essere inizialmente un gioco di competizione dove i risultati dipendono dalle prestazioni delle squadre o degli atleti, ma se si aggiungono scommesse su chi vincerà o perderà, il gioco

assume un elemento di alea dovuto alla casualità dell'esito della scommessa. In queste situazioni, i confini tra agon e alea possono diventare sfumati, rendendo l'esperienza di gioco più complessa e variegata per i partecipanti. Ed è proprio per questa ragione che per alcuni, il gioco, diventa "un'occasione per costruire una realtà parallela e alternativa alla realtà quotidiana; un luogo mentale, ma anche un luogo dalle precise dimensioni spazio-temporali, in cui rifugiarsi per sentirsi liberi dai vincoli della vita quotidiana, dalle fatiche, dai principi di realtà [...] la possibilità di inventare il proprio futuro, di immaginarlo diverso, più ricco, più felice; è lo spazio immaginario in cui poter creare il mondo che si desidera⁴⁷". A supporto di questa tesi, Giuseppe Imbucci, docente di Storia della questione meridionale all'Università Internazionale di Studi Sociali di Roma, sostiene che il gioco sia un "sucedaneo di speranza", un "espediente compensativo" ed assolva così ad una funzione sociale⁴⁸. Esso rischia però di diventare un espediente pericoloso, con possibili conseguenze gravi a livello individuale e sociale.

Sebbene i confini siano piuttosto sfumati, nella letteratura scientifica e pratica sono state elaborate definizioni, test e scale di valutazione per identificare e valutare i livelli problematici di gioco.

Nell'ambito dell'esperienza umana, il denaro riveste un ruolo di rilievo poiché possiede un valore sia simbolico che tangibile. Tale importanza si accentua ulteriormente nel contesto del gioco d'azzardo, dove il denaro assume una valenza di "bene" che consente l'accesso a molteplici altre sfere di valore. La psicologia sottostante al gioco d'azzardo si basa su diverse credenze illusorie. I partecipanti possono erroneamente credere di poter esercitare un controllo su un contesto di gioco intrinsecamente incerto, attraverso l'applicazione di abilità personali o astuzia. Questa illusione di competere con il fattore casuale del gioco, la ricerca di schemi o regole nascoste e altre convinzioni erranee agiscono da fattori attrattivi. Tali credenze contribuiscono a generare una falsa percezione di controllo, spingendo gli individui a persistere nel gioco nonostante la consapevolezza del vantaggio statisticamente sfavorevole connesso al gioco stesso.

⁴⁷ Lavanco, G., & Varveri, L. (2006). *Psicologia del gioco d'azzardo e della scommessa: Prevenzione, diagnosi, metodi di lavoro nei servizi*. Carocci, Roma, p.23.

⁴⁸ Imbucci, G. (1997). *Il gioco. Lotto, totocalcio, lotterie. Storia dei comportamenti sociali*. Marsilio, Venezia.

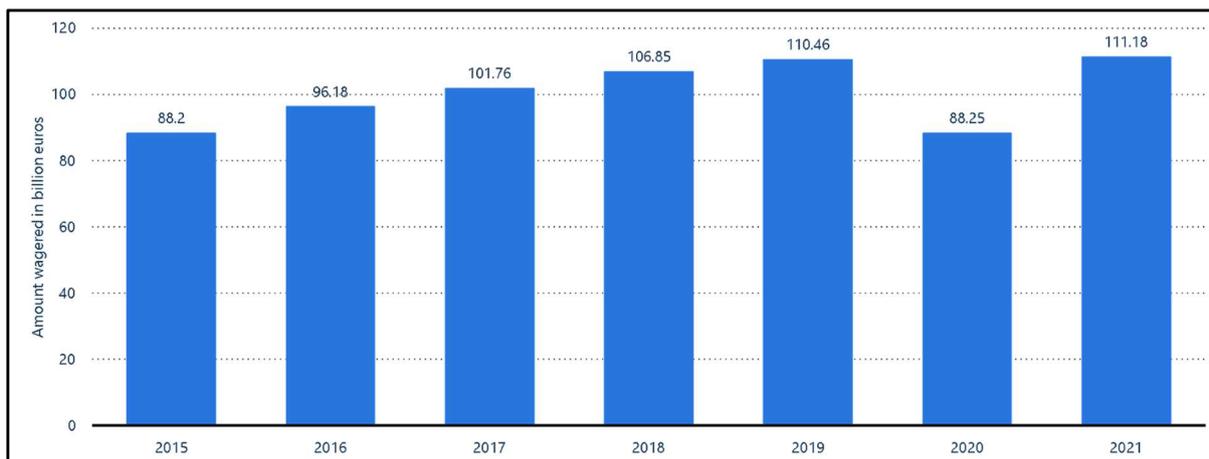
3.2 La diffusione del gioco in Italia

Negli ultimi anni, il gioco d'azzardo ha riportato un significativo aumento della sua diffusione in Italia.

La crescita del settore del gioco d'azzardo può essere attribuita a una combinazione di fattori. Innanzitutto, l'evoluzione delle tecnologie ha reso più accessibili le diverse forme di gioco, consentendo alle persone di partecipare in modo più rapido e diretto. L'ampia disponibilità di piattaforme online ha ampliato ulteriormente la portata del gioco, rendendolo accessibile da dispositivi mobili e computer. Oltre a ciò, le strategie di marketing e promozione adottate dalle aziende di gioco hanno contribuito a stimolare l'interesse e la partecipazione. Le campagne pubblicitarie accattivanti e l'uso di testimonial famosi hanno contribuito a creare una maggiore consapevolezza e accettazione sociale del gioco d'azzardo come forma di intrattenimento. Un altro elemento da considerare è il desiderio umano di sfida e competizione. Il gioco d'azzardo offre la possibilità di misurarsi con la fortuna e la probabilità, creando una sensazione di eccitazione e adrenalina. Questo aspetto attrae diverse persone che trovano nel gioco un modo per provare emozioni forti e sperimentare l'incertezza. Il fenomeno del gioco d'azzardo in Italia è quindi frutto di una combinazione di fattori tecnologici, di marketing ed aspirazioni personali.

In questa sede, verranno analizzati più da vicino gli aspetti economici del settore del gioco d'azzardo, valutando i benefici finanziari che esso comporta sia per l'economia nel suo insieme che per le società di gioco.

Nella prossima sezione, l'analisi si concentrerà sulle scommesse complessive nel contesto del mercato del gioco d'azzardo in Italia, considerando il periodo di riferimento che va dal 2015 al 2021. Le informazioni presentate si basano su dati forniti dall'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli, una fonte autorevole nel campo. Questi dati includono sia le scommesse effettuate nei canali tradizionali che online, fornendo una visione completa dell'andamento del mercato nel corso di questi anni. Si prenderanno in considerazione le fluttuazioni annuali e i punti salienti, tra cui l'impatto della pandemia da coronavirus (COVID-19) sulle scommesse e il recupero avvenuto nel 2021.



*Figura 2: Importo totale scommesso nel mercato del gioco d'azzardo in Italia dal 2015 al 2021
(Fonte dati Agenzia delle Dogane e dei Monopoli)*

L'importo totale scommesso nel mercato del gioco d'azzardo in Italia ha registrato un rimbalzo nel 2021, dopo una brusca diminuzione nel 2020 a causa della pandemia di coronavirus (COVID-19). Nel 2021, il valore delle scommesse nel paese ha raggiunto circa 111 miliardi di euro, superando le cifre pre-pandemiche. Questo trend ascendente è stato supportato da una ripresa sia delle attività di gioco tradizionali che di quelle online.

I dati confermano un aumento costante nell'importo delle scommesse nel corso degli anni, con una crescita da 88,2 miliardi di euro nel 2015 a 111,18 miliardi di euro nel 2021. Questa tendenza ascendente è stata temporaneamente interrotta nel 2020, riflettendo l'impatto negativo della pandemia sulla industria del gioco. La ripresa nel 2021 è indicativa della resilienza del settore del gioco d'azzardo in Italia, che è stato in grado di adattarsi alle sfide imposte dalla pandemia. L'aumento delle scommesse al di sopra dei livelli pre-pandemici dimostra un forte interesse e coinvolgimento da parte dei giocatori, sia nelle modalità tradizionali che online. Nel periodo compreso tra il 2015 e il 2021, il mercato del gioco d'azzardo in Italia ha mostrato una varietà di tendenze statistiche interessanti. Verranno ora proposti alcuni indicatori statistici chiave che evidenziano la dinamica del settore:

- Tasso di crescita annuale medio: Per calcolare il tasso di crescita annuale medio, possiamo utilizzare la formula $[(\text{Valore finale} / \text{Valore iniziale})^{(1/\text{Numero di anni})} - 1]$. Applicando questa formula ai dati forniti dall'agenzia, il tasso di crescita annuale medio nell'importo totale scommesso sarebbe circa 3.88%.
- Variazione percentuale rispetto all'anno precedente: Questo indicatore misura la variazione percentuale nell'importo scommesso rispetto all'anno precedente. Ad

esempio, la variazione percentuale dall'anno 2020 al 2021 è $(111.18 - 88.25) / 88.25 * 100$, che è pari a circa +26.02%.

- Massimo e minimo: L'importo massimo scommesso nel periodo è stato registrato nel 2021 (111.18 miliardi di euro), mentre l'importo minimo è stato nel 2015 (88.2 miliardi di euro).
- Deviazione standard: La deviazione standard misura la dispersione dei dati rispetto alla media. Maggiore è la deviazione standard, maggiore è la variabilità dei dati. Nel caso dei dati forniti, la deviazione standard può essere calcolata per valutare quanto i valori siano distanti dalla media.

Il grafico di seguito traccia l'evoluzione dell'ammontare complessivo delle vincite nel mercato del gioco d'azzardo in Italia nel periodo che va dal 2015 al 2021. Questo tracciamento offre una rappresentazione visiva delle fluttuazioni annuali nell'ambito delle vincite, mettendo in risalto gli anni in cui si sono verificate variazioni significative. Le informazioni sono state reperite da Statista e dall'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli, e includono sia i settori tradizionali che quelli online del gioco d'azzardo. Tale analisi grafica si propone di fornire una visione sintetica e rappresentativa dell'andamento temporale delle vincite nel contesto del gioco d'azzardo italiano.

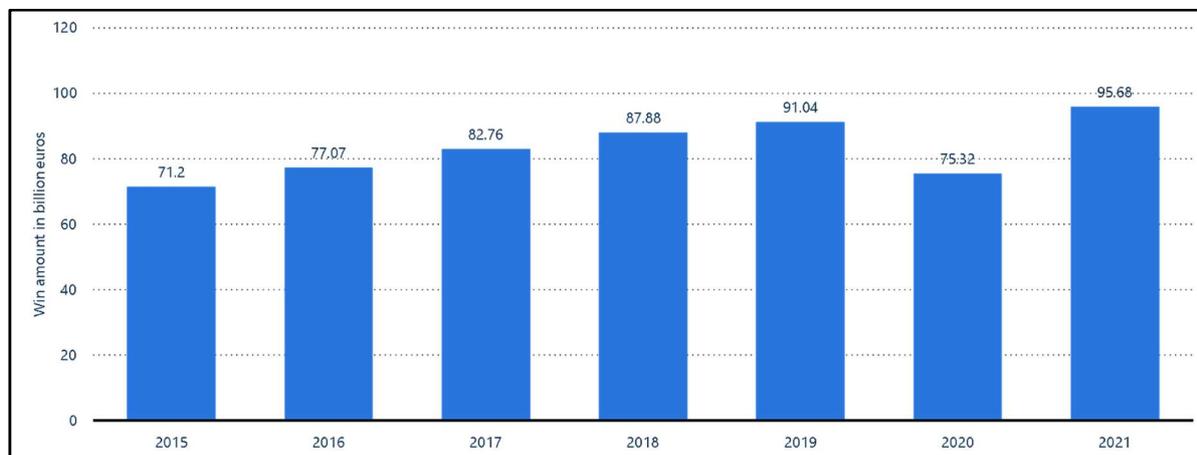


Figura 3: Importo totale delle vincite nel mercato del gioco d'azzardo in Italia 2015-2021 (Fonte dati: Agenzia delle Dogane e dei Monopoli)

I dati relativi al totale delle vincite nel mercato del gioco d'azzardo in Italia dal 2015 al 2021 riflettono una serie di andamenti significativi. Durante questo periodo, è possibile osservare una tendenza generale al crescere delle vincite nel tempo. Nel 2015, le vincite dei giocatori ammontavano a 71.2 miliardi di euro, e questa cifra è aumentata costantemente negli anni successivi, raggiungendo il picco di 95.68 miliardi di euro nel 2021. Questo aumento delle

vincite riflette nuovamente un'espansione dell'industria del gioco d'azzardo in Italia nel corso degli anni considerati.

Vi vi sono alcune fluttuazioni notevoli in questa traiettoria di crescita. Nel 2020, ad esempio, le vincite dei giocatori sono scese a 75.32 miliardi di euro, rispetto ai 91.04 miliardi di euro registrati nel 2019. Questa diminuzione può essere attribuita all'impatto della pandemia da coronavirus (COVID-19), che ha causato un calo significativo delle attività di gioco d'azzardo in tutto il mondo. Risulta interessante constatare che nel 2021 le vincite hanno registrato una ripresa notevole, superando persino il livello pre-pandemico e raggiungendo un nuovo massimo.

I seguenti indicatori statistici evidenziano ulteriormente la dinamica del settore:

- Tasso di crescita annuale medio: Il tasso di crescita annuale medio, calcolato al 4.49%, indica che nel corso di questi sette anni, le vincite nel mercato del gioco d'azzardo in Italia sono cresciute in media di circa il 4.49% all'anno. Questo dato suggerisce una tendenza di crescita costante nel settore nel lungo termine, indicando la resilienza e l'attrattiva del mercato per i giocatori.
- Variazione percentuale rispetto all'anno precedente: La variazione del +27.02% dalle vincite del 2020 alle vincite del 2021 indica una ripresa notevole dopo il calo causato dalla pandemia da COVID-19. Questo aumento significativo sottolinea l'adattabilità del settore e la sua capacità di recuperare rapidamente da eventi avversi.
- Massimo e minimo: Il valore massimo delle vincite nel 2021 (95.68 miliardi di euro) riflette un nuovo picco raggiunto nell'industria del gioco d'azzardo in Italia. D'altra parte, l'importo minimo delle vincite nel 2015 (71.2 miliardi di euro) segna l'inizio del periodo preso in considerazione. Questa ampia gamma di valori evidenzia l'evoluzione dinamica delle vincite nel corso degli anni.
- Deviazione standard: La deviazione standard di circa 8.38 miliardi di euro sottolinea l'ampia variabilità delle vincite dei giocatori rispetto alla loro media nel periodo in analisi. Questo suggerisce che, nonostante la tendenza generale al rialzo, le vincite possono fluttuare notevolmente da un anno all'altro. La deviazione standard alta indica una maggiore incertezza e volatilità nei guadagni dei giocatori nel corso degli anni.

In ultima analisi, il grafico seguente fornisce una panoramica dei ricavi lordi del settore in Italia. I ricavi lordi sono calcolati come il differenziale tra il totale dell'importo scommesso ed il totale delle vincite conseguite nel periodo. Il periodo in analisi va dal 2015 al 2021 e

considera sia le attività di gioco tradizionali che online. La fonte dei dati riportati è l’Agenzia delle Dogane e dei Monopoli ed i valori sono in miliardi di euro.

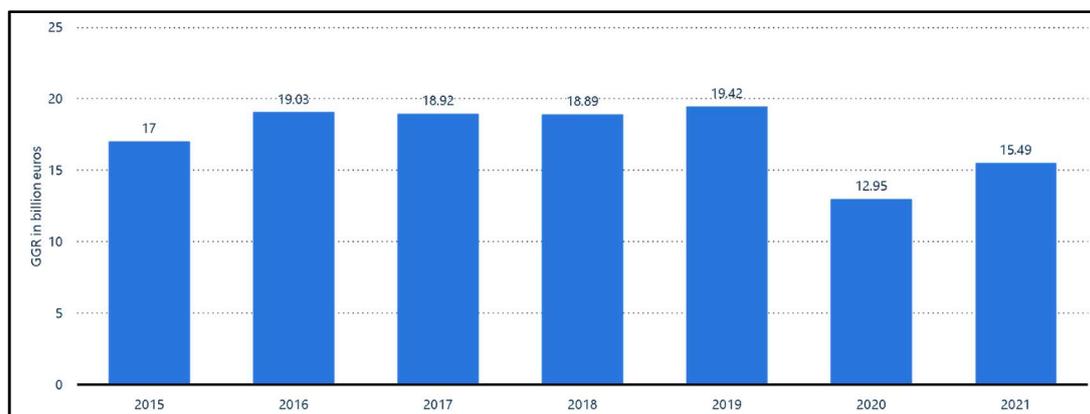


Figura 4: Totale ricavi lordi da gioco (GGR) del mercato del gioco d’azzardo in Italia 2015- 2021 (Fonte dati: Agenzia delle Dogane e dei Monopoli)

I dati evidenziano, nel periodo preso in considerazione, un quadro dinamico e influenzato da vari fattori. Nel 2021, il reddito lordo di gioco ha registrato un incremento rispetto all’anno precedente, sebbene si fosse verificata una brusca diminuzione nel 2020 a causa dell’impatto della pandemia da coronavirus. Nel 2021, il GGR ha raggiunto quasi 15.5 miliardi di euro, rispetto ai circa 13 miliardi di euro del 2020, ma ancora al di sotto dei livelli pre-pandemici. Questo suggerisce che il settore stia cercando di recuperare terreno dopo un anno di contrazione.

L’analisi dei dati relativi alle scommesse, alle vincite e ai ricavi lordi del gioco d’azzardo in Italia dal 2015 al 2021 evidenzia una serie di tendenze significative. Innanzitutto, è possibile osservare una tendenza generale al rialzo delle attività di gioco nel paese, con un aumento dell’importo scommesso, delle vincite e dei ricavi lordi nel corso degli anni. Questa tendenza è stata temporaneamente interrotta nel 2020 a causa della pandemia da COVID-19, ma ha registrato una ripresa nel 2021.

In secondo luogo, i dati evidenziano l’ampia variabilità delle attività di gioco nel corso degli anni. Questo è particolarmente evidente nel caso delle vincite, che possono fluttuare notevolmente da un anno all’altro. La deviazione standard alta indica una maggiore incertezza e volatilità nei guadagni dei giocatori nel corso degli anni.

In terzo luogo, i dati suggeriscono che il settore del gioco d’azzardo in Italia è resiliente e in grado di adattarsi a eventi avversi. La ripresa delle attività di gioco nel 2021 dopo il calo causato dalla pandemia da COVID-19 è un esempio di questa resilienza.

In generale, i dati evidenziano un mercato del gioco d'azzardo in Italia in crescita e in evoluzione. Il settore è soggetto a una serie di fattori, tra cui l'evoluzione delle tecnologie, le strategie di marketing e promozione adottate dalle aziende di gioco e l'impatto di eventi avversi come la pandemia da COVID-19.

Capitolo 4: Caso Studio – Lottomatica Group S.p.A.

4.1 Lottomatica Group S.p.A.

Lottomatica Group S.p.A. rappresenta un rilevante protagonista nel contesto italiano associato al segmento del gioco d'azzardo, delle scommesse e delle lotterie. Le sue origini affondano nella costituzione originaria in veste di Consorzio Triveneto, da cui ha tratto origine un iter evolutivo e adattativo ricco di sfaccettature nel corso del tempo. L'impresa, in maniera esaustiva, offre un ampio ventaglio di servizi e prodotti connessi al complesso delle attività ludiche, includendo la gestione di lotterie classiche come il noto gioco del Lotto⁴⁹ e il SuperEnalotto⁵⁰. Nello specifico, ha introdotto dispositivi ludico-ricreativi con possibilità di accedere a premi in denaro (AWP⁵¹) nonché terminali di lotteria video (VLT⁵²) all'interno delle proprie strutture destinate al gioco e all'interno di punti di vendita. In ulteriore misura, essa presta servizio nel campo delle scommesse sportive, sia nell'ambito fisico che nella dimensione virtuale, offrendo altresì piattaforme telematiche adibite al gioco, comprensive di casinò virtuali e scommesse interattive su eventi sportivi.

L'azienda opera entro un ambito particolarmente regolamentato, dove la sua condotta è caratterizzata da un marcato impegno nei confronti dell'etica e della responsabilità sociale. Tale impegno trova espressione attraverso iniziative mirate alla promozione del gioco responsabile e alla prevenzione dei comportamenti a rischio. Va rilevato altresì che Lottomatica ha manifestato un interesse significativo nei confronti del mercato finanziario,

⁴⁹ Lottomatica ha iniziato la gestione del gioco del Lotto in Italia il 3 dicembre 1993. Prima di quel periodo, il Lotto era gestito direttamente dall'Amministrazione Autonoma dei Monopoli di Stato (AAMS). Con l'introduzione di Lottomatica come gestore del Lotto, è stata avviata una collaborazione pubblico-privata nel settore delle lotterie italiane. L'azienda ha introdotto nuove modalità di gioco e ha modernizzato il sistema di gestione del Lotto, contribuendo a incrementare la partecipazione e l'interesse verso questa forma di gioco tradizionale.

⁵⁰ Lottomatica ha iniziato la gestione del gioco SuperEnalotto il 3 dicembre 1997. Prima di questa data, il SuperEnalotto era anch'esso gestito dall'Amministrazione Autonoma dei Monopoli di Stato (AAMS).

⁵¹ AWP è l'acronimo di "Apparecchio da Intrattenimento con Vincita in denaro a Premio fisso". Si tratta di una tipologia di macchina da gioco che offre intrattenimento e la possibilità di vincere premi in denaro, ma a differenza delle slot machine tradizionali, le vincite sono predefinite e non dipendono dal caso. Le AWP sono spesso utilizzate in contesti come sale giochi, bar e locali pubblici, offrendo ai giocatori una forma di divertimento e di scommessa.

⁵² VLT è l'abbreviazione di "Video Lottery Terminal" (Terminale Video Lotteria). Si tratta di dispositivi elettronici interattivi che offrono una varietà di giochi d'azzardo, simili alle slot machine, ma con alcune differenze sostanziali. Le VLT sono spesso utilizzate in luoghi come sale giochi, casinò, bar e locali pubblici, offrendo ai giocatori l'opportunità di scommettere e di vincere premi in denaro attraverso giochi elettronici. A differenza delle tradizionali slot machine, le VLT possono essere collegate in rete e sono spesso gestite centralmente da un sistema di controllo. Questo permette alle autorità di regolamentazione di monitorare e controllare l'attività delle VLT, garantendo la trasparenza e l'integrità del gioco.

segnatamente attraverso la sua quotazione in Borsa e la partecipazione in strategiche operazioni di fusione e acquisizione, con l'obiettivo di accrescere la propria presenza e il valore nell'ambito di questa specifica sfera industriale. Da un'ottica globale, Lottomatica emerge quale figura cardine nell'ambito dell'industria del gioco, affrontando con leadership le sfide inerenti al quadro regolativo, etico e tecnologico.

4.2 L'organizzazione esterna

Company Name	Level 1	Level 2	Level 3	Level 4	Relationship Type	Type
Gamma Topco SARL					Parent	Private
	Gamma Bondco SARL				Subsidiary	Private
	Lottomatica Group SpA				Subsidiary	Public
		RosilSport SRL			Subsidiary	Private
		Gamenet SpA			Subsidiary	Private
			Gamenet Formazione Srl		Subsidiary	Private
			Gnetwork Srl		Subsidiary	Private
			Jolly Videogiochi Srl		Subsidiary	Private
			Gamenet Scommesse SpA		Subsidiary	Private
			Intralot Gaming Machines SpA		Subsidiary	Private
			New Matic Srl		Subsidiary	Private
			Gamenet Renting Srl		Subsidiary	Private
			Billions Italia Srl		Subsidiary	Private
			Gamenet Entertainment Srl		Subsidiary	Private
	Gbo Italy SpA				Subsidiary	Private
		Veneta Servizi Srl			Subsidiary	Private
		Giocaonline Srl			Subsidiary	Private
	Lottomatica SpA				Subsidiary	Private
		Lottomatica Videolot Rete SpA			Subsidiary	Private
				Big Easy Srl	Subsidiary	Private
				Optima Gaming Service Srl	Subsidiary	Private
				Big Easy SRL	Subsidiary	Private
				Coin Net Srl	Subsidiary	Private
			GGM SpA		Subsidiary	Private
			Gbo SpA		Subsidiary	Private
				Betflag SpA	Subsidiary	Private

Tabella 3: Organigramma del Gruppo Lottomatica. (Fonte: Elaborazione dati Refinitiv)

La struttura esterna di Lottomatica Group, come si evince dall'analisi dell'organigramma aziendale presentato, si configura come un intricato sistema di connessioni e interrelazioni tra diverse entità aziendali nell'ambito dell'industria dell'intrattenimento e del gioco d'azzardo. Al cuore di questa architettura si erge "Gamma Topco SARL", identificata quale holding di livello superiore, rivelando il suo ruolo chiave nella supervisione e nel coordinamento delle attività delle controllate sottostanti.

Nel secondo strato di questa gerarchia, emergono due società controllate, "Gamma Bondco SARL" e "Lottomatica Group SpA". La presenza di "Gamma Bondco SARL" segnala un collegamento cruciale tra la società madre e la sottostante struttura operativa. In particolare, "Lottomatica Group SpA" costituisce una controllata significativa, ma ciò che risalta è la sua quotazione pubblica, indicando un'ampia esposizione al mercato finanziario e al pubblico investitore.

Al terzo livello, la struttura si dirama ulteriormente, rivelando una serie di società collegate direttamente a "Lottomatica Group SpA". Tra queste, spiccano "RosilSPORT SRL" e "Gamenet SpA", entrambe attive nel settore dei casinò e dei giochi d'azzardo. Nonostante ciò, è "Gamenet SpA" a catalizzare l'attenzione, con una serie di controllate a lei subordinate, quali "Gamenet Formazione Srl", "Gnetwork Srl", "Jolly Videogiochi Srl", tra le altre. Questa articolazione implica una strategia di diversificazione all'interno del settore, attraverso l'espansione in settori connessi, come la formazione e lo sviluppo di giochi.

La rete di relazioni prosegue con l'identificazione di altre sussidiarie collegate a "Lottomatica Group SpA". Ad esempio, "Gbo Italy SpA" emerge come un'ulteriore controllata, anch'essa attiva nel settore dei casinò e dell'intrattenimento. Analogamente, "Lottomatica SpA" insieme a "Lottomatica Videolot Rete SpA" e altre entità correlate, denotano una tattica di espansione e diversificazione all'interno del settore.

Questa struttura aziendale si presenta come un riflesso di una strategia di crescita articolata e mirata, in cui la holding "Gamma Topco SARL" svolge un ruolo fondamentale di coordinamento e direzione. L'approccio di diversificazione, attraverso una serie di controllate e sussidiarie operanti in diverse sfaccettature dell'industria del gioco d'azzardo e dell'intrattenimento, potrebbe essere inteso come un tentativo di sfruttare sinergie interne, ampliare le competenze e mitigare i rischi settoriali. La struttura complessiva riflette una visione strategica di lungo termine, con l'obiettivo di massimizzare il valore per gli azionisti e garantire una posizione competitiva nel mercato in rapida evoluzione.

4.3 La storia di Lottomatica

Lottomatica S.p.A⁵³, ha avviato un percorso di notevole significato storico dal 1993 in poi. In quell'anno, acquisendo il ruolo di esclusivo concessionario statale per il gioco del Lotto, compresa la variante istantanea, l'azienda ha inaugurato il controllo diretto sulla rete e ne ha intrapreso l'espansione. L'impegno di Lottomatica in stretta collaborazione con le autorità

⁵³ Per la realizzazione di tale paragrafo sono stati utilizzati i seguenti materiali di supporto: Lottomatica Bilancio di esercizio e consolidato del gruppo lottomatica al 31.12.2007. Lottomatica Relazioni trimestrali dell'anno 2008. Lottomatica Report annuale del 2007. Lottomatica Bilancio societario sociale 2007. Lottomatica Company presentation gaming investor of Las Vegas 2008. Lottomatica Company presentation italian investor 2008. Lottomatica Strategic plan 2008-2010. Lottomatica Financial result anno 2007. Lottomatica Group Prospetto Informativo 20 aprile 2023. Lottomatica sito web.

finanziarie ha abbracciato non solo la distribuzione fisica, ma altresì la messa a punto di una rete telematica, indispensabile per la fruizione delle giocate.

A partire dal 2003, unitamente ad altri attori, Lottomatica è divenuta concessionario per la raccolta di specifici concorsi pronostici e scommesse a totalizzatore. Questa iniziativa è stata supportata da una rete di circa 5.000 corner di raccolta. Nel 2004, ha acquisito il ruolo di concessionario unico per la raccolta di lotterie, sia tradizionali che istantanee, ampliando ulteriormente la sua presenza. A partire dal 2006, ha ottenuto l'autorizzazione per offrire tali lotterie anche tramite la rete online.

Un aspetto rilevante di questa struttura è stato scaturito dalla costituzione, nel 2003, del Consorzio Lotterie Nazionali, responsabile esclusivo delle lotterie tradizionali e istantanee, di cui Lottomatica detiene il 63%. Queste lotterie vengono rese accessibili attraverso una vasta rete di circa 45.000 punti vendita, tra cui numerose ricevitorie del Lotto.

Per agevolare la gestione e la distribuzione delle lotterie, Lottomatica si avvale dei servizi della controllata G-tech, leader globale nei sistemi di processazione dei giochi online, specialmente per le lotterie telematiche. Questo comprende la fornitura di terminali presso i punti vendita autorizzati, connessi direttamente a un sistema centralizzato che mediatizza le transazioni e la relazione con le autorità competenti.

A partire dal 2007, Lottomatica ha intrapreso l'ambito delle scommesse sportive a quota fissa, operando attraverso una rete di 1.145 punti di raccolta. Questo nuovo settore si è materializzato a seguito della concessione ottenuta nel 2006, consentendo la gestione delle scommesse sportive a quota fissa presso i predetti punti vendita e tramite canali remoti, quali telefono e internet.

Dal 2008, l'azienda ha ulteriormente diversificato la sua presenza nel mercato, accedendo al settore degli skill games online. La sua espansione nel comparto degli apparecchi da intrattenimento è stata mediata attraverso controllate come "Lottomatica videolot rete S.p.A." e la canadese "Spielo Manufacturing ULC". La produzione interna di terminali video e servizi collegati ha trovato ulteriore impulso dall'acquisizione nel 2008 del gruppo "Atronic", rinomato fornitore di videolotterie su scala globale.

Lottomatica Group S.p.A., con la sua ricca storia di sviluppo e adattamento, ha progressivamente consolidato una posizione di prestigio e leadership nell'industria del gioco

d'azzardo e delle scommesse, dimostrando una notevole capacità di anticipare le sfide e le evoluzioni di settore.

Nel periodo compreso tra il 2013 e il 2016, si è assistito all'incipiente costruzione delle fondamenta per il futuro sviluppo di Lottomatica Group S.p.A. L'accordo di concessione per le apparecchiature da intrattenimento con vincita in denaro (AWP) e i terminali di lotteria video (VLT), stipulato con Gamenet⁵⁴, ha costituito un solido punto di partenza per l'ampliamento delle attività aziendali nel contesto del gioco d'azzardo. Nel 2014, l'acquisizione di una rilevante quota da parte di Trilantic Capital Partners⁵⁵ ha evidenziato l'attrattiva del potenziale di crescita dell'azienda per gli investitori.

In questo arco temporale, Lottomatica ha concentrato la sua attenzione sull'espansione della propria presenza nel segmento retail. Mediante l'avvio di programmi di sviluppo e integrazione in collaborazione con partner strategici, l'azienda ha rafforzato la rete delle proprie sale da gioco dirette. Questa iniziativa ha creato una base solida per future espansioni, inclusa la gestione diretta delle apparecchiature AWP.

Il 2016 ha rappresentato un anno di importanza cruciale per Lottomatica, sancendo la fusione tra Gamenet e Intralot Italia⁵⁶. Questo passo ha dato origine al Gruppo Gamenet, agevolando la sinergia tra le entità e rafforzando le attività complessive. La successiva emissione di un'obbligazione dal valore di 200 milioni di Euro ha manifestato la fiducia degli investitori nell'azienda e nelle sue prospettive future.

L'anno 2017 si è rivelato un punto di svolta nella cronologia di Lottomatica grazie alla sua introduzione in Borsa come Gruppo Gamenet. L'offerta pubblica iniziale (IPO), coronata da successo, ha segnato una tappa fondamentale verso la visibilità pubblica dell'azienda. Il Gruppo ha attirato l'attenzione degli investitori, piazzando 10,5 milioni di azioni e

⁵⁴ Gamenet Group SpA è una società di giochi con sede in Italia. La Società opera sia come concessionaria che come retailer in quattro settori di attività di gioco: Divertimento a premi (AWP), Video Lottery Terminal (VLT), Retail & Street Operations e Betting Online.

⁵⁵ Trilantic Capital Partners è una società di private equity globale che si focalizza sull'investimento in diverse industrie e regioni in tutto il mondo. Fondata nel 2009, Trilantic gestisce fondi che investono in una vasta gamma di settori, tra cui consumer, industria, energia, salute e tecnologia.

⁵⁶ Intralot Italia è una società specializzata nel settore dei giochi d'azzardo e delle scommesse con operazioni principalmente in Italia. Fondata nel 1997, fa parte del gruppo Intralot, un leader globale nelle soluzioni di gioco e scommesse. La società opera in diversi settori all'interno dell'industria del gioco, offrendo servizi e prodotti che spaziano dalla gestione di lotterie e scommesse sportive all'offerta di piattaforme tecnologiche avanzate.

raggiungendo una capitalizzazione iniziale di 225 milioni di Euro. Ciò ha ulteriormente incrementato il valore e il profilo aziendale sui mercati finanziari.

Il 2018 è stato caratterizzato da una significativa espansione nel campo delle scommesse e del gioco d'azzardo. L'acquisizione di GoldBet Srl⁵⁷ ha consentito a Lottomatica di emergere come leader nell'ambito delle scommesse sportive e nel settore online. Questo passo ha ulteriormente diversificato il portafoglio aziendale e ha contribuito al miglioramento della redditività complessiva.

Negli anni 2019 e 2020, Lottomatica ha proseguito il suo percorso di creazione di sinergie attraverso fusioni e acquisizioni strategiche. L'unione tra Goldbet SpA e Intralot Italia SpA ha consolidato la presenza aziendale nel campo delle scommesse sportive. Nel 2020, un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria da parte di Gamma Bidco SpA⁵⁸ ha condotto al ritiro delle azioni del Gruppo Gamenet dal Mercato Telematico Azionario, tracciando un nuovo capitolo nella sua storia.

Nel 2021, Lottomatica ha confermato il suo impegno verso il gioco responsabile conseguendo la certificazione G4⁵⁹. Questo ha sottolineato l'attenzione aziendale agli aspetti etici e sociali del settore. La fusione tra Lottomatica e Gamma Bidco SpA nel 2022 ha ulteriormente rafforzato l'azienda, consolidando la sua posizione di mercato e aprendo nuovi orizzonti di crescita.

Il 2023 ha portato un riconoscimento significativo per Lottomatica, con un rating ESG di "Negligible Risk"⁶⁰ assegnato da Morningstar Sustainalytics⁶¹ nel campo della sostenibilità. Ciò ha posizionato l'azienda come figura di spicco nell'ambito dei servizi al consumatore e

⁵⁷ GoldBet Srl è stata un'azienda italiana attiva nel settore delle scommesse sportive e dei giochi d'azzardo. Fondata nel 2000, GoldBet è diventata una delle principali realtà nel mercato italiano delle scommesse, offrendo una vasta gamma di servizi e prodotti nel settore del gioco.

⁵⁸ Gamma Bidco SpA è una società di investimento che fa parte di Apollo Global Management, un'importante società di private equity e investimenti a livello globale. Apollo Global Management è nota per il suo coinvolgimento in diverse industrie e settori, compresi i settori finanziario, industriale, energetico, immobiliare e molto altro.

⁵⁹ La certificazione G4 è un riconoscimento nel campo del gioco responsabile e della prevenzione dei problemi legati al gioco d'azzardo. G4, acronimo di "Global Gambling Guidance Group", è un'organizzazione internazionale che si impegna a promuovere il gioco d'azzardo responsabile e a fornire linee guida per prevenire comportamenti problematici legati al gioco.

⁶⁰ Quando un'azienda riceve un rating "Negligible Risk" sotto la valutazione ESG, questo significa che è considerata avere un impatto minimo o irrilevante sugli aspetti ambientali, sociali e di governance.

⁶¹ Morningstar Sustainalytics è una società di ricerca e valutazione leader nel settore dell'Environmental, Social, and Governance (ESG) e nella valutazione della sostenibilità aziendale. Sustainalytics è stata fondata nel 1992 ed è diventata una delle principali fonti di informazioni e analisi ESG per investitori, aziende e altre parti interessate.

nell'industria del casinò e del gioco d'azzardo. Inoltre, la quotazione di Lottomatica Group su Euronext Milan di Borsa Italiana ha rafforzato la solidità aziendale e l'attrattiva agli occhi degli investitori.

Il percorso pluriennale di Lottomatica Group S.p.A., scandito da tappe fondamentali di crescita, adattamento e leadership, sottolinea il suo ruolo preminente nell'ambito dell'industria del gioco e delle scommesse in Italia e oltre i confini nazionali.

4.4 La struttura di Governance ⁶²

L'organizzazione gerarchica di Lottomatica Group si articola attraverso una struttura di governance ben definita. Il fulcro di questa struttura è il Consiglio di Amministrazione, composto da membri selezionati in base a specifici requisiti, i quali mantengono la loro carica per un massimo di tre anni. Il Consiglio di Amministrazione, sotto la presidenza di Andrea Moneta, svolge un ruolo cruciale nel prendere decisioni strategiche e direzionali, supervisionando l'intera attività aziendale. Guglielmo Angelozzi svolge la figura dell'Amministratore Delegato, responsabile quindi dell'operatività quotidiana.

Parallelamente, il Collegio Sindacale svolge un ruolo di controllo sulle attività dell'azienda. Composto da tre sindaci effettivi, il Collegio Sindacale garantisce un monitoraggio accurato, garantendo che le operazioni siano condotte in conformità alle leggi e alle norme di regolamentazione. Questo organismo è guidato da Andrea Lionzo, il cui ruolo di presidente è fondamentale nel supervisionare il controllo e la conformità delle attività aziendali. Giancarlo Russo Corvace e Veronica Tibiletti contribuiscono come membri.

L'Organismo di Vigilanza svolge un ruolo cruciale nel garantire il rispetto delle regole aziendali e delle leggi. Francesca Rosetti presiede questo organismo, affiancata da Stefano Baduini e Valentina Lazzareschi. La loro funzione è quella di monitorare la conformità delle operazioni aziendali alle normative e intervenire in caso di irregolarità.

La società di revisione PriceWaterhouseCoopers (PwC) è responsabile della revisione contabile. In conformità con le leggi vigenti, PwC esegue controlli indipendenti per garantire la correttezza dei dati finanziari e delle dichiarazioni aziendali. Questa attività di revisione è

⁶² Struttura di Governance da maggio 2023

fondamentale per assicurare la trasparenza finanziaria e la fiducia degli investitori e delle parti interessate nell'azienda.

4.5 Il Business Model

La presente sezione intende condurre un'analisi dei componenti salienti che delineano il quadro del business model⁶³ adottato da Lottomatica. Ciò include una disamina attenta dei partner chiave con cui l'azienda interagisce, delle attività chiave che costituiscono il suo operato, delle risorse fondamentali mobilizzate e della proposta di valore distintiva che costituisce il cuore della relazione con la clientela. In particolare, verranno esplorati i segmenti di clientela che Lottomatica mira a servire, le relazioni con i clienti che si intende coltivare e i canali attraverso cui vengono efficacemente distribuiti i servizi dell'azienda.

Un'ulteriore attenzione sarà posta all'analisi dettagliata della struttura dei costi che Lottomatica affronta nel quotidiano svolgimento delle sue attività. In parallelo, verranno esaminate le diverse fonti di ricavo da cui l'azienda attinge per generare profitti. Questa trattazione sarà in grado di offrire un quadro esauriente sul funzionamento operativo di Lottomatica, evidenziando con precisione come l'azienda crei valore per la sua clientela, orchestra le risorse a disposizione e si confronti con le sfide caratteristiche del settore. La collaborazione strettamente allineata con le autorità regolatorie per il conseguimento delle necessarie licenze, l'articolata sinergia con i fornitori di tecnologia per lo sviluppo di piattaforme avanzate, l'impegno nella gestione di relazioni durevoli con la clientela attraverso il supporto online e programmi di fidelizzazione, nonché la capacità di generare ricavi dall'ambito delle scommesse sportive, dei giochi online e delle lotterie tradizionali - costituiranno gli aspetti fondamentali oggetto di questa trattazione.

⁶³ I dati fondamentali utilizzati per la progettazione del modello di business sono stati acquisiti da diverse fonti attendibili. Le informazioni prese in considerazione includono dati dal sito ufficiale di Lottomatica, estratti dal report "Lottomatica Company Overview" di aprile 2023, e sono stati integrati con i contenuti presenti nel rapporto "Lottomatica-Group_Annual-Report-2022". Queste fonti costituiscono la base su cui è stata sviluppata l'analisi dettagliata dei singoli elementi del business model di Lottomatica Group SpA.

Key Partners	Key Activities	Value Propositions	Customer Relationships	Customer Segments
<ul style="list-style-type: none"> • Autorità regolatorie • Fornitori di tecnologia • Processori di pagamento • Agenzie di marketing 	<ul style="list-style-type: none"> • Sviluppo e gestione delle piattaforme • Gestione dei giochi di lotteria tradizionali • Ottenimento di licenze e conformità regolamentare • Marketing e pubblicità 	<ul style="list-style-type: none"> • Esperienza di scommesse e gioco online comoda e sicura • Accesso a una vasta gamma di giochi di lotteria tradizionali • Marchio affidabile e fidato con lunga storia nel mercato italiano 	<ul style="list-style-type: none"> • Scommettitori sportivi • Gamer • Giocatori di lotterie 	<ul style="list-style-type: none"> • Scommettitori sportivi • Gamer • Giocatori di lotterie
	Key Resources		Channels	
	<ul style="list-style-type: none"> • Infrastruttura tecnologica • Licenze • Personale qualificato • Reputazione del marchio e fiducia dei clienti 		<ul style="list-style-type: none"> • Piattaforme online • Punti vendita fisici 	
Cost Structure		Revenue Streams		

<ul style="list-style-type: none"> • Sviluppo e manutenzione tecnologica • Salari e benefici dei dipendenti • Spese di marketing e pubblicità • Costi di conformità regolamentare 	<ul style="list-style-type: none"> • Ricavi da scommesse sportive e giochi online • Ricavi da lotterie • Commissioni sulle transazioni di pagamento
---	--

Table 4: Business Model Canvas di Lottomatica Group S.p.A. (Fonte dati: Elaborazione dell'autore)

Nel contesto dell'approfondimento del modello di business di Lottomatica Group SpA, è di rilevante importanza esaminare con precisione gli elementi che ne costituiscono l'essenza. L'azienda, operante nel settore delle scommesse, dei giochi d'azzardo e delle lotterie, si fonda su una rete interconnessa di componenti che concorrono alla sua operatività e al suo successo.

Partners Chiave:

Lottomatica intrattiene relazioni strategicamente rilevanti con diversi attori chiave. In primo luogo, la collaborazione con le autorità regolatorie si configura come fondamentale per ottenere le licenze necessarie e per adempiere alle regolamentazioni vigenti. Tale partnership è strettamente connessa alla necessità di rispettare le normative nei diversi settori in cui l'azienda opera, garantendo la legalità e l'integrità delle operazioni. I fornitori di tecnologia, altro partner chiave, svolgono un ruolo di rilievo poiché sviluppano e mantengono le piattaforme di scommesse sportive, giochi da casinò e lotterie online. La collaborazione con processori di pagamento affidabili risulta altrettanto cruciale per gestire transazioni finanziarie in modo efficiente e sicuro. Infine, le agenzie di marketing giocano un ruolo determinante nella promozione e nell'attrazione dei clienti, posizionando efficacemente i servizi di Lottomatica nel mercato.

Attività Chiave:

Le attività centrali di Lottomatica delineano le operazioni fondamentali che l'azienda intraprende per creare e offrire valore ai suoi clienti. Lo sviluppo e la gestione delle piattaforme rappresentano un'attività centrale, in quanto Lottomatica deve costantemente migliorare le esperienze utente nelle scommesse sportive, nei giochi da casinò e nelle lotterie online. La gestione dei giochi di lotteria tradizionali è vitale per attrarre giocatori e generare entrate, considerando il suo ruolo di licenziatario esclusivo nel mercato italiano. Ottenere

licenze e garantire la conformità regolamentare costituiscono attività prioritari per operare legalmente e mantenere la fiducia dei clienti. Inoltre, il marketing e la pubblicità sono impegni strategici, poiché attirare nuovi clienti richiede sforzi mirati, tra cui campagne pubblicitarie online e strategie di fidelizzazione.

Risorse Chiave:

Le risorse fondamentali che Lottomatica mobilita sono la spina dorsale del suo modello di business. L'infrastruttura tecnologica è cruciale per supportare le piattaforme online sicure e performanti che consentono le scommesse sportive, i giochi da casinò e le lotterie. Le licenze di gioco costituiscono il fondamento legale delle attività dell'azienda, garantendo l'operatività nei vari settori. Il personale altamente qualificato, compresi esperti in tecnologia, marketing e operazioni, è essenziale per mantenere l'azienda in funzione e allineata agli obiettivi. Inoltre, la reputazione del marchio e la fiducia dei clienti rappresentano risorse immateriali di inestimabile valore, contribuendo all'attrazione e alla fedeltà dei clienti.

Proposta di Valore:

La proposta di valore di Lottomatica si basa su elementi distintivi che attraggono e soddisfano i bisogni dei clienti. Offre un'esperienza di scommesse e giochi online comoda e sicura, consentendo ai clienti di partecipare alle attività in modo affidabile. L'accesso a una vasta gamma di giochi di lotteria tradizionali amplia l'offerta, offrendo scelte diverse ai giocatori. La reputazione consolidata e la storia di successo di Lottomatica nel mercato italiano contribuiscono alla creazione di una connessione di fiducia con i clienti.

Segmenti di Clientela:

I segmenti di clientela di Lottomatica riflettono la diversificazione delle sue attività. Gli scommettitori sportivi, interessati alle scommesse sportive online, costituiscono una fetta significativa del pubblico. Gli appassionati di giochi da casinò online rappresentano un altro segmento importante, mentre i giocatori di lotterie tradizionali costituiscono un gruppo distinto.

Relazioni con i Clienti:

Le relazioni con i clienti di Lottomatica sono plasmate da diverse strategie. Il supporto online garantisce assistenza tempestiva e professionale attraverso canali digitali. Il marketing

personalizzato e le promozioni mirate creano un legame più stretto con i clienti, mentre i programmi fedeltà incentivano la fidelizzazione a lungo termine.

Canali:

Lottomatica raggiunge i clienti attraverso diversi canali. Le piattaforme online rappresentano l'accesso primario ai servizi, consentendo scommesse sportive, giochi da casinò e lotterie in modalità digitale. I punti vendita fisici offrono l'opportunità di partecipare a giochi di lotteria tradizionali attraverso una presenza fisica.

Struttura dei Costi:

I costi di Lottomatica riflettono le spese necessarie per mantenere le attività operative. Gli investimenti nel continuo sviluppo e nella manutenzione tecnologica sono fondamentali per preservare l'integrità delle piattaforme online. I salari e i benefici dei dipendenti costituiscono una componente significativa, in quanto il personale qualificato è essenziale per le operazioni. Le spese di marketing e pubblicità rappresentano un impegno finanziario per promuovere i servizi, mentre i costi di conformità regolamentare sono necessari per rispettare le leggi.

Fonti di Ricavo:

Lottomatica genera ricavi da diverse fonti. I ricavi derivano dalle scommesse sportive e dai giochi online, che costituiscono una parte rilevante dell'attività dell'azienda. Le entrate dalle lotterie tradizionali rappresentano un'altra fonte significativa. Inoltre, le commissioni sulle transazioni di pagamento contribuiscono ai ricavi, riflettendo l'aspetto finanziario delle operazioni online.

Nell'analisi approfondita dei singoli componenti del modello di business di Lottomatica Group SpA emerge chiaramente la complessità e l'integrazione delle sue attività, mettendo in luce il valore intrinseco che l'azienda crea per i suoi clienti e per il mercato nel suo complesso.

4.6 Market share per tipologia di prodotto

Verticals and portfolio of well-recognized and trusted brands				
	% Group EBITDA Q4-22	Market share 2022 ⁽⁶⁾	Scale ⁽²⁾	Brands
Online	46%	17.3% ⁽³⁾ iSports 17.2% ⁽³⁾ iGaming	1.2m Unique active users across sports and gaming ⁽⁷⁾	   
Sports Franchise	16%	33.4% Sports Retail	2.7k POS ⁽⁸⁾	  
Gaming Franchise	38%	30.0% Gaming Retail	16.5k POS	

Tabella 5: Market share brand Lottomatica. (Fonte dati: Annual Report Lottomatica 2022)

Giochi Online

Lottomatica si distingue come il gruppo preminente nel panorama italiano del gaming online, operando con successo attraverso i marchi Lottomatica, Better, Goldbet e Betflag. Nell'ambito delle scommesse sui giochi sportivi online, secondo Statista⁶⁴, a Marzo 2023, Lottomatica vantava una quota di mercato pari al 16,94% sul totale. Questa quota garantisce all'azienda il primato italiano seguita da Sisal con circa il 15%. Questo primato è il risultato di una combinazione sinergica tra un'elevata competenza tecnologica e un'incrollabile dedizione alla sicurezza dei dati, che costituisce un pilastro fondamentale dell'intera operatività del gruppo nel settore. La componente tecnologica avanzata di Lottomatica non solo consente un'esperienza di gioco fluida, ma rappresenta anche un solido baluardo contro le minacce cibernetiche. I protocolli di sicurezza rigorosi sono implementati per garantire la protezione e l'integrità dei dati sia durante la trasmissione che durante lo stoccaggio, assicurando così gli utenti sulla privacy delle loro informazioni personali e finanziarie. L'ampia gamma di giochi a distanza offerti dal Gruppo è resa accessibile attraverso diverse piattaforme, sia via web che tramite applicazioni dedicate per dispositivi mobili come smartphone e tablet. Questa

⁶⁴ Market share of leading online sports betting operators in Italy in March 2023, Statista.

flessibilità nella modalità di accesso si adatta alle preferenze e allo stile di vita dei giocatori moderni, offrendo un'esperienza coinvolgente e accessibile ovunque essi si trovino. Un punto di forza notevole è il fatto che tutti i giochi presenti sulle piattaforme del Gruppo sono soggetti a rigorosi controlli e certificazioni da parte dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli. Questo approccio non solo testimonia l'impegno verso l'integrità del gioco, ma rafforza anche la fiducia dei giocatori nella sicurezza delle loro transazioni e delle loro scommesse. Inoltre, l'approccio di collaborazione con partner di livello internazionale sottolinea il costante impegno di Lottomatica nel fornire non solo contenuti di alta qualità, ma anche un ambiente di gioco affidabile. Questi partner sono selezionati non solo per la qualità dei loro giochi, ma anche per le piattaforme avanzate e i sistemi di sicurezza all'avanguardia che mettono a disposizione. Oltre alle scommesse sportive, l'offerta online del Gruppo spazia su una vasta gamma di prodotti, comprendendo anche giochi virtuali, esperienze da casinò, tavoli da poker e bingo. Questa diversificazione non solo amplia l'attrattiva dell'offerta, ma dimostra anche la capacità di Lottomatica di adattarsi alle mutevoli preferenze dei giocatori, posizionandosi come una destinazione di gioco completa e all'avanguardia.

- **Raccolta**⁶⁵: Nel 2022, la raccolta nel settore Online è stata di 9.199,0 milioni di euro, registrando un notevole aumento del 36% rispetto al 2021 e un notevole incremento del 306% rispetto al 2020. Il settore Online ha contribuito al 40% della raccolta totale del Gruppo nel 2022.
- **Ricavi**: I ricavi nel settore Online nel 2022 sono stati di 328,6 milioni di euro, segnando un aumento dell'18% rispetto al 2021 e un notevole incremento del 187% rispetto al 2020. Il settore Online ha contribuito al 24% dei ricavi complessivi del Gruppo nel 2022.

Sport Franchise

Lottomatica emerge come il pioniere indiscusso anche nell'ambito delle scommesse e dei giochi su rete fisica, presentando una solida presenza attraverso tre brand ampiamente riconosciuti e profondamente radicati in tutto il territorio italiano: Better, GoldBet e Intralot. La forza di Lottomatica è riflessa nella vasta rete di punti vendita, costituita da migliaia di luoghi appositamente dedicati alle scommesse sportive, alle corse dei cavalli e ad altre forme di intrattenimento ludico come i virtual games. Questa rete, abbinata all'abilità e alla competenza di migliaia di operatori specializzati, conferisce a Lottomatica la posizione di

⁶⁵ Fonte dati: Bilancio di sostenibilità Lottomatica Group S.p.A. 2022

leadership assoluta nel settore delle scommesse in Italia. I punti vendita all'interno della rete Lottomatica si articolano in due categorie fondamentali:

Innanzitutto, i "negozi", rappresentano ambienti interamente dedicati al mondo del gioco e delle scommesse. Questi spazi sono caratterizzati da un'atmosfera avvincente, arricchita da attrezzature all'avanguardia e tecnologie innovative. Questi negozi non sono semplici luoghi di scommesse, ma autentici centri di incontro per gli appassionati e gli esperti del settore, unendo in un unico contesto la passione per lo sport e la voglia di sfidare la fortuna.

D'altra parte, i "corner" sono allestiti in spazi più compatti e circoscritti, all'interno di altri tipi di esercizi commerciali come bar, tabaccherie e centri commerciali. Nonostante le dimensioni ridotte, i corner garantiscono la stessa gamma completa di offerte di gioco che caratterizza l'esperienza Lottomatica. Il profilo tecnologico e il livello di servizio offerti restano invariati, assicurando che i giocatori possano godere di un'esperienza di gioco altamente coinvolgente e di alta qualità, ovunque si trovino.

- **Raccolta⁶⁶:** Nel 2022, la raccolta nel settore Sport Franchise è stata di 2.528,3 milioni di euro, registrando un notevole aumento del 119% rispetto al 2021 e un notevole incremento del 106% rispetto al 2020. Il settore Sport Franchise ha contribuito all'11% della raccolta totale del Gruppo nel 2022.
- **Ricavi:** I ricavi nel settore Sport Franchise nel 2022 sono stati di 340,8 milioni di euro, segnando un aumento del 123% rispetto al 2021 e un notevole incremento del 147% rispetto al 2020. Il settore Sport Franchise ha contribuito al 24% dei ricavi complessivi del Gruppo nel 2022.

Gaming Franchise

L'assunzione di tecnologie all'avanguardia e il continuo sviluppo di soluzioni innovative volte a garantire la massima sicurezza e trasparenza verso i giocatori, consolidano ulteriormente la posizione di leadership del Gruppo anche nel contesto operativo in questione.

L'assortimento di apparecchi da intrattenimento sotto la gestione di Lottomatica si suddivide in due categorie chiave:

1. In primo luogo, le AWP (Amusement with Prize), che sono collegate alla rete telematica del concessionario per scopi di supervisione. Queste apparecchiature sono

⁶⁶ Fonte dati: Bilancio di sostenibilità Lottomatica Group S.p.A. 2022

presenti in luoghi pubblici come bar, caffè, sale da gioco e simili. Tale rete telematica permette un controllo dettagliato e in tempo reale, garantendo un'operatività affidabile e l'integrità del gioco. Le AWP sottolineano l'accessibilità del gioco d'azzardo in varie ambientazioni, rispondendo alle preferenze dei giocatori che cercano un intrattenimento più informale.

2. In secondo luogo, le VLT (Video Lottery Terminals), costituiscono apparecchi gestibili completamente a distanza e in tempo reale. Tali terminali possono essere installati esclusivamente in sale da gioco appositamente designati e conformi a rigorosi standard di sicurezza e controllo. In queste sale, l'accesso è strettamente limitato ai maggiorenni al fine di preservare l'integrità del gioco e tutelare i minori. Le VLT rappresentano un'opzione di gioco più strutturata e focalizzata, con un livello maggiore di sicurezza e supervisione.

Un aspetto rilevante è che Lottomatica svolge attivamente la gestione diretta di sale da gioco di proprietà (Retail) e, inoltre, si occupa della diretta gestione di AWP di sua proprietà (Street Operations). Questo approccio diretto consente un controllo più stretto sull'esperienza del giocatore e sull'integrità delle operazioni, mantenendo alti standard di servizio e di qualità. Le sale da gioco di Lottomatica, presenti su tutto il territorio italiano, si contraddistinguono attraverso brand distintivi e facilmente riconoscibili. Questi luoghi rappresentano veri e propri punti di riferimento, non solo per i servizi di alto livello e l'attenzione al cliente, ma anche per l'ampia e sicura gamma di offerte ludiche disponibili. La presenza di queste sale contribuisce a consolidare la presenza di Lottomatica nel panorama italiano del gioco d'azzardo e dell'intrattenimento.

- **Raccolta**⁶⁷: Nel 2022, la raccolta nel settore Gaming Franchise è stata di 11.119,1 milioni di euro, registrando un notevole aumento dell'82% rispetto al 2021 e un notevole incremento del 356% rispetto al 2020. Il settore Gaming Franchise ha rappresentato il 49% della raccolta totale del Gruppo nel 2022.
- **Ricavi**: I ricavi nel settore Gaming Franchise nel 2022 sono stati di 725,5 milioni di euro, segnando un aumento del 93% rispetto al 2021 e un notevole incremento del 467% rispetto al 2020. Il settore Gaming Franchise ha contribuito al 52% dei ricavi complessivi del Gruppo nel 2022.

⁶⁷ Fonte dati: Bilancio di sostenibilità Lottomatica Group S.p.A. 2022

4.7 Analisi di Bilancio

4.7.1 Analisi Redditività

L'analisi di redditività riveste un ruolo fondamentale nell'ambito dell'analisi finanziaria aziendale, poiché offre una profonda comprensione delle performance finanziarie di un'organizzazione. Questa analisi si concentra sull'esame delle diverse misurazioni dei margini di profitto e degli indici di ritorno, che consentono di valutare l'efficacia con cui l'azienda genera guadagni in rapporto ai suoi ricavi, costi e investimenti. Questi indicatori sono cruciali per gli stakeholder finanziari, gli investitori e le parti interessate, in quanto forniscono una prospettiva dettagliata sulla capacità dell'azienda di creare valore e di mantenere una redditività sostenibile nel lungo periodo.

I margini di profitto, tra cui il margine di profitto lordo, EBITDA e operativo, forniscono una panoramica della quantità di guadagno che l'azienda riesce a mantenere rispetto ai ricavi totali, tenendo conto dei costi diretti e operativi. Questi margini consentono di valutare l'efficienza delle operazioni aziendali e la capacità di generare profitti dalla produzione e dalla vendita di beni e servizi. Inoltre, l'analisi dei margini di profitto consente di identificare tendenze di miglioramento o peggioramento nelle performance operative nel corso del tempo. Gli indici di ritorno, quali il rendimento del patrimonio netto, il rendimento sugli asset e il rendimento del capitale investito, offrono una prospettiva sulla redditività degli investimenti aziendali. Questi indicatori valutano quanto guadagno l'azienda riesce a generare rispetto ai propri investimenti e attivi. Ad esempio, il rendimento del patrimonio netto misura la capacità di generare profitti per gli azionisti rispetto all'equity investito. L'analisi dei rendimenti fornisce un'idea dell'efficacia delle decisioni di investimento e della gestione delle risorse finanziarie dell'azienda.

Redditività	31-12-2022	31-12-2021	31-12-2020
Gross Profit Margin - %	26.1%	14.2%	7.1%
EBITDA Margin - %	33.1%	23.6%	29.1%
Operating Margin - %	22.1%	9.3%	2.3%
Income before Tax Margin - %	9.6%	-5.0%	-13.3%
Income Tax Rate - %	41.0%		
Net Margin - %	5.7%	-5.8%	-13.4%

Tabella 6: Indicatori Redditività Lottomatica (Fonte dati: Elaborazione dati Refinitiv)

Nell'ambito dell'analisi di redditività, emerge che i margini di profitto hanno sperimentato un notevole miglioramento nel periodo preso in esame. Il margine di profitto lordo è aumentato costantemente, raggiungendo il 26.1% nel 2022, rispetto al 14.2% del 2021 e al 7.1% del 2020. Questo aumento riflette la crescita dei ricavi per linee interne ed esterne, nonché un controllo dei costi operativi. Il margine EBITDA è altresì in crescita, raggiungendo il 33.1% nel 2022, il che denota un miglioramento significativo nella gestione operativa. Inoltre, l'indicatore di margine operativo è cresciuto dal 9.3% nel 2021 al 22.1% nel 2022, evidenziando una maggiore redditività delle operazioni core dell'azienda. La presenza di margini di profitto negativi nel 2021 e nel 2020 evidenzia come in quegli anni la società non avesse ancora raggiunto un equilibrio economico, anche se con un trend in miglioramento che ha portato ad un valore positivo nel 2022.

4.7.2 Analisi della Liquidità

Nel contesto dell'analisi finanziaria aziendale, l'analisi della liquidità assume un ruolo essenziale poiché fornisce una prospettiva dettagliata sulla capacità dell'azienda di gestire le sue obbligazioni finanziarie a breve termine e di mantenere un equilibrio finanziario sostenibile. Questa sezione si concentra sull'esame dei principali indicatori di liquidità, che consentono di valutare la prontezza dell'azienda nel far fronte ai suoi impegni finanziari immediati.

- **Current Ratio⁶⁸**: Il Current Ratio, che rappresenta il rapporto tra gli attivi correnti e le passività correnti, fornisce una misura della capacità dell'azienda di coprire i suoi debiti a breve termine utilizzando gli attivi correnti. Nel periodo in esame, si osserva una riduzione da 1,25 nel 2020 a 0.95 nel 2022. Il valore del 2022 evidenzia un sostanziale equilibrio tra attivo e passivo corrente.
- **Quick Ratio⁶⁹**: Il Quick Ratio, noto anche come Acid-Test Ratio, valuta la liquidità dell'azienda considerando solo gli attivi correnti più liquidi (cassa e crediti). Questo indicatore fornisce un'immagine più restrittiva della liquidità aziendale, poiché esclude elementi meno liquidi come il magazzino. Nel periodo preso in esame, il Quick Ratio

⁶⁸ Investopedia, Current Ratio Formula. Marzo 2023

⁶⁹ Agicap, Quick Ratio, cos'è e come calcolarlo, Gennaio 2023.

presenta una variazione simile al Current Ratio a causa dell'assenza di magazzino, evidenziando una tendenza al calo nel 2021 e al successivo aumento nel 2022..

- **Working Capital to Total Assets⁷⁰:** Questo indicatore esprime il rapporto tra il capitale circolante netto (differenza tra attivi correnti e passività correnti) e gli asset totali. La variazione da valori positivi nel 2020 a valori negativi nel 2021 e nel 2022 evidenzia, così come gli indicatori precedenti, come le passività correnti siano superiori ai crediti commerciali e rappresentino una fonte di finanziamento fisiologica in relazione ai tempi di incasso e pagamento della società.

Liquidità	31-12-2022	31-12-2021	31-12-2020
Current Ratio	0.95	0.75	1.25
Quick Ratio	0.94	0.75	1.25
Working Capital to Total Assets	-0.01	-0.05	0.04

Tabella 7: Indicatori di Liquidità Lottomatica (Fonte dati: Elaborazione dati Refinitiv)

4.7.3 Analisi della Solidità Finanziaria

L'ultimo aspetto dell'analisi finanziaria condotta riguarda l'analisi della solidità finanziaria. Essa è di cruciale importanza poiché fornisce una valutazione dettagliata della capacità dell'azienda di far fronte ai suoi obblighi finanziari a lungo termine e di sostenere la sua struttura finanziaria complessiva. In questa sezione, ci concentreremo sull'esame dei principali indicatori di solidità finanziaria, che offrono una prospettiva sulla posizione finanziaria a lungo termine dell'azienda.

Analisi della solidità finanziaria dell'azienda:

- **Total Debt Percentage of Total Assets:** Questo indicatore esprime il peso del debito finanziario totale rispetto agli asset totali dell'azienda. Si osserva un aumento progressivo di questo indicatore nel corso degli anni, suggerendo un aumento progressivo dell'indebitamento rispetto alla dimensione degli asset aziendali. Questo può rappresentare un segnale di rischio per la solidità finanziaria, poiché un elevato peso del debito rispetto agli asset potrebbe influenzare la capacità dell'azienda di far fronte agli obblighi a lungo termine; anche per tale motivo la società ha deciso di effettuare la quotazione in borsa per raccogliere capitale che è stato utilizzato prevalentemente per ridurre il debito finanziario del gruppo.

⁷⁰ Investopedia, Working Capital: Formula, Components, and Limitations, Maggio 2023.

- **Total Debt Percentage of Total Equity:** Questo indicatore rappresenta la percentuale di debito rispetto al patrimonio netto dell'azienda. Si evidenzia una significativa variazione nel corso degli anni, con un aumento notevole nel 2022 rispetto agli anni precedenti in relazione all'incremento dell'indebitamento finanziario.
- **Interest Coverage Ratio:** L'Interest Coverage Ratio valuta la capacità dell'azienda di coprire gli interessi sui suoi debiti. Un valore superiore a 1 indica che l'azienda è in grado di coprire gli interessi con il suo reddito operativo. Valori inferiori a 1 possono suggerire una sfida nel far fronte agli interessi del debito.
- **NET DEBT /EBITDA:** Questo rapporto fornisce una misura della capacità di un'azienda di coprire il proprio debito finanziario netto utilizzando il suo EBITDA e quindi riflette il livello di rischio finanziario dell'azienda.

Solidità	31-12-2022	31-12-2021	31-12-2020
Total Debt Percentage of Total Assets	72.1%	67.0%	64.8%
Total Debt Percentage of Total Capital	94.8%	84.6%	83.9%
Total Debt Percentage of Total Equity	1,820.6%	548.6%	521.8%
Interest Coverage Ratio	2.89	1.28	0.23
Net Debt / EBITDA	4,97	6,75	3,68

Tabella 8: Indicatori di Solidità Finanziaria Lottomatica (Fonte dati: Elaborazione dati Refinitiv)

L'analisi finanziaria dell'azienda Lottomatica attraverso il prisma della redditività, liquidità e solidità finanziaria rivela una panoramica articolata e dettagliata delle sue performance finanziarie e della sua capacità di affrontare le sfide del mercato e le obbligazioni finanziarie a lungo e breve termine.

4.8 Analisi delle forze competitive di Porter⁷¹

L'analisi delle forze competitive di Porter, formulata da Michael E. Porter, costituisce un quadro metodologico fondamentale per comprendere la posizione competitiva di un'azienda all'interno del proprio contesto settoriale. Nell'ambito del caso di studio di Lottomatica Group, l'applicazione di tale framework si traduce in un'indagine articolata delle dinamiche

⁷¹ Porter M., (1980) "Competitive strategy for analysing industries and competitors" Free Pass, New York, pag. 15-33

competitive che influenzano la sua sostenibilità e redditività a lungo termine. Applicazione del modello di Porter:

- **Minaccia di nuovi entranti:** L'industria del gioco e dell'intrattenimento è caratterizzata da barriere all'ingresso significative, tra cui normative rigorose e requisiti di licenza. Nonostante ciò, è necessario considerare l'attrattiva del settore che potrebbe catalizzare l'interesse di nuovi concorrenti. Nel caso di Lottomatica Group, la sua solida posizione di mercato e la capacità di affrontare gli oneri delle licenze rappresentano un fattore deterrente per potenziali entranti. La disponibilità di risorse finanziarie e tecnologiche, insieme all'esperienza accumulata nel settore, costituiscono un vantaggio competitivo che mitiga le minacce esterne.
- **Minaccia di prodotti o servizi sostitutivi:** L'evoluzione tecnologica potrebbe innescare l'emergere di alternative al gioco tradizionale, come le piattaforme di gioco online o altre forme di intrattenimento digitale. L'esperienza unica offerta dai casinò fisici e l'atmosfera di divertimento associata risultano difficilmente replicabili. Lottomatica Group, attraverso l'offerta di esperienze di gioco coinvolgenti e innovative, può mitigare la minaccia dei sostituti. L'integrazione di soluzioni di gioco online potrebbe essere implementata in modo sinergico, completando anziché sostituire le esperienze di gioco tradizionali.
- **Potere contrattuale dei fornitori:** L'approvvigionamento di tecnologie, attrezzature e servizi di supporto è cruciale per il funzionamento di Lottomatica Group. La sua posizione di leadership nel settore conferisce un potere contrattuale più solido rispetto ai fornitori. Attraverso la stipula di partenariati strategici con fornitori chiave, Lottomatica può negoziare condizioni contrattuali più vantaggiose, riducendo l'impatto di fluttuazioni dei prezzi o interruzioni delle forniture.
- **Potere contrattuale dei clienti:** I giocatori possono variare nelle loro preferenze e richieste, ma la presenza di un numero limitato di attori consolidati nell'industria limita le alternative disponibili. Lottomatica Group, grazie alla sua vasta gamma di offerte di gioco e intrattenimento, può influenzare le preferenze dei giocatori e stabilire rapporti di fidelizzazione. Attraverso programmi di fedeltà personalizzati e offerte su misura, l'azienda può consolidare il proprio potere contrattuale nei confronti dei clienti.
- **Rivalità tra i concorrenti esistenti:** L'industria del gioco e dell'intrattenimento è caratterizzata da una competizione intensa, ma la diversificazione dell'offerta e l'innovazione possono creare differenziazioni competitive. Lottomatica Group, con la sua vasta gamma di giochi, scommesse e attività di intrattenimento, ha la capacità di attrarre

una base diversificata di clientela. L'introduzione di nuovi giochi esclusivi o l'adozione di tecnologie avanzate per migliorare l'esperienza del cliente possono contribuire a ridurre la rivalità tra i concorrenti.

L'applicazione del modello di Porter rivela che Lottomatica Group gode di una posizione competitiva favorevole nel settore dell'industria del gioco e dell'intrattenimento. La sua capacità di fronteggiare le minacce rappresentate da nuovi entranti e sostituti, insieme al potere contrattuale nei confronti di fornitori e clienti, conferisce un vantaggio competitivo distintivo⁷². Lottomatica Group può ulteriormente rafforzare la sua posizione attraverso l'innovazione costante, l'ampliamento dell'offerta e l'adattamento alle preferenze dei clienti, garantendo una sostenibilità economica e operativa nel contesto competitivo del settore.

⁷² Porter M., (1980) "Competitive strategy for analysing industries and competitors" Free Press, New York, pag. 15-33

Capitolo 5: Operazione di quotazione e Valutazione aziendale di Lottomatica S.p.A.

5.1 L'operazione di quotazione

Lottomatica Group S.p.A. ha ufficialmente debuttato sulla Borsa Italiana il 3 maggio 2023, quotando le sue azioni ordinarie su Euronext Milan, un mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana S.p.A.

Il processo di quotazione, come precedentemente illustrato, si compone di diverse fasi e può richiedere molto tempo. Nel caso di Lottomatica, come riportato da Laurence Van Lancker, il processo ha avuto una durata di circa 6 mesi, essendo iniziato di fatto nell'ultimo trimestre 2022 con una fase di pre-marketing informale durante la quale, grazie all'organizzazione di incontri con i potenziali investitori, si è potuto verificare l'interesse del mercato per l'operazione. Successivamente è partito il processo formale che ha portato alla redazione del prospetto informativo, approvato dalla CONSOB in data 20 aprile, contestualmente all'approvazione da parte di Borsa Italiana dell'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie della società su Euronext Milan. Nella stessa data è stato anche definito l'intervallo di valorizzazione indicativa delle azioni ordinarie di Lottomatica pari a un minimo di € 9,00 e un massimo di € 11,00, corrispondente ad una capitalizzazione di mercato rispettivamente di €2.265 milioni e €2.670 milioni. Tale valorizzazione è stata effettuata sulla base di diverse metodologie e, in particolare utilizzando il metodo del discounted cash flow e il metodo dei multipli di mercato, come anche confermato in sede di colloquio dal CFO del gruppo, Laurence Van Lancker.

L'offerta si è quindi chiusa al valore di €9,00 per azione, equivalente ad una capitalizzazione di mercato di Lottomatica Group S.p.A. al momento dell'inizio delle negoziazioni delle azioni su Euronext Milan pari a circa a €2.265 milioni. L'operazione ha complessivamente raccolto un capitale di circa €600 milioni, di cui circa €425 milioni sono confluiti nelle casse di Lottomatica Group S.p.A., che ha emesso nuove azioni nell'ambito dell'offerta, mentre i rimanenti €175 milioni sono stati versati al venditore delle azioni esistenti, Gamma Topco S.à r.l. L'offerta ha coinvolto complessivamente 66.666.666 azioni, corrispondenti al 26,5% del capitale, di cui 47.222.222 nuove azioni emesse dalla società e 19.444.444 azioni esistenti offerte da Gamma Topco S.à r.l..

Inoltre, il venditore delle azioni esistenti ha concesso a Goldman Sachs Bank Europe SE, soggetto incaricato dell'attività di stabilizzazione, la cosiddetta opzione greenshoe per permettere l'acquisto di un massimo di 10.000.000 di azioni supplementari, pari al 15% del totale delle azioni offerte. L'opzione era esercitabile nella sua totalità o in parte entro un periodo di 30 giorni dalla data di inizio delle negoziazioni su Euronext Milan. Tuttavia, il 25 maggio 2023, Lottomatica Group S.p.A. ha comunicato il mancato esercizio dell'opzione contestualmente alla chiusura del periodo di stabilizzazione dell'IPO, gestito da Goldman Sachs Bank Europe SE, svolto dal 3 maggio 2023 al 18 maggio 2023.

Il mancato esercizio dell'opzione è conseguenza di una performance del titolo Lottomatica inferiore alle aspettative: nel primo giorno di quotazione il valore delle azioni della società ha registrato infatti una diminuzione dell'8,8% rispetto al prezzo di chiusura, chiudendo a €8,24 per azione e anche nei giorni successivi il titolo è rimasto al di sotto del valore dell'IPO (€9,00 per azioni).

Ad oggi il numero complessivo di azioni detenute dal mercato e costituenti il flottante è pari al 28,25% del capitale sociale della società. Oltre alla quota del 26,5% relativa alle azioni oggetto dell'IPO, si deve infatti aggiungere una quota dell'1,75%, corrispondenti a 4.408.190 nuove azioni emesse dalla società in data 3 maggio 2023 in cambio del conferimento in natura di azioni di GGM S.p.A detenute precedentemente da Faro Games S.r.l..

5.2 Motivazioni Strategiche e Lancio dell'IPO

Lottomatica ha intrapreso il processo di quotazione in borsa per diverse ragioni, che riflettono la strategia e gli obiettivi della società nel contesto del suo ambiente di business e finanziario. Nel secondo capitolo di questa trattazione, sono state esaminate dettagliatamente le motivazioni che spingono un'azienda ad intraprendere il processo di quotazione in borsa. Una delle principali ragioni è la possibilità di reperire nuovi capitali attraverso l'emissione di azioni sul mercato finanziario. Questo è il caso anche per Lottomatica quando il management ha scelto di intraprendere il processo di quotazione sul mercato Euronext Milan. Le ragioni alla base di questa scelta sono più ampie e includono i seguenti punti:

- Aumento della visibilità e della credibilità: l'operazione di IPO ha fornito a Lottomatica l'opportunità di espandere la sua presenza sui mercati finanziari. La quotazione in borsa ha dato all'azienda un'ampia esposizione agli investitori e agli attori del mercato. Inoltre,

l'adesione volontaria alle rigide e complesse regolamentazioni che disciplinano l'operato di società quotate crea un senso di fiducia e sicurezza tra gli investitori, migliorando la reputazione e la credibilità di Lottomatica stessa.

- Aumento della liquidità delle azioni: l'ammissione alla quotazione su Euronext Milan permette ai suoi investitori di comprare e vendere le azioni di Lottomatica in un mercato pubblico. Ciò ha aumentato la liquidità delle azioni, consentendo anche agli investitori di adattare le proprie posizioni in modo più flessibile, aspetto rilevante anche per il fondo Apollo, socio di maggioranza della società che con l'operazione ha anche venduto parte delle azioni detenute.
- Rafforzamento della struttura patrimoniale: l'emissione di nuove azioni nell'ambito dell'IPO ha consentito a Lottomatica di aumentare il proprio patrimonio, apportando nuove risorse finanziarie all'azienda, e contribuendo a ottimizzare la struttura del capitale di Lottomatica attraverso una riduzione dell'indebitamento.
- Finanziamento di iniziative di crescita non organica: la quotazione in borsa ha creato una possibilità aggiuntiva per Lottomatica di utilizzare i proventi dell'IPO per il pagamento di potenziali operazioni di acquisizione. Questa strategia consente all'azienda di espandere il proprio portafoglio attraverso fusioni e acquisizioni, utilizzando oltre ai proventi anche le proprie azioni come moneta di scambio.
- Implementazione della strategia aziendale e riduzione del leverage: i proventi dell'IPO sono infatti stati utilizzati da Lottomatica prevalentemente per ridurre il leverage.

5.2.1 Uso dei Proventi

Lottomatica ha avviato il processo di IPO per realizzare diversi obiettivi finanziari. In particolare, l'azienda ha impiegato i proventi dell'aumento di capitale pari a €425 milioni nel seguente modo:

- Rimborso di €250 milioni del finanziamento da Gamma Bondco S.à.r.l.⁷³, società controllata da Gamma Topco S.à.r.l. per ridurre il livello di indebitamento dell'azienda. Tale rimborso ha anche comportato ulteriori uscite di cassa di €30,3 milioni, per interessi maturati e non pagati, e €16,5 milioni per penali dovute al prepagamento anticipato rispetto la scadenza originale (prepayment penalty).

⁷³ Questa componente rappresenta il rimborso di un prestito ottenuto precedentemente dalla società, noto come "BondCo Loan" con un valore di 250 milioni di euro.

- Rimborso anticipato di un terzo dell'ammontare complessivo del prestito obbligazionario senior garantito a tasso variabile da Euro 300 milioni con scadenza 2025, sempre per razionalizzare la struttura finanziaria dell'azienda.
- Pagamento di oneri relativi all'aumento di capitale, comprensivi di commissioni di sottoscrizione, per Euro 10,9 milioni.
- Pagamento di costi di consulenza per €16,1 milioni.
- Pagamento delle commitment fees⁷⁴ relative alla linea di prestito ponte sottoscritta in data 12 aprile 2023 per Euro 13,8 milioni e ad una nuova linea di credito revolving⁷⁵ per Euro 4,0 milioni.
- Pagamento del corrispettivo di Euro 4,3 milioni relativo all'operazione con Faro Games S.r.l. in relazione all'acquisto di 142.339 azioni di GGM S.p.A.

5.2.2 Azionariato

Alla data del prospetto informativo, il 20 Aprile 2023, il capitale sociale dell'azienda era di €50.000, rappresentato da 200.000.000 azioni senza valore nominale⁷⁶. Tutte le azioni emesse e in circolazione sono state emesse validamente e sono state completamente pagate. Al 31 dicembre 2022, il patrimonio netto totale ammonta a €107.476.000, e il capitale sociale è composto da 50.000 azioni.

Dopo il lancio dell'IPO, ai sensi degli statuti post-IPO, il capitale sociale autorizzato dell'azienda è pari a €10.000.000, suddiviso in 251.630.412 azioni senza valore nominale.

Prima dell'IPO il 95% delle azioni di Lottomatica erano detenute dal fondo di private equity Apollo Global Management con una quota del 95%; il restante 5% era invece detenuto dal management della società.

⁷⁴ Le commitment fees sono un addebito fatto da una banca, oltre agli interessi, per rendere un prestito disponibile a un potenziale mutuatario.

⁷⁵ Il credito revolving è una linea di credito che offre la disponibilità di una somma di denaro continuativa dietro pagamento di una rata mensile.

⁷⁶ Le "azioni senza valore nominale" sono azioni emesse da una società che non hanno un valore nominale prefissato. In altre parole, non viene assegnato loro un valore contabile specifico per azione. Questo è diverso dalle azioni "con valore nominale", dove ciascuna azione ha un valore nominale specifico che rappresenta la quota di capitale che l'azionista ha sottoscritto.

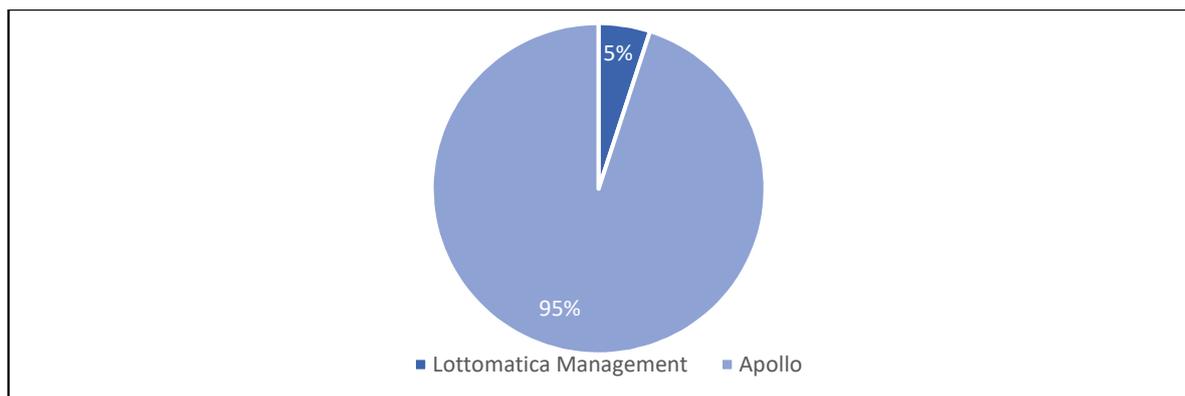


Figura 5: Struttura degli azionisti di Gamma Topco S.a.r.l., azionista di controllo di Lottomatica (Fonte: Lottomatica Kepler Cheuvreux)

Al completamento della fase di offerta, il fondo Apollo deteneva una quota del 73,5% dell'azionariato complessivo, successivamente ridotta al 71,75% nell'ambito della citata operazione con Faro Games S.r.l. tra gli investitori istituzionali alla data dell'IPO, Capital Research Global Investors è il secondo azionista più grande con il 3,97% delle azioni, seguito da Norges Bank Investment Management (NBIM) con il 3,35%. La maggior parte degli investitori istituzionali sono fondi d'investimento, con una varietà di strategia di investimento, tra cui crescita, valore, hedge fund e altro. Questi investitori contribuiscono a creare una diversificata base azionaria per Lottomatica Group.

Investor Rank	Investor Name	% O/S
1	Benjamin (Sambur David)	71.75%
2	Capital Research Global Investors	3.97%
3	Norges Bank Investment Management (NBIM)	3.35%
4	Odey Asset Management LLP [Activist]	0.92%
5	Fideuram - Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A.	0.50%
6	Eurizon Capital SGR S.p.A.	0.36%
7	Amber Capital UK LLP [Activist]	0.32%
8	ARCA Fondi SGR S.p.A	0.24%
9	Algebris (UK) Limited [Activist]	0.12%
10	Mediobanca SGR S.p.A.	0.11%
11	BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	0.10%
12	Alkimos SGR SpA	0.08%
13	First Trust Advisors L.P.	0.07%
14	Allianz Global Investors GmbH	0.07%
15	ZEST SA	0.06%
16	Petrus Advisers Ltd.	0.06%
17	Kairos Partners SGR S.p.A.	0.05%
18	DNCA Investments	0.05%
19	Federated Hermes Equity Management Company of Pennsylvania	0.04%
20	Lemanik Invest SA	0.04%

Figura 6 - Shareholder structure Lottomatica post-Ipo, Elaborazione dati Refinitiv

5.2.3 Valutazione di Lottomatica: un confronto tra il metodo del Discounted Cash Flow ed il Metodo dei Multipli di Mercato

Nel contesto di un'offerta pubblica iniziale (IPO), per determinare il prezzo delle azioni è necessario effettuare una valutazione accurata del valore intrinseco della società. Come precedentemente analizzato due dei metodi di valutazione più comunemente impiegati in questo contesto sono il metodo del Discounted Cash Flow (DCF) ed il metodo dei Multipli di mercato.

Il metodo del DCF si basa sui flussi di cassa futuri, stimando il valore della società considerando i flussi di cassa attesi che essa genererà nel corso del tempo. Questo modello richiede una serie di previsioni finanziarie, in relazione ai ricavi, ai costi operativi, agli investimenti e altri fattori rilevanti sulla generazione di cassa. Viene quindi applicato un tasso di sconto per attualizzare i flussi di cassa futuri, tenendo conto del tempo e del rischio associato all'investimento. Il risultato è il valore intrinseco della società. D'altra parte, il metodo dei multipli utilizza comparazioni con altre società simili che sono già quotate in borsa; gli analisti calcolano rapporti finanziari chiave, come il multiplo EV/EBITDA, per società comparabili e quindi applicano quegli stessi multipli alla società in fase di IPO. In questo modo, si stima il valore della società in base alle valutazioni relative del settore.

Entrambi questi approcci servono a fornire una valutazione oggettiva della società. Il DCF si basa su previsioni dettagliate e considera il valore temporale del denaro e il rischio, fornendo una stima approfondita e specifica del valore intrinseco. D'altra parte, il metodo dei multipli offre una valutazione relativa, basata su comparazioni con società simili già quotate. Entrambi i metodi offrono una prospettiva complementare sulla valutazione della società, consentendo agli investitori di prendere decisioni sull'opportunità di partecipare all'IPO. Nel caso di Lottomatica, tali metodologie saranno ora applicate per analizzare il prezzo di emissione delle sue azioni.

Il metodo del Discounted Cash flow

Passaggio 1: Il calcolo del WACC

Prezzo azioni alla data ipo	N. Shares
9	252,000,000.00

Market Cap (E)	2,268,000,000.00
PFN @ 31/12/2022	1,695,000,000.00
Proventi IPO (IPO net proceeds)	334,000,000.00
PFN al netto dei proventi ipo	1,361,000,000.00
a) weight of equity = E / (E + D)	57.23%
b) weight of debt = D / (E + D)	42.77%
	100.00%

WACC	8.36%
-------------	--------------

Figura 7 - Calcolo del Wacc - Elaborazione dell'autore

Nel primo passaggio, è stata valutata la struttura del capitale di Lottomatica utilizzando i seguenti dati:

- Prezzo delle azioni alla data dell'IPO: questo valore rappresenta il prezzo al quale sono state vendute le azioni quando la società ha effettuato l'IPO (Initial Public Offering). Nel caso di Lottomatica, il prezzo era di 9 euro per azione.
- Il numero di azioni in circolazione alla data dell'IPO: 251.630.412.
- Capitalizzazione di mercato (market cap): questo valore rappresenta il valore del capitale proprio (equity) della società alla data dell'IPO ed è calcolato moltiplicando il prezzo delle azioni per il numero di azioni in circolazione. La capitalizzazione di mercato era di 2.265 milioni di euro.
- La posizione finanziaria netta (PFN) al 31/12/2022: Lottomatica al 31/12/2022 aveva una posizione finanziaria netta di 1,695 milioni di euro.
- Proventi IPO (IPO Net Proceeds): essi rappresentano l'ammontare totale dei proventi netti ottenuti dalla società a seguito della conclusione del processo di offerta, pari a 334 milioni di euro. Tale valore è stato determinato sottraendo al valore dei proventi lordi dell'IPO, pari a 425 milioni di euro le seguenti spese:
 - oneri sostenuti dalla società in relazione al rimborso anticipato del finanziamento da BondCo: 46 milioni di euro;

- costi di transazione relativi all'aumento di capitale: 11 milioni di euro
 - costi di consulenza: 16 milioni di euro;
 - commissioni relative alla linea di prestito ponte sottoscritta il 12 aprile 2023: 14 milioni di euro;
 - pagamento del corrispettivo per cassa relativo all'operazione con Faro Games: 4 milioni di euro.
- PFN al Netto dei Proventi IPO, valore determinato sottraendo al valore della PFN di bilancio i proventi dell'IPO: 1.361.000.000 euro.

Sono stati quindi calcolati i pesi relativi al capitale proprio (equity) e al debito come percentuale del valore complessivo della società (E + D):

- **Weight of Equity (Peso del Capitale Proprio):** Questo valore rappresenta la percentuale del finanziamento fornito dagli azionisti rispetto al capitale totale. Per calcolare questo rapporto è stato diviso il valore del capitale di mercato (E) per la somma del capitale di mercato e della PFN rettificata dei proventi netti dell'IPO (E + D), ottenendo il 57.23%. Ciò indica che il 57.23% del capitale totale è rappresentato dalle azioni degli azionisti.
- **Weight of Debt (Peso del Debito):** Questo valore rappresenta la percentuale del finanziamento fornito dai creditori attraverso il debito rispetto al capitale totale. Per calcolarlo è stata divisa la PFN rettificata dei proventi netti dell'IPO (D) per la somma del capitale di mercato e della PFN stessa come sopra determinata, ottenendo il 42.77%. Ciò indica che il 42.77% del capitale totale è rappresentato dal debito.

Una volta calcolati i pesi del capitale proprio e del debito, tali valori sono stati utilizzati insieme ai costi del capitale proprio e del debito per calcolare il WACC, che rappresenta il costo medio ponderato del capitale. Nel caso in analisi, il WACC è stato calcolato al 8.36%. Questo valore rappresenta il tasso di sconto utilizzato per valutare i flussi di cassa futuri nell'analisi DCF.

Passaggio 2: Calcolo del Cost of Debt

Interest expenses	124,251,000.00
Total Book Value of Debt	1,752,000,000.00
Cost of Debt	7.09%
Tax rate for italian companies	24.00%

Figura 8 - Calcolo del Cost of Debt - Elaborazione dell'autore

Di seguito si riportano le principali informazioni circa il calcolo del costo del debito. Il costo del debito rappresenta l'importo percentuale che una società deve pagare annualmente sotto forma di interessi sugli importi che ha preso in prestito attraverso obbligazioni o prestiti. I valori utilizzati per il calcolo sono:

- Interest Expenses: gli interessi passivi rappresentano l'ammontare totale che la società paga sotto forma di interessi sui suoi debiti finanziari; nel caso specifico, essi ammontano a 124,251,000 euro nell'esercizio 2022.
- Valore nominale del debito finanziario: il valore contabile totale del debito rappresenta l'ammontare totale del debito della società in base ai suoi documenti contabili. Nel calcolo fornito, il valore contabile totale del debito è stato stimato in 1,752,000,000 euro. Questo valore rappresenta il totale delle obbligazioni e dei prestiti che la società deve ripagare.

Per calcolare il costo del debito, è stato diviso il valore degli interessi passivi di competenza dell'esercizio 2022 per il valore nominale del debito. Il risultato è il costo medio annuale che la società deve pagare sugli interessi del suo debito: 7.09%. Questo rappresenta il rendimento richiesto da banche e investitori che hanno acquistato titoli di debito della società ed è l'importo che la società deve pagare sotto forma di interessi ogni anno.

Il tax rate rappresenta la percentuale degli interessi passivi che sono fiscalmente deducibili; a tal fine si prende come riferimento l'aliquota d'imposta sui redditi delle società (IRES) pari al 24%.

Passaggio 3: Calcolo del Cost of Equity

	10Y (31/12/2022)	
Risk free rate BOND TEDESCO	2.536%	
	Beta Levered	Tax Rate
Entain PLC	1.26	20%
Flutter Entertainment PLC	1.28	20%
OPAP	0.94	22%
Groupe FDJ	1.19	25%
	Debt	Equity
	2,736.00	7,684.00
	5,046.70	27,434.00
	107.40	5,813.00
	216.70	6,929.00
	D/E	Unlevered Beta
	0.356065	0.980657969
	0.183958	1.115792899
	0.018476	0.926645968
	-0.03127	1.218582792
	Bloomberg	
Average Beta - consensus	1.1675000	0.131806
		1.060419907
Lottomatica Beta	1.1675000	24%
	1,361,000,000.00	2,268,000,000.00
	0.600088	0.801817488
Equity risk premium	9.73%	File ERP
Cost of equity	13.90%	

Figura 9 - Calcolo del Cost of Equity - Elaborazione dati dell'autore

Il costo del capitale proprio (cost of equity) è una misura finanziaria fondamentale che rappresenta il rendimento richiesto dagli investitori che hanno acquistato azioni di un'azienda. I dati utilizzati per calcolare il costo del capitale proprio (cost of equity) di Lottomatica sono:

- Risk-Free Rate (Tasso di Rendimento Privo di Rischio): il tasso di rendimento privo di rischio rappresenta il rendimento di un investimento teoricamente privo di rischio, tipicamente misurato utilizzando il rendimento dei titoli di stato a lungo termine. Nel caso in analisi, come nella prassi, è stato utilizzato il rendimento del "Bund Tedesco" decennale al 31/12/2022, pari a 2.536%.
- Beta Levered: il beta rappresenta la sensibilità di un'azione rispetto alle fluttuazioni del mercato. Un beta superiore a 1 indica una maggiore volatilità rispetto al mercato, mentre un beta inferiore a 1 indica una minore volatilità. Per le società elencate, il Beta levered tiene conto della struttura finanziaria di ciascuna impresa e rappresenta la rischiosità specifica della società.
- Tax Rate: questo valore rappresenta la percentuale delle entrate della società che deve essere pagata come imposta sul reddito. Sono stati presi in considerazione i valori di riferimento dei paesi dove le società hanno localizzate le proprie sedi legali: un'aliquota del 20% per Entain PLC, del 22% per OPAP e del 25% per Groupe FDJ.
- Debt ed Equity: questi valori rappresentano l'ammontare del debito finanziario e del capitale proprio delle società quotate. Sono utilizzati per calcolare il rapporto Debito/Equity (D/E), che indica la proporzione tra il debito e il capitale proprio di ciascuna società.
- Unlevered Beta: questo è il beta di una società depurato del rischio relativo alla struttura finanziaria della società. Viene utilizzato per calcolare il beta unlevered di Lottomatica, prendendo come riferimento il valore medio delle società comparabili.
- Lottomatica Beta Levered: questo è il beta specifico di Lottomatica, calcolato considerando il debito e il capitale proprio della società. Il beta levered di Lottomatica è 1,1675.
- Equity Risk Premium (Premio di Rischio sul Capitale Proprio): questo valore rappresenta il premio aggiuntivo che gli investitori richiedono per investire in azioni rispetto a un investimento privo di rischio. Nel caso di Lottomatica, utilizzando come riferimento il modello di Damodaran, è stato utilizzato un ERP del 9.73%.
- Cost of Equity: Il costo del capitale proprio è calcolato utilizzando il modello di valutazione CAPM (Capital Asset Pricing Model) e tiene conto del tasso di rendimento di

un titolo privo rischio, del beta levered di Lottomatica e del premio per il rischio sul capitale proprio. Il costo del capitale proprio di Lottomatica è stimato al 13.90%.

Passaggio 4: Free Cash Flow Forecast

Revenue	2022 (given)	2023	2024	2025	Avg CAGR
Barclays	1395	1621	1750	1852	7.34%
JP Morgan	1395	1609	1714	1821	6.89%
Unicredit	1395	1660.1	1786.1	1895.1	7.96%
Deutsche	1395	1658.3	1761.3	1882.6	7.78%
SUM Assumption	1394.90	1523.77	1676.48	1801.91	6.61%
Assumption Online	328.60	381.18	468.85	543.86	13%
Assumption Sport	340.80	395.33	423.00	442.04	7%
Assumption Gaming	725.50	747.27	784.63	816.01	3%
Avg	1394.95	1580.43	1714.66	1832.29	7.32%

Figura 10 – Revenue Forecast – Elaborazione dell'autore

EBITDA Adj	2022 (given)	2023	2024	2025	Avg CAGR
Barclays	460.3	560	618	668	9.76%
JP Morgan	460.3	555	603	656	9.26%
Unicredit	460.3	569.2	622.3	665.5	9.65%
Deutsche	460.3	582.8	629.6	688.8	10.60%
SUM Assumption	460.30	512.07	580.36	637.32	8.47%
Assumption Online	193.50	224.46	276.09	320.26	13%
Assumption Sport	98.50	114.26	122.26	127.76	7%
Assumption Gaming	168.30	173.35	182.02	189.30	3%
Avg	460.30	539.41	599.29	653.45	9.55%

Figura 11 – EBITDA Adj Forecast – Elaborazione dell'autore

online cagr 22-23	16%	cagr 23-27	13%
sports cagr 22-23	16%	cagr 23-27	3%
gaming cagr 22-23	3%	cagr 23-27	3%

Figura 10 – CAGR from Prospectus – Fonte: Lottomatica

	FY '23	FY '24	FY '25	FY '26	FY '27		
online	16%	23%	16%	9%	6%	22 al 27	
sports	16%	7%	5%	2%	1%		
gaming	3%	5%	4%	3%	2%		
	FY '22	FY '23	FY '24	FY '25	FY '26	FY '27	CAGR - Verifica
Assumption Online	193.50	224.5	276.1	320.3	349.1	370.0	13%
Assumption Sport	98.50	114.3	122.3	127.8	129.7	131.0	3%
Assumption Gaming	168.30	173.3	182.0	189.3	194.0	196.9	3%

Figura 11 – CAGR Assumption – Elaborazione dell'autore

Proiezione dei ricavi (Figura 10)

Per effettuare le proiezioni dei ricavi di Lottomatica Group, inizialmente, è stato definito un range temporale di 5 anni, dal 2022 al 2027, per valutare l'andamento delle entrate di Lottomatica Group nel futuro prossimo, è stata quindi effettuata una elaborazione sulla base delle previsioni riportate da Lottomatica Group nel prospetto informativo. Per riflettere le

specifiche dinamiche di crescita di ciascuna delle tre principali attività di business di Lottomatica Group (online, sport e gaming), sono state definite ipotesi di crescita separate. Queste assunzioni sono state poi armonizzate negli anni a un tasso annuo di crescita variabile. Questo approccio consente di tener conto delle previsioni di crescita specifiche per ciascun mercato e di riflettere meglio l'andamento atteso delle entrate in un contesto dinamico.

Sono state successivamente raccolte le previsioni degli analisti di Deutsche, Barclays, JP Morgan e Unicredit per quanto riguarda il fatturato prospettico dell'azienda. Infine è stato calcolato il CAGR (Compound Annual Growth Rate) per valutare il tasso di crescita medio annuale delle entrate nel periodo considerato. Questo indicatore fornisce una visione chiara della crescita attesa. All'interno della tabella rappresentata in "Figura 13" sono rappresentati i CAGR calcolati in base alle assunzioni di crescita.

Nel 2022, i ricavi ammontavano a 1.395 milioni di euro e si prevede una crescita costante fino a raggiungere 1.869 milioni di euro nel 2026.

Proiezione dell'EBITDA (figura 11):

Sono state condotte previsioni sull'EBITDA, acronimo di "Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization" (Utile Operativo Prima degli Interessi, delle Tasse, della Deprezzamento e dell'Ammortamento), basate sulle indicazioni fornite da Lottomatica Group all'interno del loro prospetto informativo. Queste previsioni rivestono un'importanza fondamentale in quanto si basano su informazioni interne all'azienda, quali le strategie di mercato, i piani di crescita e le analisi approfondite del settore.

I tassi di crescita sono stati suddivisi per ciascuna delle tre principali attività di business di Lottomatica Group: online, sport e gaming. Questa suddivisione tiene conto delle specifiche dinamiche di crescita di ciascun settore. Al fine di ottenere previsioni realistiche, questi tassi di crescita sono stati adeguati nel tempo, considerando le proiezioni di crescita dei singoli mercati, come illustrato nella "Figura 13". Questo approccio consente di riflettere in modo più accurato l'andamento previsto dell'EBITDA in un contesto mutevole e dinamico.

Sono state utilizzate le previsioni degli analisti di Deutsche, Barclays, JP Morgan e Unicredit. L'utilizzo della media delle previsioni fatte da un gruppo di analisti finanziari o esperti del settore (c.d. Consensus) offre una prospettiva collettiva e più completa rispetto a una singola previsione. Inoltre, poiché gli analisti possono accedere a diverse fonti di dati utilizzando specifici modelli di valutazione, il consensus fornisce un punto di vista ritenuto affidabile.

Tutte queste assunzioni sono state fatte con l'obiettivo di fornire previsioni solide e realistiche per l'EBITDA di Lottomatica Group nei prossimi anni, tenendo conto di fonti esterne (il consensus degli analisti) e dati interni all'azienda (le proiezioni fornite nel prospetto informativo).

Nel 2022, l'EBITDA è stato pari a 539 milioni di euro e si prevede una crescita graduale fino a 667 milioni di euro nel 2026.

La stima di Investimenti e altri costi monetari

CAPEX	2022	2023	2024	2025
Deutsche	-91	-140	-130	-124
Barclays	-91	-175	-178	-118
JP Morgan	-91	-175	-168	-118
Unicredit	-91	-140	-130	-130
CAPEX Assumption	-91	-140	-130	-130
Avg. CAPEX	-91	-149	-141	-126

Figura 12 – CAPEX Assumption – Elaborazione dell'autore

Le spese in conto capitale (CAPEX) rivestono un ruolo cruciale nell'ambito di un processo di valutazione, in quanto rappresentano un'importante uscita di cassa in relazione agli investimenti pianificati in beni strumentali, come macchinari, attrezzature, infrastrutture e altre risorse necessarie per il corretto funzionamento e lo sviluppo delle attività aziendali. Tali investimenti sono strategici poiché contribuiscono all'espansione dell'azienda, all'ottimizzazione delle operazioni e, di conseguenza, alla sua competitività sul mercato.

Per calcolare il valore stimato medio delle spese in conto capitale, è stato eseguito un procedimento simile a quello utilizzato per la stima dei ricavi e dell'EBITDA, effettuando prima una stima a cura dell'autore sulla base delle informazioni pubbliche disponibili e successivamente prendendo in considerazione le stime fornite da analisti di mercato, utilizzando il metodo del "consensus". È importante inoltre evidenziare che per il calcolo dei flussi di cassa prospettici sono stati considerati anche costi e investimenti straordinari, stimati sulla base di dati storici, anche in coerenza con quanto fatto da alcuni analisti; in particolare nel 2024 è stato incluso il pagamento di €50 milioni per l'acquisizione di Betflag come previsto dal relativo contratto di acquisto.

Calcolo dell'ammortamento

Ammortamenti	2022	2023	2024	2025
Mediobanca	-154	-180	-152	-158
Deutsche	-153.5	-186.3	-197.1	-200.5
Barclays	-154	-166	-175	-183
JP Morgan	-154	-188	-187	-185
Unicredit	-153.5	-180.5	-185.5	-188.5
D&A Assumption	-154	-163.612	-173.824	-184.674
Avg. D&A	-154	-172	-180	-187

Figura 13 – Assumption Ammortamenti - Elaborazione dell'autore

Al fine di determinare il net operating profit after tax (NOPAT) è stato necessario stimare il valore delle spese relative agli ammortamenti rilevanti a fini fiscali (escludendo quindi gli ammortamenti derivanti dall'allocazione dell'avviamento ad immobilizzazioni della società (cosiddetto purchase price allocation o PPA). Anche in questo caso è stata utilizzata una media tra le ipotesi dell'autore e la media delle stime degli analisti di quattro banche.

Nel 2022 gli ammortamenti sono stati pari a 116 milioni di euro ed è stato previsto un trend in leggera crescita negli anni successivi; ai fini del calcolo del terminal value è stato ipotizzato che gli ammortamenti coincidano con il valore degli investimenti previsti.

Calcolo dei flussi di cassa (Cash Flow)

Cash Flow Calculations	2022	2023	2024	2025	TV
Ricavi	1395	1580	1715	1832	1869
EBITDA		539	599	653	667
D&A w/o PPA		-116	-124	-131	-126
EBIT		424	475	522	540
Taxes	28%	-119	-133	-146	-151
NOPAT		305	342	376	389
D&A		116	124	131	126
"-capex	-91	-149	-141	-126	-126
NET WORKING CAPITAL	-200	-226	-245	-262	-262
Capex Straordinarie e altri cash item inclusi nell'EBITDA)		-50	-95	-45	-45
"-change in working capital	-91.5	27	19	17	0
"% of revenue	-6.56%	1.68%	1.12%	0.92%	
	2022	2023	2024	2025	TV
Free Cash Flow	-183	249	250	353	344
"% of growth		-236%	0%	41%	

Discounted Cash Flow	-168.4125	229.44003	212.61553	277.1976
Perpetual value				5404.5263
Discounted perpetual value				4247.0973

Figura 14 - Cash Flow Calculations - Elaborazione dell'autore

Sulla base delle informazioni sopra citate, valutati gli impatti della variazione del capitale circolante netto ed incluso l'effetto dello scudo fiscale utilizzando un'aliquota del 28% (data dalla somma delle aliquote IRES e IRAP), è stato quindi possibile determinare i flussi di cassa previsti per l'azienda Lottomatica Group nei prossimi anni, dal 2022 al 2025, includendo inoltre un'annualità aggiuntiva per la stima del terminal value (TV).

I flussi di cassa della società variano da 249 milioni di euro nel 2023 a 353 milioni di euro nel 2025, con un significativo miglioramento nella generazione di cassa anno dopo anno. Il flusso di cassa positivo evidenzia che l'azienda sta generando più cassa di quanto ne stia utilizzando, il che è indicazione fondamentale della sua salute finanziaria.

Il valore attuale dei flussi di cassa attualizzati sulla base del WACC pari 8,36% è pari a 4.966 milioni di euro e rappresenta il valore complessivo dell'azienda, che include l'impatto del terminal value, determinato con la formula di Gordon⁷⁷ utilizzando un tasso di crescita di lungo termine del 2%, in coerenza con il valore dell'inflazione attesa.

⁷⁷ Il Gordon Growth Model (GGM) collega il valore dell'azione ai dividendi attesi nel periodo seguente, al tasso di rendimento richiesto dal titolo (espresso dal costo del capitale proprio) e al tasso di crescita atteso dei dividendi.

Valore dell'equity e prezzo obiettivo delle azioni

Firm Value	4966.350451
Net Debt	1,361.00
Equity Value	3,605.35
Shares outstanding	252
Target stock price	14.3
Actual stock price	9
Upside potential	59%

Figura 15 - Target Stock Price Calculations - Elaborazione dell'autore

Dalla sottrazione delle passività finanziarie (Net Debt), pari a 1.361 milioni di euro, otteniamo l'Equity Value, che rappresenta il valore dell'equity dell'azienda ed è di 3,605.35 milioni di euro. Il numero di azioni in circolazione ("Shares outstanding") è di 251.630.412. Il prezzo per azione risulta quindi pari a 14,3 euro, superiore rispetto al valore corrente dell'azione, ma coerente con le previsioni di alcuni analisti finanziari che riconoscono al titolo Lottomatica importanti margini di crescita.

Il prezzo per azione determinato con il metodo DCF verrà poi confrontato con il prezzo risultante dalla valutazione con il metodo dei multipli per poi essere analizzato e confrontato con il prezzo di mercato fin dal giorno della quotazione.

Analisi di sensitività:

		tasso di crescita				
Sensitivity Analysis		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	7.86%	13.11	14.45	16.03	17.89	20.14
	8.11%	12.44	13.68	15.13	16.84	18.87
	8.36%	11.82	12.97	14.31	15.87	17.72
	8.61%	11.24	12.31	13.54	14.98	16.67
	8.86%	10.69	11.69	12.84	14.16	15.71

Figura 16 - Sensitivity Analysis - Elaborazione dell'autore

L'analisi di sensibilità rappresentata nella tabella mostra come variano i risultati del modello in base a due variabili chiave: il tasso di crescita e il tasso di sconto (WACC). Questa analisi è utile per comprendere come i cambiamenti nelle ipotesi influenzino la valutazione dell'azienda. Nella tabella, lungo le righe, vengono rappresentati una serie di tassi di crescita, che vanno dal 1.0% al 3.0%. Lungo le colonne invece, diversi valori del tasso di sconto (WACC), che vanno dall'7.86% all'8.86%.

L'analisi ci fornisce una serie di valori che rappresentano il prezzo delle azioni calcolato in base a diverse combinazioni di tassi di crescita e WACC. Ad esempio, con un tasso di crescita del 2.0% e un WACC dell'8.36%, otteniamo un prezzo di 14.31 euro.

Il metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli rappresenta un approccio ampiamente adottato per valutare una azienda e si basa sull'assunzione fondamentale che la valutazione di un'azienda possa essere determinata confrontandola con altre aziende simili quotate sui mercati o con transazioni condotte in passato. Il metodo dei multipli di mercato viene poi normalmente applicato per verificare se il valore attribuito a un'azienda sia in linea con il valore di mercato medio normalmente osservato nel settore di riferimento. Per valutare Lottomatica è stato utilizzato il multiplo EV/EBITDA (Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization), calcolati prendendo come riferimento quelli dei suoi peer nel settore. I dati utilizzati per questa analisi si riferiscono al Resoconto intermedio di gestione al 30 giugno 2023 pubblicato da LOTTOMATICA GROUP S.p.A. La scelta di utilizzare il primo semestre del 2023 è motivata dalla volontà di incorporare dati dai due trimestri più recenti, al fine di fornire una visione completa e aggiornata dell'andamento finanziario presente e prospettico dell'azienda.

L'analisi con il Metodo dei Multipli fornisce una prospettiva complementare all'analisi effettuata attraverso il Metodo del DCF. La valutazione finale di Lottomatica infatti prenderà in considerazione sia il valore intrinseco stimato tramite l'analisi DCF che i multipli di mercato forniti dall'analisi con questo modello.

EBITDA	Value
Lottomatica	539
di online	236
di gaming & retail	303
EV/EBITDA	Multiple
Entain PLC	9.88
Flutter Entertainment PLC	18.92
AVG	14.40
sconto	20%
Multiplo online al netto dello sconto	11.52

Figure 17- Il modello dei Multipli di Mercato- Elaborazione dell'autore

Al fine di condurre una valutazione con il metodo SOTP (Sum of the Parts) per Lottomatica, è stato preso in considerazione il fatto che l'azienda opera in due settori operativi distinti: il settore Online, che influisce in modo significativo sui ricavi totali, e il settore Retail che include anche il Gaming. In questa analisi, come precedentemente affermato, è stato utilizzato il multiplo EV/EBITDA poiché è ampiamente riconosciuto come uno dei multipli più affidabili e diffusi nel settore delle valutazioni aziendali. Le due società scelte come peer comparabili per Lottomatica sono Entain PLC e Flutter Entertainment PLC.

- Entain PLC è una società multinazionale specializzata in scommesse sportive e giochi d'azzardo, che opera sia online che nel settore retail. Il segmento online comprende le attività di scommesse e giochi d'azzardo online e mobile, mentre il segmento retail comprende le attività di scommesse e giochi d'azzardo nei negozi fisici in diversi paesi.
- Flutter Entertainment PLC, precedentemente nota come Paddy Power Betfair PLC, è un leader globale nella fornitura di servizi di scommesse sportive, giochi d'azzardo e intrattenimento. La società opera sia nel settore Online che Retail. Il segmento Online è il principale generatore di entrate e offre app di scommesse in oltre 100 paesi, oltre a servizi commerciali di trading. Il segmento Retail gestisce negozi di scommesse nel Regno Unito e in Irlanda.

I multipli EV/EBITDA per il 2023 di Entain e Flutter sono stati calcolati rispettivamente a 9.88 e 18.92. La media di questi multipli è di 14.40, alla quale è stato applicato uno sconto del 20% per considerare i seguenti fattori:

- Presenza nel mercato: Entain è stata quotata nel 2004, mentre Flutter è stata quotata nel 2016 ed entrambe sono state caratterizzate da importanti tassi di crescita che hanno permesso loro di ottenere una forte credibilità nel mercato finanziario. Il CFO di Lottomatica, a tal proposito, ha dichiarato che tendenzialmente sono sufficienti alcuni trimestri con performance positive per colmare il gap di credibilità e per assicurarsi la fiducia degli investitori.
- Dimensioni aziendali: Lottomatica ha una capitalizzazione di mercato significativamente inferiore rispetto a Entain e Flutter. Lottomatica Group SpA alla data dell'IPO aveva una capitalizzazione di mercato di 2.265 milioni di euro, Entain PLC di 9.128 milioni di euro, mentre Flutter Entertainment PLC di 32.670 milioni di euro.
- Esposizione geografica: Lottomatica opera esclusivamente in Italia, un mercato caratterizzato da regolamentazioni sui giochi d'azzardo complesse e in continua

evoluzione. Gli altri peers sono invece diversificati su più aree geografiche e questo determina una minore rischiosità rispetto a Lottomatica.

Multiplo Retail (fonte Damodaran)	9.00
sconto	20%
Multiplo online al netto dello sconto	7.20

Figure 18 - Multiplo Gaming & Retail – Elaborazione dell'autore

È stato quindi selezionato un multiplo specifico del settore Retail utilizzando uno studio effettuato da Damodaran⁷⁸ su un cluster di aziende quotate nel mercato europeo. Nel caso del settore operativo di Lottomatica il multiplo era di 9x. Tuttavia, per garantire coerenza nella valutazione e considerando l'influenza dei fattori precedentemente menzionati, a questo multiplo è stato applicato lo stesso tasso di sconto del 20%, come fatto in precedenza.

EV	4,905.48
Net Debt	1,361.00
Equity Value	3,544.48
Number of shares	252.00
Price per share	14.07

Figure 19 – Target Stock Price Calculation - Elaborazione dell'autore

L'ultima fase di questa analisi è stata la determinazione del prezzo delle azioni di Lottomatica. Per fare ciò, è stato prima calcolato l'Enterprise Value. Questo valore, pari a 4.905 milioni di euro, è stato ottenuto sommando il prodotto dell'EBITDA nel settore online per il multiplo online e il prodotto dell'EBITDA nel settore retail per il multiplo retail. Successivamente, è stato considerato il valore dell'indebitamento finanziario netto, precedentemente calcolato per l'analisi condotta utilizzando il modello del Discounted Cash Flow, che ammontava a 1.361 milioni di euro. La differenza tra il Valore Aziendale e il Debito Netto (4.905 milioni di euro - 1,361.00 milioni di euro) ha definito il valore del capitale proprio (Equity Value). Infine, per ottenere il prezzo delle azioni, è stato diviso il valore del capitale proprio per il numero di azioni in circolazione, pari a circa 252 milioni. Questo calcolo ha portato a un prezzo stimato delle azioni di 14.07 euro.

⁷⁸ Enterprise value multiples by sector
(https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html)

Sintesi dei Risultati

La valutazione dell'azienda Lottomatica è stata condotta attraverso due metodologie principali: il Discounted Cash Flow (DCF) e il metodo dei Multipli di Mercato. La convergenza dei risultati ottenuti da questi due approcci fornisce una solida base per una valutazione dell'azienda e dei suoi titoli.

Nell'analisi di Lottomatica, il DCF ha generato un valore aziendale (Firm Value) di 4.966 milioni di euro, che, al netto del debito, si traduce in un valore dell'equity di 3.605 milioni di euro. Questo calcolo ha portato a un prezzo delle azioni di 14.3 euro sulla base di un WACC pari a 8,36% e un tasso di crescita del 2%.

Per applicare il metodo dei multipli di mercato sono stati scelti Entain e Flutter Entertainment come comparabili principali e utilizzando il multiplo dell'EBITDA il valore complessivo della società è risultato pari a 4.905 milioni di euro con il valore dell'equity pari a 3.605 milioni di euro. Il prezzo delle azioni è stato quindi stimato a 14.07 euro.

5.2.4 Analisi del titolo di Lottomatica, confronto con le performance dei peer e con l'Indice FTSE MIB

	Delta Percentuale LTMC.MI vs FTSE		-30.455%	
R. medio giornaliero	0.117%	0.081%	-0.007%	0.364%
Varianza giornaliera	0.024%	0.008%	0.030%	0.039%
s.q.m. giornaliero	0.015	0.009	0.017	0.020
Volatilità	0.016	0.009	0.017	0.020

Figura 20 - Statistiche sul titolo - Elaborazione dell'autore

In questa sezione, vengono esposti i principali risultati dell'analisi condotta sulla performance dell'azione di Lottomatica dal primo giorno di quotazione di Lottomatica (03/05/2023) al 15/09/2023, anche confrontata con quella dei titoli dei concorrenti Flutter ed Entain e con l'andamento dell'indice di mercato FTSE MIB. Si noti che per coerenza sono stati considerati i peer precedentemente analizzati per la valutazione con il metodo dei multipli.

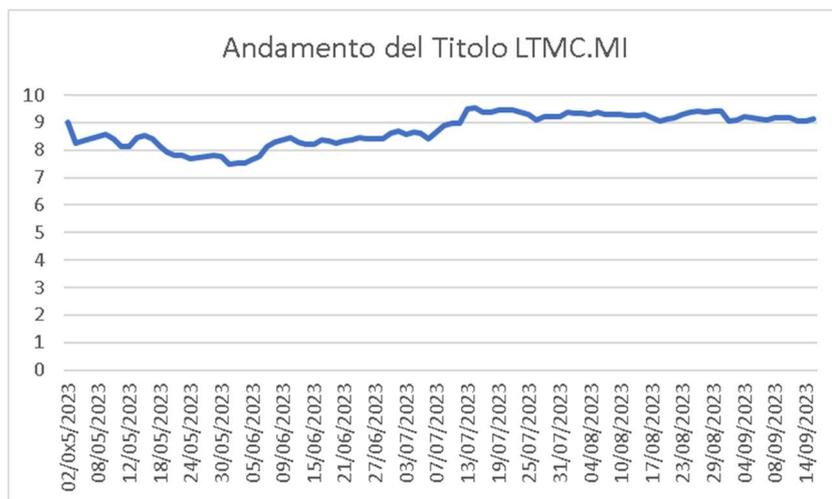


Figura 21 - Andamento del titolo LTMC.MI - Elaborazione dell'autore

Partendo da una visione sul prezzo del titolo, emerge che durante questo periodo LTMC.MI ha evidenziato un comportamento altamente variabile, iniziando ad essere negoziata a un prezzo di 9 euro e chiudendo il primo giorno di quotazione a 8,24 euro con una perdita del 9,20%. Il titolo ha sofferto per molti mesi per poi recuperare e raggiungere, a partire dal 13/07/2023, un valore più alto del prezzo del collocamento iniziale. I motivi di questa sofferenza iniziale sono riconducibili a diversi fattori: in prima analisi Lottomatica opera in un mercato contraddistinto da una forte volatilità e, in tale contesto, quando un titolo inizia ad essere negoziato ad un prezzo basso, difficilmente subisce significative variazioni sul prezzo nel breve termine salvo, in alcuni casi, dopo un iniziale periodo di assestamento. Una seconda considerazione riguarda invece la finestra temporale in cui si colloca l'operazione di Lottomatica; a ridosso dell'IPO, più precisamente il 3 maggio 2023, la FED, la banca centrale statunitense, ha aumentato i tassi di interesse di 25 punti base, incrementando il saggio di riferimento e fissando un intervallo compreso tra 5,25% e 5,5%. Inoltre, tra i fattori che possono aver influenzato il rendimento del titolo nei primi mesi post quotazione vi è anche il cosiddetto black-out period, ovvero il divieto per un periodo di 40 giorni dall'approdo in borsa, in capo agli analisti delle banche di pubblicare ricerche aventi ad oggetto l'azienda protagonista della quotazione. Questa mancanza di informazioni, che gli investitori sono soliti considerare, può aver avuto un impatto sulla performance dell'azione nelle settimane successive alla quotazione.

In parallelo, l'indice FTSE MIB, che riflette le performance complessive delle principali società quotate in Italia, ha mostrato un incremento più moderato, attestandosi a 7,67 punti percentuali.

Per quanto riguarda invece la volatilità, parametro cruciale per valutare il grado di oscillazione dei rendimenti giornalieri, LTMC.MI ha registrato un valore dell'1.6%, superiore all'0.9% dell'indice. Tale differenza evidenzia la maggiore volatilità associata al titolo LTMC.MI rispetto al FTSE MIB.

Il grafico seguente intende rappresentare l'andamento dei prezzi dei titoli in analisi e consente, mediante rappresentazione grafica, di valutare quale titolo abbia avuto il miglior rendimento e quale abbia mostrato maggiore volatilità.

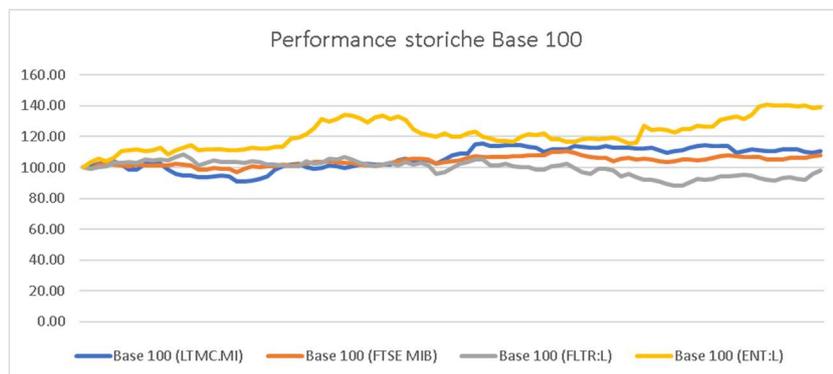


Figura 22 - Performance storiche titoli - Elaborazione dell'autore

Un'ulteriore considerazione è stata dedicata alle variazioni percentuali giornaliere, rivelando che LTMC.MI mostra notevoli fluttuazioni di prezzo con alcuni giorni caratterizzati da perdite significative (31/07/2023, variazione percentuale rispetto al giorno di negoziazione precedente -3.81%) e altri da guadagni elevati (31/07/2023, variazione di 5.65 punti percentuale). Questa volatilità, seppur non presenti valori particolarmente significativi, è indicativa di un maggiore rischio per gli investitori.

Capitolo 6: Conclusioni

Per finanziare la loro crescita, le imprese hanno bisogno di capitali. Le modalità secondo cui queste hanno possibilità di accedervi sono molteplici ma di fatto riconducibili a due macrocategorie: le fonti di finanziamento con capitale proprio e le fonti con capitale di terzi. Il ricorso al finanziamento con capitale proprio offre all'azienda maggiore flessibilità e libertà decisionale poiché non comporta l'obbligo di restituire il capitale o di pagare su questo interessi periodici. Tuttavia, il ricorso a questa modalità può richiedere un investimento iniziale significativo. L'accesso al finanziamento con capitale di terzi invece, consente all'azienda di ottenere immediatamente i fondi necessari, senza richiedere investimenti da parte dei soci, consentendo di aumentare facilmente la leva finanziaria. Allo stesso tempo però, il capitale di terzi espone all'obbligo di restituzione del capitale e del pagamento degli interessi per questo dovuti. Tra le differenti forme di finanziamento con capitale proprio, il collocamento dei titoli presso il mercato pubblico rappresenta per le imprese, uno degli strumenti di potenziale maggior impatto. Il processo di quotazione, anche conosciuto come Initial Public Offering, è però caratterizzato da una elevata complessità: numerose fasi, molteplici attori coinvolti, costi elevati e stringenti normative da rispettare. Questa complessità intrinseca, seppur possa essere intesa come forma di tutela degli investitori, di fatto limita il ricorso a questa forma di finanziamento a imprese che necessitano di finanziarie operazioni di M&A, stabilire un proprio valore di mercato oppure migliorare la propria visibilità e reputazione. Al fine di poter essere collocati ad un prezzo realistico e che rispecchi l'effettivo valore dei titoli, l'azienda deve stabilire il proprio Firm Value e considerare questo dato per determinare il possibile prezzo di offerta al pubblico dei titoli quotati. Questa analisi può essere effettuata utilizzando differenti modelli ma, nella prassi, ne vengono principalmente utilizzati due. Il primo è il metodo del Discounted Cash Flow ed il secondo, è il metodo dei multipli di mercato. Il primo metodo stima il valore di un'azienda in base al valore attuale dei flussi di cassa netti generati dopo aver sostenuto gli investimenti necessari a garantire la continuità operativa e lo sviluppo dell'impresa. Il secondo invece identifica il potenziale valore dell'azienda sulla base dei multipli di aziende comparabili.

Al fine di comprendere più profondamente il funzionamento di questa operazione straordinaria e di valutarne il potenziale impatto, si è analizzato il caso Lottomatica, una azienda leader nel settore del gambling, quotata il 3 maggio 2023 presso Euronext Milano. L'analisi empirica condotta sull'azienda vede l'applicazione dei modelli di valutazione

precedentemente illustrati nella sezione teorica di questo elaborato, il metodo del DCF ed il metodo dei multipli di mercato, nonché, infine, l'analisi delle performance del titolo post-quotazione. La valutazione applicando il metodo del Discounted Cash Flow, effettuata a seguito dell'elaborazione di un business plan della società, ha stabilito un valore medio aziendale di 4.966 milioni di euro, che, al netto del debito, si traduce in un valore medio dell'equity di 3.605 milioni di euro. Questo valore, diviso per il numero di azioni in circolazione, ha portato a un prezzo per azione di 14.3 euro, sulla base di un WACC pari a 8,36% e di un tasso di crescita del 2%. Questa stima risulta superiore al prezzo a cui sono negoziate oggi le azioni di Lottomatica, ma si avvicina considerevolmente alle stime degli analisti delle principali banche di investimento riprese in questo elaborato, essendo inoltre coerente con la valorizzazione ottenuta applicando il metodo dei multipli di mercato. Le aziende comparabili che si è deciso di scegliere per quest'ultima analisi sono Entain e Flutter Entertainment. Flutter ed Entain operano nello stesso settore di Lottomatica e offrono prodotti e servizi di fatto molto simili a quelli proposti dall'azienda. Rispetto a quest'ultima però sono di più grandi dimensioni, operano in una moltitudine di mercati geografici e godono di una maggiore credibilità agli occhi degli investitori, essendo quotate da molto tempo. Al fine di bilanciare gli effetti di queste differenze, e rendere più attendibile questa valutazione, è stato applicato ai multipli dei competitor uno tasso di sconto 20%, anche in coerenza con quanto fatto da alcuni analisti di mercato. L'applicazione di questo secondo modello, che come detto si basa sull'utilizzo del multiplo EV/EBITDA, ha determinato un valore complessivo della società pari a 4.905 milioni di euro con un valore dell'equity pari a 3.544 milioni di euro. Partendo proprio da questi risultati è stato poi possibile stimare a 14.07 euro il prezzo delle azioni. Questo prezzo, come anticipato, è molto vicino al prezzo risultante dall'applicazione del metodo del DCF (differenza tra i risultati pari a 0,23 euro) e, se si considerano le stime degli analisti precedentemente citate, può ritenersi attendibile.

L'analisi dei prezzi storici del titolo invece ha evidenziato un andamento iniziale negativo, con il titolo che ha iniziato ad essere negoziato a un prezzo di 9 euro e chiudendo il primo giorno post quotazione ad un prezzo per azione di 8,24 euro, con una perdita del 9,20%. Solo a distanza di due mesi poi, precisamente il 13/07/2023, il titolo azionario di Lottomatica ha raggiunto, e superato, il prezzo di collocamento iniziale portandosi a 9,48 euro, restando però sempre al di sotto del valore stimato con il metodo del DCF e dei multipli.

Al fine di meglio contestualizzare queste analisi, è importante considerare che il settore in cui opera Lottomatica, il settore del gioco d'azzardo, è un settore in fortissima crescita. L'importo

delle scommesse nel corso degli ultimi anni in Italia ne è una chiara dimostrazione, essendo cresciuto da 88,2 miliardi di euro nel 2015 a 111,2 miliardi di euro nel 2021. Un trend di crescita notevole che, dalle analisi condotte, viene visto anche nel percorso di crescita di Lottomatica la quale, negli ultimi anni, ha aumentato le proprie dimensioni, le proprie quote di mercato e le proprie performance finanziarie. Il fatturato dell'impresa, per citare anche solo un indicatore finanziario, è infatti aumentato del 267% nel periodo dal 2020 al 2022.

Le differenze tra l'attuale prezzo di scambio dei titoli di Lottomatica ed il prezzo risultato dalle analisi descritte, sono determinate da diversi fattori. A tal proposito infatti Lottomatica, a differenza dei suoi competitor - che hanno una scala più grande, hanno attività diversificate in diversi paesi e sono quotati da diversi anni - deve ancora farsi conoscere nel mercato, acquisendo progressivamente credibilità nel mercato; la società inoltre ha una dimensione inferiore rispetto ad altri operatori ed è focalizzata solo nel mercato italiano. Per poter aumentare il prezzo delle sue azioni, Lottomatica dovrà dimostrare di essere in grado di alimentare la propria crescita interna ed esterna puntando sulla prosecuzione delle operazioni di M&A anche grazie alla crescente generazione di cassa.

In tale contesto il Chief Financial Officer di Lottomatica, intervistato sulle prospettive future della società, ha infatti chiarito come la società intenda crescere in futuro a tassi coerenti con quelli del mercato di riferimento, facendo anche leva sulla valorizzazione delle competenze tecnologiche interne e sfruttando le dinamiche in particolare del settore online. Inoltre, la società ha la flessibilità finanziaria adeguata per sostenere opportunità di crescita sia per linee interne che esterne, fermo restando – in tale ultimo ambito - l'interesse prioritario verso operazioni di M&A in ambito nazionale.

Bibliografia

- Berk, J., DeMarzo, P., Venanzi, D., Morresi, O., "Finanza Aziendale 1," 4ª Edizione, Pearson, 2018.
- Berk, J., DeMarzo, P., Venanzi, D., Morresi, O., "Finanza Aziendale 2," 4ª Edizione, Pearson, 2018.
- Barry B.C., Jennings R.H., "The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stocks," in *Financial Management*, 22, 1993.
- Romano G., "Strategie Aziendali e Quotazione in Borsa," Giuffrè, Milano, 2012.
- Ibbotson R.G., "Price Performance of Common Stock New Issues," in *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, 3, 1975.
- Lombardo S., "Quotazione in Borsa e Stabilizzazione del Prezzo delle Azioni," Giuffrè, Milano, 2011.
- AA. VV., "Strategie di Sviluppo Aziendale, Processi di Corporate Governance e Creazione di Valore, Teorie, Analisi Empiriche ed Esperienze a Confronto," Franco Angeli, Milano, 2013.
- AA. VV., "Istituzioni e Mercati Finanziari," Pearson Bologna, 2007.
- AA. VV., "Dalla Strategia al Piano: Elementi Informativi e di Supporto," Giappichelli, Torino, 2016.
- Amorosino S., "Manuale di Diritto del Mercato Finanziario," Giuffrè, Milano, 2008.
- Mazzoleni A., "Il Finanziamento all'Impresa: La Scelta tra Debito e Capitale," Franco Angeli, Milano, 2016.
- Giudici P., "La Responsabilità Civile nel Mercato nel Diritto dei Mercati Finanziari," Giuffrè, Milano, 2008.
- Leggieri G., "Regole, Funzionamento e Controllo dei Mercati," Giuffrè, Milano, 2010.
- Meles A., "Private Equity e Sviluppo dell'Impresa: Analisi Teorica e Indagini Empiriche," Franco Angeli, Milano, 2013.
- Iosio C., "IPO per le PMI Italiane," IPSOA, Wolters Kluwer, Milano, 2011.
- Curi C., "Valuing Financial Conglomerates," Franco Angeli, Milano, 2017.
- Panzarini E., "Il Contratto di Opzione," Vol. 1, Giuffrè, Milano, 2007.
- Rigamonti S., "Nuove Quotazioni alla Borsa Italiana: Separazione tra Proprietà e Controllo ed Evoluzione della Struttura Proprietaria," Franco Angeli, Milano, 2005.
- Riva A., "Valutazione Aziendale e Strategica," Aracne Editrice, Roma, 2008.
- Zara C., "Valutazione Finanziaria per le Decisioni di Investimento," Egea, Milano, 2005.
- Franceschi L.F., Comi L., "Modelli Finanziari per la Valutazione d'Azienda," Educatt Editore, Milano, 2015.

- Tutino M., "Performance, Valore e Misurazione nell'Azienda: Relazioni Teoriche e Indagine Empirica," Franco Angeli, Milano, 2013.
- Ritter J.R., Welch I., "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations," in *Journal of Finance*, 2002.
- Banfi, "I Mercati e gli Strumenti Finanziari: Disciplina e Organizzazione della Borsa," Isedi, 2013.
- Alberti P. in "Mercato ed Etica del Gioco Pubblico," a cura di Giuseppe Imbucci, Marsilio Editori, Venezia, 2002.
- Allegrini M., "L'Informazione di Periodo nella Comunicazione Economica Finanziaria," 2008.
- Allegrini M., "Concetti di Reddito e Conseguenti Logiche di Valutazione," 2006.
- Amministrazione Autonoma dei Monopoli di Stato; su documenti pubblicati sul sito www.aams.it.
- Bellè B., Batistoni Ferrara F., "L'Imposta sul Reddito delle Imprese Commerciali," CEDAM, 2007.
- Beltrani S., "La Disciplina Penale dei Giochi e delle Scommesse," Giuffrè, 1999.
- Bonfante P., "Le Obbligazioni Naturali ed il Debito di Giuoco" in *Rivista di Diritto Commerciale*, 1915.
- Dickerson M.G., "La Dipendenza da Gioco: Come Diventare Giocatori d'Azzardo e Come Smettere," Gruppo Abele, 1984.
- Fantozzi A., "Diritto Tributario," Utet, 1991.
- Gherardi S., "Il Gioco d'Azzardo: Una Rassegna" in *Rivista di Psichiatria*, 1991.
- Giannessi E., "Appunti di Economia Aziendale," 1979.
- Papa A. in "Mercato ed Etica del Gioco Pubblico," a cura di Giuseppe Imbucci, Marsilio Editore, 2002.
- American Gaming Association, "Motivations for Internet Gambling," 2008.
- European Commission, "Study of Gambling Services in the Internal Market of the European Union," 2006.
- European Parliament - Policy Department – Economic and Scientific Policy, "Online Gambling: Focusing on Integrity and a Code of Conduct for Gambling," 2008.
- Fontana F., Caroli M., "Economia e Gestione delle Imprese," 2006.
- Hofer C., Schendel D., "La Formulazione della Strategia Aziendale," 1984.
- Venanzi D., "Il Costo Medio Ponderato del Capitale: Questo Sconosciuto," *La Valutazione delle Aziende*, n. 9, giugno 1998.
- Venanzi D., "La Scelta della Struttura Finanziaria delle Imprese: Teoria ed Evidenza Empirica," Utet Libreria, 1999.
- Vaciano G., Verga G., "Efficienza e Stabilità dei Mercati Finanziari," Il Mulino, Bologna, 1995.
- Valentinuz G., "Valore dell'Impresa e Politica dei Dividendi," tesi di Dottorato di Ricerca in Economia Aziendale, Università Ca' Foscari, Venezia, 2001.

- Van Horne J.C., "Teoria e Tecnica della Finanza d'Impresa," Il Mulino, Bologna, 1984.
- Sciarelli S., "Responsabilità Sociale ed Etica d'Impresa: Una Ricerca Finalizzata allo Sviluppo Aziendale," Finanza Marketing e Produzione, n. 17, 1999, pp. 201-229.
- Sharpe, W.F., "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk," Journal of Finance, settembre 1964.
- Sharpe, W.F., "A Simplified Model for Portfolio Analysis," Management Science, Vol. 9, gennaio 1963.
- Salvi A., "La Stima del Costo del Debito e degli Strumenti Finanziari Ibridi," Nota Didattica, SDA Bocconi, gennaio 2002.
- Samuels, J.M., Wilkes, F.M., Brasyslaw, R.E., "Management of Company Finance," London, Chapman and Hall, 1991.
- Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, "Principi di Finanza Aziendale," settima edizione, McGraw-Hill Education (Italy) S.r.l, 2014.
- Fontana F., Boccardelli P., "Corporate Strategy: Una Prospettiva Organizzativa e Finanziaria per la Crescita," Hoepli Editore, 2015.
- Iodice C., "Compendio di Matematica Finanziaria (Classica e Moderna)," Simone Edizioni, IV Edizione, 2016.
- Campobasso G.F., "Diritto Commerciale," settima edizione, UTET Giuridica, 2013.
- Caramiello C., "Capitale e Reddito: Operazioni di Gestione e Dinamica dei Valori," Giuffrè Editore, 1993.
- Visentini G., Palazzolo A., "Manuale di Diritto Commerciale," Dike Giuridica Editrice, 2017.
- Venanzi D., "Il Costo Medio Ponderato del Capitale: Questo Sconosciuto," La Valutazione delle Aziende, n. 9, giugno 1998.
- Amelio F., Dubini A., Muserra F., Parrini L., Restelli A., "Report sull'IPO in Italia: Analisi del processo di quotazione sul mercato italiano condotta da mergermarket" (per conto di Deloitte), Jeanne Gautron Publisher, 2009.
- Arosio R., Cavallino S., Giudici G., Paleari S., "L'Underpricing nelle Offerte Pubbliche Iniziali: uno studio sul mercato italiano nel periodo 1985-1998," Politecnico di Milano, 1999.
- Arugaslan O., Cook D. O., Kieschnick R., "Monitoring as a Motivation for IPO Underpricing," Journal of Finance, 2004.
- Borsa Italiana (Italian Exchange), "Quotarsi in Borsa: la nuova segmentazione dei mercati di Borsa Italiana," 2001.
- Camozzi & Bonisconi Studio Legale e Tributario, "Il Processo di Quotazione: profili giuridici, fiscali ed organizzativi," 2006.

- Capuano M., Duca S., Vitale M., "Guida alla Quotazione" (per conto di Borsa Italiana Spa, Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio (A.I.F.I.) e PricewaterhouseCoopers), 2001.
- Dalle Vedove F., Giudici G., Randone P. A., "The evolution of Initial Public Offerings in Italy," Borsa Italiana BitNotes, 2005.
- Dalle Vedove F., Giudici G., "Allocazione delle azioni e performance delle Offerte Pubbliche Iniziali in Italia," Politecnico di Milano, 2005.
- Giorgino M., Giudici G., Paleari S., "Le performance di mercato dopo la quotazione" (Estratto dal volume: "Nuove quotazioni e IPOs: l'esame delle matricole, performance aziendali e di mercato delle neo-quotate in Borsa"), 2001.
- Giudici G., "Finanziare le Risorse dell'Impresa," Maggioli Editore, 2010.
- Loughran T., McDonald B., "IPO First-Day Returns, Offer Price Revisions, Volatility, and Form S-1 Language," Journal of Financial Economics, 2013.
- Lowry M., Schwert G. W., "Biases in the IPO pricing process," 2001.
- Lowry M., Schwert G. W., "Is the IPO pricing process efficient?" Journal of Financial Economics, 2004.
- Lowry M., Schwert G. W., "The variability of IPO Initial Returns," Journal of Finance, 2010.
- Piazza E., "Probabilità e Statistica: Appunti di teoria ed esercizi risolti," Esculapio, 2007.

Sitografia

- **Lottomatica:** Sito ufficiale di Lottomatica, azienda di giochi e scommesse. (www.lottomatica.it)
- **Borsa Italiana:** Sito ufficiale della Borsa Italiana, il principale mercato azionario italiano. (www.borsaitaliana.it)
- **Agenzia delle Dogane e dei Monopoli:** Sito dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli, responsabile della regolamentazione del gioco d'azzardo in Italia. (www.adm.gov.it)
- **Commissione Europea:** Sito ufficiale della Commissione Europea, l'organo esecutivo dell'Unione Europea. (single-market-economy.ec.europa.eu)
- **Flutter:** Sito di Flutter Entertainment, società di gioco d'azzardo e scommesse. (www.flutter.com)
- **Entain Group:** Sito di Entain Group, società internazionale di gioco d'azzardo e scommesse. (www.entaingroup.com)
- **Apollo:** Sito di Apollo Global Management, società di gestione degli investimenti. (www.apollo.it)
- **Treccani:** Sito dell'Enciclopedia Treccani, fonte di informazioni enciclopediche. (www.apollo.com)
- **JP Morgan:** Sito di JPMorgan Chase, una delle più grandi banche d'investimento al mondo. (www.jpmorgan.com)
- **Barclays:** Sito di Barclays Bank, una delle principali banche globali. (www.barclays.it)
- **Mediobanca:** Sito di Mediobanca, banca d'investimento italiana. (www.mediobanca.com)
- **Deutsche Bank:** Sito di Deutsche Bank, una delle più grandi banche globali. (www.deutsche-bank.it)
- **UniCredit:** Sito di UniCredit, una delle principali banche europee. (www.unicredit.it)
- **Invitalia:** Sito di Invitalia, l'Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa. (www.invitalia.it)
- **Odcec Roma:** Sito dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma. (www.odcec.roma.it)
- **Evaluation:** Sito di Evaluation, azienda specializzata in servizi di valutazione. (www.evaluation.it)
- **Investopedia:** Risorsa online per l'educazione finanziaria e gli investimenti. (www.investopedia.com)
- **Corporate Finance Institute:** Sito di formazione in finanza aziendale e valuation. (corporatefinanceinstitute.com)
- **Il Sole 24 Ore:** Sito del quotidiano economico italiano. (www.ilsole24ore.com)
- **Euromonitor:** Sito di Euromonitor International, azienda di ricerca di mercato. (www.euromonitor.com)

- **Deloitte:** Sito di Deloitte, azienda di consulenza e servizi professionali. (www.deloitte.com)
- **ISTAT:** Sito dell'Istituto Nazionale di Statistica italiano. (www.istat.it)
- **Money.it:** Sito di informazioni finanziarie e notizie economiche. (www.money.it)
- **Statista:** Sito di Statista, portale di statistica e dati di mercato. (www.statista.com)
- **Refinitiv:** Sito di Refinitiv, fornitore di dati finanziari e analisi. (www.refinitiv.com)
- **Bloomberg:** Sito di Bloomberg, azienda di informazioni finanziarie e notizie. (www.bloomberg.com)
- **Yahoo Finanza Italia:** Sito di Yahoo Finanza Italia, fonte di notizie finanziarie e quotazioni di borsa. (it.finance.yahoo.com)
- **Investing.com:** Sito di Investing.com, con quotazioni di borsa e notizie finanziarie. (it.investing.com)
- **Euronext Live:** Sito ufficiale di Euronext, il principale operatore di mercati finanziari in Europa. (live.euronext.com)
- **MarketScreener:** Sito di MarketScreener, con notizie finanziarie e dati di mercato. (it.marketscreener.com)