



Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra di Economia Aziendale

DINAMICHE DI MERCATO E STRATEGIE AZIENDALI: IL PERCORSO DI QUOTAZIONE IN BORSA, VANTAGGI E CRITICITA', CON UN'ANALISI DEL DELISTING DI TOD'S S.P.A.

Relatore

Prof. Di Lazzaro Fabrizio

Laureando

Davide Ghisalberti
Matr. N. 274851

Anno accademico 2023/2024

INDICE

INTRODUZIONE	3
IL FUNZIONAMENTO DELLA BORSA ITALIANA E LE BASI DELLA QUOTAZIONE	5
1.1 Panorama della Borsa Italiana: l'evoluzione storica, la struttura ed i principali indici di mercato di Borsa Italiana S.p.A.....	6
1.2 Il Funzionamento della Borsa Italiana S.p.A.	16
1.3 L'Offerta Iniziale Pubblica: Cos'è e Perché È Importante	24
PERCHÉ QUOTARSI IN BORSA? ASPETTI POSITIVI E NEGATIVI.....	29
2.1 Motivazioni per la Quotazione in Borsa.....	30
2.2 Vantaggi della Quotazione in Borsa	33
2.3 Sfide e Svantaggi della Quotazione	36
IL PROCESSO DI QUOTAZIONE IN BORSA E I REQUISITI NECESSARI	42
3.1 Come Funziona il Processo di Quotazione	43
3.2 Requisiti per la Quotazione in Borsa.....	49
3.3 Valutazione Post-Quotazione e Governance	52
IL CASO DI DELISTING DI TOD'S S.P.A.	58
4.1 Tod's S.p.A., storia, attività ed organizzazione	59
4.2 Motivazioni del delisting e caratteristiche dell'OPA.....	61
4.3 Conclusioni e prospettive future	65
CONCLUSIONE.....	68
BIBLIORAFIA.....	70
SITOGRAFIA	71

INTRODUZIONE

Il tema che si è scelto di approfondire nelle pagine che seguono riguarda l'analisi e l'interpretazione del processo di quotazione in borsa delle aziende italiane, un fenomeno centrale per garantire la solidità finanziaria richiesta da un mercato altamente competitivo e dinamico. La tendenza delle imprese alla ricerca di nuove fonti di capitali offre un fertile terreno per comprendere non solo le dinamiche economiche e finanziarie coinvolte, ma anche le potenziali ricadute e conseguenze che, il passaggio da entità privata ad entità pubblica, può avere relativamente alla struttura ed al funzionamento di un'impresa.

La struttura della tesi si compone per la presenza di quattro capitoli: il primo si focalizza sul racconto dell'evoluzione storica della Borsa Italiana S.p.A. e dei suoi più recenti risvolti, al fine di comprendere in maniera dettagliata e corretta il funzionamento della borsa, la sua struttura, i principali indici che ne determinano l'efficienza e gli attori che intervengono nel processo di quotazione e nell'efficiente funzionamento di Borsa Italiana S.p.A. Il secondo capitolo esaminerà le motivazioni che spingono gli amministratori di una società a procedere con la quotazione in borsa ed i principali vantaggi e sfide che l'impresa deve affrontare successivamente al suo ingresso nei mercati borsistici. Il terzo capitolo entrerà poi nel dettaglio del processo di quotazione in borsa, analizzando le principali attività da intraprendere, le tempistiche necessarie e i requisiti essenziali richiesti al fine dell'ammissione ai mercati. Inoltre, il terzo capitolo presenterà anche una valutazione post quotazione, riportando i cambiamenti strutturali, organizzativi ed operativi che l'impresa ha adottato al fine di affrontare in maniera efficiente il processo di quotazione. Infine, l'ultimo capitolo, si focalizzerà sull'analisi di un caso pratico, analizzando in maniera dettagliata il processo di delisting effettuato dal gruppo Tod's S.p.A. nel marzo del 2024 presentando le principali motivazioni che hanno portato a questa scelta strategica. A fronte di tali propositi di ricerca, gli obiettivi che si prefigge il presente lavoro sono, quindi, i seguenti:

1. Comprendere il ruolo che Borsa Italiana S.p.A. ricopre nel panorama economico e finanziario italiano, consentendo alle imprese italiane di diversificare le vie di accesso al capitale e rendendo più semplice la ricerca di nuovi investitori.
2. Studiare le principali motivazioni che spingono gli amministratori aziendali nell'intraprendere il processo di quotazione in borsa, analizzando contemporaneamente sia vantaggi che sfide che derivano da tale processo. Inoltre, il seguente lavoro fornirà anche una panoramica generale relativamente alle fasi ed ai soggetti che intervengono nel processo di quotazione.
3. Esaminare un caso pratico di delisting dal mercato borsistico, evidenziando le motivazioni che hanno portato alla decisione di fuoriuscita dal mercato borsistico e delineando le principali conseguenze e modificazioni che ne sono derivate.

Capitolo 1

Il Funzionamento della Borsa Italiana e le Basi della Quotazione

1.1 Panorama della Borsa Italiana: l'evoluzione storica, la struttura ed i principali indici di mercato di Borsa Italiana S.p.A.

Il mercato borsistico italiano, con sede a Milano, è nato ufficialmente nel 1808 con il decreto del 16 gennaio emanato dal viceré Eugenio Napoleone. Il provvedimento prevedeva l'apertura obbligatoria entro un mese. In data 6 febbraio, il mercato borsistico fu assoggettato per la prima volta a regolamento ufficiale riguardante il suo funzionamento. Questo regolamento era contenuto in un secondo decreto emanato successivamente al primo. Tali decreti nominarono una commissione composta da quindici membri scelti tra banchieri, negozianti e sensali ai quali fu affidato il compito di cercare una sede amministrativa ed operativa per la neonata Borsa di commercio. La principale caratteristica ed unicità del mercato borsistico italiano in quegli anni consisteva nel suo regime pubblicistico. Tale regime fu introdotto fin dall'inizio ed ha successivamente caratterizzato il mercato borsistico italiano fino al 1998, anno nel quale è avvenuta la privatizzazione di Borsa Italiana S.p.A. Antecedentemente all'istituzione napoleonica, in Italia vi era già la presenza di attività borsistiche e di cambio. Esse venivano effettuate sia sulla piazza milanese che nelle principali città italiane. In conformità alle norme stabilite nel decreto del 6 febbraio 1808, la Borsa di Milano avviò le sue prime operazioni di scambio il lunedì 15 febbraio, ospitata temporaneamente presso il Monte di Pietà. In questa occasione, la Camera di commercio nominò un sindaco, Carlo Ciani, banchiere di professione, e altri quattro deputati ai quali fu affidato il compito di supervisionare le sessioni e di registrare quotidianamente le variazioni dei prezzi¹. I primi risultati positivi per la Borsa italiana si ebbero durante gli anni '30 dell'Ottocento. Infatti, grazie ad un iniziale sviluppo dell'industria tessile ed al commercio dei suoi prodotti e, successivamente, all'evoluzione di altri settori produttivi ed alla nascita di moderne infrastrutture di trasporto e comunicazione, il settore finanziario del Lombardo-Veneto si consolidò, favorendo quindi la crescita della Borsa del commercio. L'impegno nell'unire politicamente la penisola italiana richiese un notevole sforzo economico da parte del

¹ La storia - Le tappe storiche dal 1808 al 1814, www.borsaitaliana.it

neonato governo italiano, che rispose a questa necessità attraverso un'ampia emissione di obbligazioni del debito pubblico. Nel corso degli anni '70 del XIX secolo, si affiancarono a questi strumenti finanziari le azioni delle prime società ferroviarie e di una vasta gamma di banche. Spinti da una sempre maggiore crescita industriale, nel corso del XIX secolo, i centri finanziari proliferarono su tutto il territorio nazionale con Milano, Roma, Genova, Torino e Firenze che emersero come le città più influenti a livello finanziario. Una rappresentazione della borsa in questi anni può essere ritrovata nella citazione “...lo Stato era il principale attore dei listini borsistici, sia come emittente di titoli pubblici sia come garante di alcune società ferroviarie che furono fra le prime imprese a essere quotate sui listini di borsa italiani”². Data la sempre maggiore importanza e centralità che la Borsa italiana stava acquisendo nel mercato finanziario italiano, a partire dai primi anni del Novecento, si iniziò a sentire la necessità di un nuovo corpo normativo, il quale potesse regolamentare appieno tutte le attività svolte dalla Borsa italiana. In aggiunta, era necessario porre un limite al principale problema che intaccava le attività di compravendita finanziaria, ossia l'intermediazione abusiva da parte di intermediari non autorizzati. Con la legge del 30/03/1913 n.272 venne ufficialmente adottato un corpo di regole unico, il quale regolava l'istituzione delle Borse, la vigilanza delle attività finanziarie oltre che le modalità di quotazione ed i relativi prezzi³. A partire dal 1925 la borsa italiana si dotò di una nuova figura centrale per la trattazione e la conclusione delle attività finanziarie. Tale figura riguarda gli *agenti di cambio*, i quali ricevettero la qualifica di pubblici ufficiali e, successivamente, si riunirono nel nuovo sindacato, il quale prese la denominazione di Comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa valori. La sempre maggiore dimensione e rilevanza che la Borsa valori stava acquisendo, richiese un ripensamento della sede amministrativa ed operativa nella quale essa risiedeva. Fu quindi chiamato l'architetto Paolo Mezzanotte al quale affidarono il compito della progettazione di un nuovo edificio che potesse soddisfare le necessità della Borsa

² Cit. da: a cura di VEGAS G., Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia, 2011, www.consob.it, pagg.13-14

³ La storia - Le tappe storiche dal 1808 al 1814, www.borsaitaliana.it

italiana. Quattro anni più tardi, nel 1932, fu inaugurato palazzo Mezzanotte, situato in Piazza Affari a Milano il quale, ad oggi, risulta essere ancora la sede amministrativa e legale della Borsa italiana. Nell'edificio ideato dall'architetto Paolo Mezzanotte centinaia di agenti di cambio svolgevano le proprie attività di compravendita azionaria affiancati dalle più moderne tecnologie dell'epoca come, ad esempio, cabine telefoniche e tabelloni meccanici grazie ai quali era possibile comunicare le variazioni dei prezzi e dei titoli acquistati. L'inaugurazione della nuova sede per le attività della Borsa fu però seguita da un periodo complicato per le contrattazioni borsistiche. Infatti, a causa della crisi finanziaria degli anni '30, iniziata negli Stati Uniti e successivamente propagatasi in molti paesi europei oltre che all'incombere dei due conflitti bellici su scala mondiale, si verificarono forti oscillazioni nelle contrattazioni borsistiche causando l'esclusione dal listino ufficiale dei titoli bancari, i quali furono reinseriti solamente durante gli anni '60 del Novecento. Tra il 1942 e il 1945, le attività della Borsa proseguirono su scala significativamente limitata, anche a causa dei bombardamenti subiti nel corso della Seconda guerra mondiale⁴. Il periodo post-bellico rappresenta un periodo di forte espansione per la borsa italiana, nel quale la forte crescita sia nel numero che nel valore delle azioni contrattate seguiva di pari passo il generale boom dell'economia italiana. Nel periodo compreso tra la metà degli anni '50 e la metà degli anni '60 del XX secolo, l'economia italiana fu caratterizzata per una crescita esponenziale, la quale si attestava su un aumento annuale del PIL (prodotto interno lordo) di oltre 6,3 punti percentuali. Questa crescita duratura e costante portò ad un aumento dei titoli trattati all'interno della Borsa valori e ad una contemporanea crescita dei settori assicurativo, finanziario ed elettrico. Durante il periodo del "miracolo economico italiano", la Borsa valori ha ricoperto un ruolo centrale fornendo il capitale e le fonti di finanziamento necessarie al fine di supportare l'espansione industriale italiana, permettendo alle neonate industrie di crescere ed innovarsi sia a livello nazionale che internazionale. Gli anni '70 del Novecento rappresentano un periodo di forti trasformazioni per la Borsa valori e per il suo funzionamento. Infatti, nel 1974, al fine di ovviare alla crisi di trasparenza dei titoli e degli strumenti finanziari trattati nei mercati, venne stipulata e promulgata la legge del 07/06/1974 n.216 la quale introdusse nuovi e più stringenti obblighi per le società

⁴ La storia - Le tappe storiche dal 1914 al 1945, www.borsaitaliana.it

quotate come, ad esempio, l'obbligo di pubblicità dei bilanci aziendali e il dovere di fornire informazioni societarie chiare e trasparenti. In aggiunta a tali obblighi, questo nuovo corpo normativo prevede l'istituzione di un nuovo organo: la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)⁵. A tale organo fu affidato il compito di vigilanza sulle società quotate e sui mercati finanziari, al fine di garantire una maggiore trasparenza e correttezza nelle contrattazioni finanziarie. Durante i suoi primi anni di vita, la Commissione istituita per la vigilanza del mercato finanziario non riuscì ad operare in maniera efficiente a causa della poca chiarezza relativamente alle sue funzioni ed ai suoi poteri. Solamente nel 1985, con la legge n.281 del 4 giugno alla Commissione venne attribuita la personalità di diritto pubblico e la piena autonomia dal governo in veste di autorità indipendente. Gli anni '80 del XX secolo furono caratterizzati per un andamento altalenante del mercato, il quale si caratterizzava per la presenza di momenti di espansione e momenti di restrizione delle attività borsistiche. Al fine di ovviare a questo problema, nella prima metà degli anni '80 vennero costituiti i primi fondi di investimento comuni di diritto italiano, i quali permisero una consistente ripresa del mercato azionario. Essi, infatti, estesero l'accesso agli strumenti finanziari ad un bacino di risparmiatori molto più ampio, ed inoltre, permisero l'acquisto di ingenti somme di titoli favorendo la crescita dei prezzi di questi ultimi⁶. All'inizio degli anni '90, i comitati direttivi delle varie sedi della Borsa vennero definitivamente eliminati e in contemporanea venne istituito il Consiglio di Borsa con la funzione di rappresentante di tutti gli organi del mercato. In aggiunta a ciò, al Consiglio fu affidato il dovere di concludere il processo di riforma del mercato, sia a livello istituzionale che operativo. Il 1994 segnò una svolta significativa con l'adozione di una piattaforma elettronica in sostituzione del tradizionale sistema di contrattazione vocale. Contemporaneamente, un'ondata di privatizzazioni attraversava l'Europa, influenzando fortemente anche l'Italia. Ciò portò alla quotazione in borsa di grandi enti pubblici come INA e ENI. L'ultimo atto di questa importante riforma avvenne nel 1998, quando la Borsa italiana passò

⁵ La storia - Le tappe storiche dal 1963 al 1974, www.borsaitaliana.it

⁶ La storia - Le tappe storiche dal 1975 al 1991, www.borsaitaliana.it

definitivamente da un soggetto pubblico, sotto l'egida del Consiglio di Borsa, ad un soggetto privato in forma di società per azioni (S.p.A.), partecipata dalle principali istituzioni finanziarie nazionali⁷. Il momento di passaggio da una società a carattere pubblicistico ad una società a carattere privatistico è stato seguito da un periodo di forte espansione sia a livello nazionale che a livello internazionale. Nel decennio tra il 1998 ed il 2008, la Borsa italiana S.p.A. è diventata un gruppo, comprendendo diverse società come, ad esempio, Cassa di Compensazione & Garanzia (2000), Monte Titoli (2002), Servizio Titoli (2007) e MTS. Questa espansione su scala nazionale ha permesso alle imprese italiane di avvicinarsi in maniera sempre maggiore al mercato azionario, risultando in un forte aumento delle imprese italiane accettate e quotate in borsa. Questo fenomeno riguarda in particolar modo le piccole e medie imprese italiane, le quali rappresentano la spina dorsale dell'economia italiana. La sempre maggiore importanza a livello internazionale portò la Borsa italiana all'attenzione di importanti mercati borsistici esteri. Il 2007, rappresentò un anno di profondi cambiamenti per la Borsa italiana S.p.A. la quale fu acquistata per 1.6 miliardi di euro da London Stock Exchange p.l.c. il principale mercato azionario britannico con sede a Londra e fondato nel 1973 successivamente alla fusione di sei borse regionali inglesi⁸. Nei periodi più recenti, ed in particolar modo nel decennio tra il 2008 ed il 2018, l'attività di Borsa Italiana si è focalizzata su diversi aspetti e traiettorie, cercando di operare con una visione internazionale. Le principali sfide che Borsa italiana ha intrapreso riguardano il consolidamento e lo sviluppo dei mercati, il potenziamento del rapporto tra imprese ed investitore e un costante impegno in attività culturali ed artistiche.

Il gruppo di Borsa Italiana S.p.A. si compone di diverse società complementari, le quali sono: Cassa di Compensazione & Garanzia (Euronext Clearing), Monte Titoli S.p.A. (Euronext Securities Milan), Società per il Mercato dei Titoli di Stato (MTS), ELITE, GATElab e BIt System. La prima società che compone il gruppo di Borsa Italiana S.p.A. è la società denominata Cassa di Compensazione & Garanzia. La Cassa

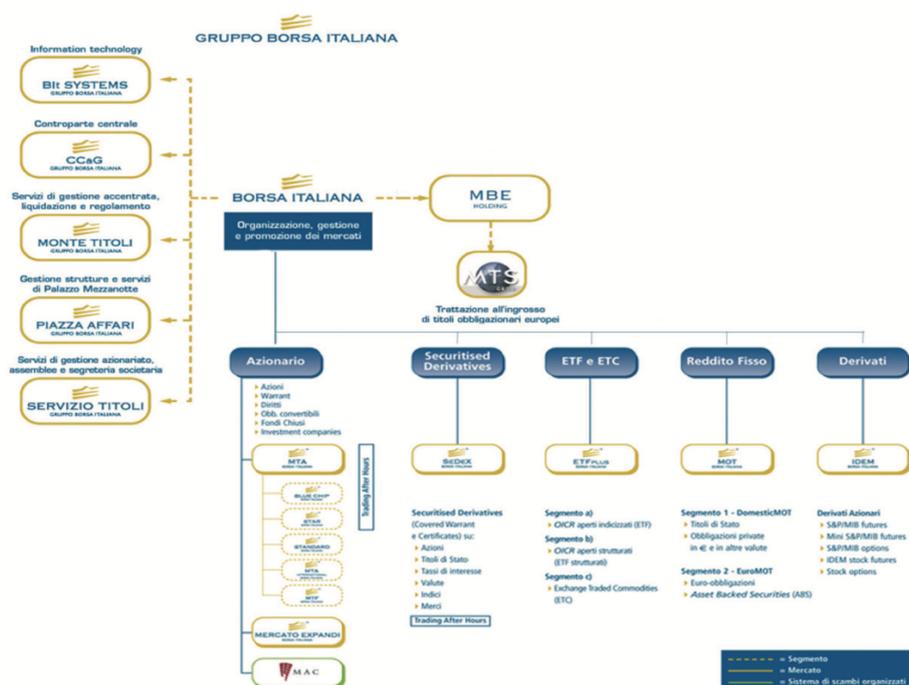
⁷ La storia - Le tappe storiche dal 1992 al 1997, www.borsaitaliana.it

⁸ La storia - Le tappe storiche dal 1998 al 2008, www.borsaitaliana.it

di Compensazione e Garanzia, all'interno del Gruppo Borsa Italiana, ha la funzione essenziale di agire come garante nelle transazioni finanziarie, posizionandosi tra le parti coinvolte. Attraverso la sua attività, essa ha l'obiettivo di minimizzare il rischio di mancato adempimento da parte degli operatori, intervenendo in maniera diretta per assicurare la conclusione dei contratti stipulati. Questa entità contribuisce significativamente alla sicurezza e all'efficienza dei mercati, proteggendo gli investimenti e mantenendo un ambiente di scambio equo e protetto. La seconda società del gruppo consiste nell'azienda Monte Titoli S.p.A., la quale riveste un'importante funzione nel settore finanziario italiano come ente depositario centrale per i titoli. Le sue funzioni includono la custodia e la gestione di titoli finanziari, oltre a fornire servizi essenziali per il completamento delle transazioni di mercato, quali il regolamento delle operazioni, la gestione delle sicurezze, e la liquidazione. Obiettivo primario di Monte Titoli è assicurare la fluidità e la trasparenza delle transazioni, agevolando il processo di scambio e consegna dei titoli azionari. Con un focus sulla riduzione dei rischi operativi e sull'aumento della trasparenza per gli operatori di mercato, Monte Titoli contribuisce efficacemente alla solidità e all'efficacia dell'ecosistema finanziario. La Società per il Mercato dei Titoli di Stato (MTS) opera nel contesto del Gruppo Borsa Italiana come entità dedicata alla negoziazione di titoli governativi, facilitando le transazioni all'ingrosso tramite un sistema elettronico specializzato. Il suo ruolo chiave è quello di migliorare la trasparenza e l'efficienza nelle operazioni di titoli di stato, permettendo alle istituzioni finanziarie di effettuare scambi in maniera veloce. L'obiettivo di MTS è assicurare un'adeguata determinazione dei prezzi e garantire un ambiente di trading sicuro e stabile, essenziale per la solidità del mercato obbligazionario statale in Italia. ELITE, è l'ecosistema creato da Borsa Italiana nel 2012 ed oggi giorno parte del Gruppo Euronext il cui compito principale è quello di supportare ed affiancare le piccole e medie imprese italiane al fine di crescere ed accedere ai mercati dei capitali privati e pubblici. Questo programma fornisce alle imprese italiane strumenti, servizi e formazione al fine di accelerare il loro processo di espansione sia nazionale che internazionale, assicurandogli un successo ed un costante miglioramento che possa garantirgli un accesso ai mercati finanziari. Il programma ELITE, dal momento della sua creazione nel 2012, ha visto un successo sempre maggiore riuscendo a coinvolgere numerose

imprese su tutto il territorio nazionale. Un'ulteriore società del gruppo Borsa Italiana S.p.A. è GATElab, una “Software Company” finanziaria, fondata nel 1989, la cui attività principale consiste nello sviluppo e, successivamente, nell’offerta di una vasta gamma di servizi software e tecnologie che possano supportare il trading elettronico e telematico. I principali obiettivi che GATElab si propone di ottenere consistono in una costante innovazione del trading elettronico, il supporto a clienti ed investitori e la semplificazione dell’accesso ai mercati globali⁹. Successivamente ritroviamo la società Bit Systems, società altamente tecnologica focalizzata sulla gestione, manutenzione e sviluppo dei sistemi informativi e tecnologici di tutto il gruppo Borsa Italiana S.p.A. Oltre a ciò, questa società software, offre diversi servizi specializzati come, ad esempio, servizi di project management, di sviluppo di sistemi informatici e di assistenza tecnica e specializzata a operatori privati, operatori pubblici, istituzioni finanziarie e società di gestione dei mercati. Tale società è nata nel 2001 grazie alla creazione di una joint venture tra la società Borsa Italiana e SIA.

Grafico N.1: “La struttura organizzativa del gruppo Borsa Italiana S.p.A.”¹⁰



⁹ “London Stock Exchange Group acquisisce una quota di maggioranza in GATElab”, 11 febbraio 2013, www.borsaitalia.it

¹⁰ Conoscere la borsa e gli strumenti finanziari – BCC Abruzzi e Molise (2008), pag. 7

Per quanto riguarda invece gli organi sociali che compongono e garantiscono il corretto funzionamento delle attività svolte da Borsa Italiana S.p.A., essi sono: il Consiglio di Amministrazione, il Collegio Sindacale; il Comitato di Consultazione e il Comitato per le Nomine¹¹. Il Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana S.p.A. si caratterizza per la presenza di presidente, di un vicepresidente, di due amministratori delegati di cui uno con delega per la finanza ed infine per la presenza di cinque consiglieri. Il ruolo di presidente della Borsa Italiana S.p.A. è attualmente ricoperto da Claudia Parzani. Il Consiglio di Amministrazione (CdA) è l'organo esecutivo della società al quale sono affidati i compiti di deliberare ed approvare le strategie organizzative, sviluppare una strategia direzionale, oltre che l'applicazione e la supervisione delle decisioni prese durante le sue sedute, le quali possono riguardare tutte le aree di interesse aziendale. Il Collegio Sindacale di Borsa Italiana S.p.A. è composto da un presidente, da due sindaci effettivi e da due sindaci supplenti. L'attuale presidente del Collegio Sindacale di Borsa Italiana S.p.A. è Franco Carlo Papa. Il ruolo principale di questo organo è quello di supervisionare e vigilare sull'attività degli amministratori al fine di verificare che le attività svolte dall'impresa avvengano nel rispetto delle norme dell'atto costitutivo, oltre che nel rispetto delle norme imposte dalla legge. Il Comitato di Consultazione è composto da sei membri nominati dal Consiglio di Amministrazione il cui compito principale è quello di esprimere le esigenze dei soggetti interessati al funzionamento del mercato, creando quindi un collegamento tra gli operatori di mercato e gli organi decisionali affinché gli interessi e le voci degli operatori di mercato sia ascoltate nelle decisioni che possono influenzare e modificare il funzionamento della Borsa. Infine, un ulteriore organo sociale della Borsa Italiana S.p.A. consiste nel Comitato per le Nomine, il quale si compone per la presenza di tre membri. Il ruolo di presidente è ricoperto da Claudia Parzani. Il ruolo principale di tale organo consiste nella formulazione di pareri e di proposte per quanto riguarda la composizione del Consiglio di Amministrazione della società e per la successione dei vertici societari. Il Comitato per le Nomine ha carattere istruttorio-consulativo e la sua natura non è regolata dal Codice civile¹². Questa struttura organizzativa permette a Borsa Italiana S.p.A. di svolgere le proprie attività in maniera

¹¹ Home Page - Organi sociali e Libro soci, www.borsaitaliana.it

¹² Fiori G., Tiscini R. 2020. "Economia aziendale". Terza edizione. Milano: Egea editore.

snella ed efficiente, adattandosi in maniera repentina alle necessità del mercato e, al contempo, assicurando chiarezza, trasparenza e sicurezza a tutti gli operatori del mercato. Passando all'analisi dei principali indici di mercato della Borsa Italiana S.p.A., essi sono fondamentali al fine di una migliore comprensione ed analisi del mercato borsistico italiano da parte di investitori nazionali ed internazionali. Innanzitutto, tali indici forniscono una visione d'insieme relativamente alle condizioni economiche generali del paese e relativamente alla fiducia degli investitori in specifici settori economici. È infatti possibile interpretare un costante aumento di questi indici come un miglioramento della salute economica del paese, mentre un costante declino degli indici come un peggioramento della situazione economico-finanziaria del paese. Ulteriore funzione che questi indici ricoprono consiste nella possibilità di offrire agli investitori un accesso facile e conveniente a portafogli di titoli diversificati, riducendo il rischio specifico dell'investimento, i costi generali di gestione di tali titoli e, contemporaneamente, aumentando la solidità e stabilità dei risparmi investiti in borsa. Questi indici, data la loro importanza e centralità nel panorama finanziario italiano, offrono un alto livello di chiarezza e trasparenza. Questo si riflette nella facilità con cui è possibile comprendere quali asset e titoli siano inclusi nel paniere selezionato e nel processo attraverso cui viene calcolato il loro valore. Tale trasparenza aiuta gli operatori di mercato a interpretare con maggiore semplicità gli investimenti che stanno realizzando. È quindi possibile affermare che la presenza di questi indici di mercato sia fondamentale al fine di orientarsi in maniera pratica e chiara all'interno del complesso e ingarbugliato mercato borsistico, fornendo anche agli investitori più inesperti la possibilità di analizzare e comprendere il funzionamento del mercato. Passando ora all'analisi dei principali indici della Borsa Italiana, tra di essi vi possiamo ritrovare:

- FTSE MIB
- FTSE Italia All-Share
- FTSE Italia Mid-Cap
- FTSE Italia Small-Cap
- FTSE Italia STAR
- FTSE Italia Brands

- FTSE Italia Growth¹³

Il primo e più significativo indice della Borsa Italiana è sicuramente il FTSE MIB, il quale è l'acronimo per **F**inancial **T**imes **S**tock **E**xchange **M**ilano **I**ndice di **B**orsa. Tale paniere contiene i titoli delle quaranta società italiane di maggiore grandezza per quanto riguarda la capitalizzazione di mercato e la liquidità. Il FTSE MIB riflette quindi l'andamento in termini di prestazioni e fluttuazioni di queste imprese, fornendo così una misurazione aggregata e rappresentativa della salute economica e finanziaria delle principali aziende italiane. La sua composizione non è di natura statica, ma bensì di natura dinamica, ed essa viene revisionata trimestralmente dalla Borsa Italiana al fine di assicurarsi che l'indice rappresenti in maniera accurata e precisa il mercato borsistico italiano. Le aziende incluse nel FTSE MIB appartengono a una grande varietà di settori economici, tra i quali ritroviamo il settore bancario e finanziario (Azimut Holding S.p.A., Banca Generali S.p.A., UniCredit S.p.A.), il settore energetico (Enel S.p.A., Eni S.p.A.), il settore industriale (Atlantia S.p.A., Leonardo S.p.A., Iveco Group N.V.) ed il settore relativo alla produzione di beni di consumo (Moncler S.p.A., Campari-Milano N.V.)¹⁴. Il valore del FTSE MIB viene calcolato attraverso una metodologia ponderata per la capitalizzazione di mercato di ciascuna azienda che lo compone. Tale sistema attribuisce un peso diverso ad ogni impresa in base alla propria capitalizzazione di mercato, la quale è calcolata moltiplicando il prezzo corrente dell'azione contrattate sul mercato MTA per il numero totale di azioni in circolazione. Le imprese di maggiori dimensioni avranno quindi un peso superiore sull'indice rispetto alle imprese di più modeste dimensioni, e l'insieme delle società comprese nell'indice FTSE MIB rappresenta circa l'80% dell'intera capitalizzazione del mercato borsistico italiano. I restanti indici borsistici italiani consistono in una serie di panieri contenenti diverse tipologie di aziende italiane quotate alla borsa di Milano, i quali permettono ad investitori e professionisti di investire in maniera diversificata e stabile, al fine di ridurre i rischi di mercato. Questi forniscono quindi benchmark accurati per la valutazione delle performance borsistiche oltre al fatto che svolgono un

¹³ Indici di Borsa in tempo reale: quotazione e titoli, www.borsaitaliana.it

¹⁴ Indici di Borsa in tempo reale: Indice FTSE MIB, www.borsaitaliana.it

ruolo centrale nell'orientare le decisioni di investimento dei soggetti operanti sui mercati borsistici italiani.

1.2 Il Funzionamento della Borsa Italiana S.p.A.

Nel corso della storia la Borsa Italiana S.p.A. ha subito varie trasformazioni al fine di adattare il suo funzionamento e la sua struttura all'innovazione e all'avanzamento tecnologico presente nel paese. Oggi girono la Borsa Valori si presenta come un sistema completamente telematico, il quale si caratterizza per la presenza di un circuito informativo e tecnologico sul quale vengono scambiate tutte le informazioni relative agli strumenti finanziari contrattati permettendo la conclusione di transazioni nell'arco di pochissimi secondi. Il progresso tecnologico che ha riguardato il mercato azionistico italiano, soprattutto a partire dagli anni '90 del XX secolo, ha modificato e rimpiazzato il precedente sistema di contrattazione "alle grida" nel quale le contrattazioni avveniva per mezzo di persona fisiche (operatori autorizzati) i quali attraverso linguaggi, segni e movimenti specifici presentavano gli ordini di domanda e di offerta delle azioni contrattate. Un'operazione di compravendita si considerava conclusa e valida solamente successivamente alla sua registrazione per iscritto nei registri tenuti dai funzionari della Borsa Italiana. La principale riforma tecnologica si ebbe il 25 novembre del 1991, quando venne adottato per la prima volta il sistema telematico di contrattazione e si diede quindi inizio all'automazione delle contrattazioni sui titoli azionari. Nel corso di tutti gli anni '90 e '2000, la rivoluzione tecnologica non si fermò e si introdussero molteplici sistemi tecnologici al fine di migliorare ed automatizzare la compravendita di titoli azionari, obbligazionari ed altri strumenti finanziari sul mercato borsistico italiano. L'automazione e l'avanzamento tecnologico che hanno caratterizzato la storia della Borsa Italiana la hanno resa un mercato unico a livello nazionale, la cui sede è situata a Palazzo Mezzanotte, in Piazza Affari, Milano. L'attuale piattaforma di negoziazione opera su un modello funzionale basato su due principi cardine; il primo consiste nella "*contrattazione ininterrotta*", principio che permette la negoziazione istantanea di azioni, obbligazioni, warrants ed altri strumenti finanziari. Tale modalità è tipica dei mercati "*order driven*" telematici nei quali

domande ed offerte di titoli da parte degli operatori di mercato sono esposte in maniera continua ed interagiscono tra di loro sulla base di un corpo di regole di contrattazione. La peculiarità di tale meccanismo è la possibilità che per ogni titolo vengono a formarsi una pluralità di prezzi differenti, uno per ciascun contratto concluso¹⁵. Il secondo principio cardine alla base del funzionamento del meccanismo di negoziazione riguarda il “*sistema d’asta*” il quale mette confronto la domanda e l’offerta di azioni ed altri strumenti finanziari al fine di accoppiare le richieste simili tra di loro. Le “proposte” di acquisto o di vendita vengono inserite in un registro elettronico di negoziazione (c.d. *book di negoziazione*), organizzate o per prezzo o, nel caso in cui i prezzi siano identici, seguendo un ordine cronologico di inserimento da parte degli intermediari finanziari. Successivamente al loro inserimento, il sistema informatico accoppia automaticamente le offerte compatibili in termini di prezzo di vendita o acquisto e quantità scambiata. Questo meccanismo opera in maniera sicura e veloce, ed è noto come processo di “*matching automatico*”. Quando un investitore avanza un’offerta fissando un prezzo massimo per l’acquisto, tale offerta viene reindirizzata e abbinata alle proposte di vendita, per la stessa categoria di azioni, con prezzi pari o inferiori. In maniera analoga funziona il processo nel quale un operatore del mercato vende i propri strumenti finanziari attraverso i canali della Borsa Italiana¹⁶. Tutte le operazioni e transazioni che avvengono in una giornata sono registrate in tempo reale ed automaticamente in un database controllato dai funzionari di Borsa Italia S.p.A., e da tale database verrà poi stilato il listino ufficiale di Borsa. Le fasi nelle quali si articola il meccanismo di funzionamento e di negoziazione della borsa sono:

- l’asta di apertura
- la fase di negoziazione continua
- l’asta di chiusura

L’asta di apertura ha come finalità principale quella della formazione di un prezzo di inizio giornata per tutti i titoli contrattati all’interno del mercato borsistico. Il prezzo di apertura dev’essere quanto più equo possibile e deve rispecchiare in maniera affidabile e precisa la domanda e l’offerta del mercato, contribuendo così alla

¹⁵ Glossario Finanziario – Negoziazione Continua, www.borsaitaliana.it

¹⁶ Glossario Finanziario – Asta, www.borsaitaliana.it

trasparenza e all'efficienza dei mercati finanziari. Al fine di garantire ciò, è stata creata *l'asta di apertura*, momento che precede l'apertura ufficiale dei mercati e nel quale attraverso l'abbinamento degli ordini di chi desidera acquistare e degli ordini di chi desidera vendere si determina il prezzo d'apertura più equo. Al momento del *fixing*, ossia quando si conclude il periodo destinato all'asta di apertura, nessun operatore finanziario può più aggiungere o revocare le proposte avanzate, ed in questo momento il sistema informatico determina, in maniera quanto più accurata possibile, il prezzo di apertura. L'asta di apertura si compone di tre momenti differenti; la *fase di preapertura*¹⁷, nella quale gli operatori inseriscono, modificano o cancellano gli ordini ed alla fine della quale viene determinato il prezzo teorico di apertura, calcolato in modo tale da massimizzare il volume di scambio di strumenti finanziari negoziati. La seconda fase consiste nella *fase di validazione*, nella quale si verifica innanzitutto che gli ordini effettuati siano conformi alle norme di mercato, in caso contrario essi verranno cancellati, e successivamente si controlla che il prezzo di apertura precedentemente stimato sia equo e corretto. Infine, vi è la *fase di apertura vera e propria*¹⁸ nella quale si aprono i mercati alla compravendita giornaliera degli strumenti finanziari. La seconda fase, ossia la fase di *negoziazione continua*, consiste nella fase principale per quanto riguarda le attività dei mercati borsistici. Tale fase, infatti, è quella nella quale tutti i partecipanti possono incontrarsi tramite la contrattazione e possono concludere contratti di compravendita di strumenti finanziari. La peculiarità di questa fase di mercato è quella che per ogni titolo scambiato sul mercato si formano più prezzi differenti, uno per ciascun contratto concluso, ed è quindi possibile assistere a diverse fluttuazioni nel valore dei titoli scambiati anche durante la stessa giornata. Questa modalità organizzativa offre flessibilità e dinamicità nelle attività di mercato, consentendo a tutti gli operatori di reagire in maniera efficace ed efficiente alle variazioni di mercato e alle notizie economiche che possono influenzare il prezzo degli strumenti finanziari. Infine, l'ultima fase è riconducibile *all'asta di chiusura* la quale, analogamente all'asta di apertura, ha il compito principale di determinare il prezzo di chiusura per i titoli negoziati all'interno del mercato borsistico. Molto similmente a

¹⁷ Glossario Finanziario – Fase di Pre-Asta, www.borsaitaliana.it

¹⁸ Glossario Finanziario – Fase di Apertura, www.borsaitaliana.it

come accade per la fase di apertura, anche in fase di chiusura possiamo ritrovare diversi momenti chiave, i quali sono; la *pre-asta* nella quale gli operatori possono inserire, modificare o cancellare gli ordini che hanno avanzato durante la giornata e nella quale viene determinato il prezzo teorico di chiusura. Successivamente vi è la fase di *validazione*, nella quale viene validato il prezzo di chiusura, se corretto, e si controlla la regolarità delle operazioni svolte nella fase di pre-asta, ed infine vi è la *fase di chiusura vera e propria* nella quale tutti i contratti sono eseguiti ad un unico prezzo determinato in precedente (prezzo di chiusura) e il mercato chiude ufficialmente le proprie attività. La Borsa Italiana S.p.A. rappresenta un ecosistema finanziario complesso e multifunzionale che si avvale della collaborazione di numerosi attori per garantire il suo efficace funzionamento. Questa varietà di soggetti ed attori permette alla Borsa Italiana di mantenere alti standard in termini di efficienza e trasparenza all'interno di tutti i suoi mercati regolamentati, garantendo lo svolgimento di operazioni ed attività in maniera sicura e veloce. Le motivazioni principali per le quali la Borsa Valori ha deciso di adottare questa molteplicità di soggetti consistono nella tutela degli investitori, nel funzionamento efficiente e snello dei mercati finanziari e nella supervisione e vigilanza di tutte le operazioni ed attività che avvengono all'interno del mercato borsistico italiano. È possibile suddividere i soggetti operanti nei mercati finanziari italiani in tre macrocategorie; gli investitori, professionali e non professionali, gli intermediari finanziari ed infine i regolatori. Il primo soggetto sotto analisi riguarda gli investitori che operano all'interno del mercato borsistico italiano. Ogni tipologia di investitore apporta una dimensione unica ai mercati finanziari, contribuendo alla profondità, liquidità ed efficienza del mercato. Tali soggetti sono centrali nel processo di scoperta e determinazione dei prezzi, aiutando i mercati a riflettere il vero valore dei titoli finanziari. La loro diversità assicura un ecosistema finanziario più resiliente e solido, permettendogli di rispondere efficacemente agli shock ed agli stress dettati dal mercato. Le principali tipologie di investitori sono:

- **Investitori al Dettaglio:** investitori individuali i quali concludono operazioni di compravendita di strumenti finanziari per proprio conto. Solitamente questi investitori trattano piccoli volumi di titoli e non hanno accesso a tutti gli strumenti tecnologici e di ricerca utilizzati da investitori professionali ed

istituzionali. Le loro operazioni sono fondamentali per garantire la liquidità di cui ha bisogno il mercato finanziario.

- **Investitori Professionali:** essi sono investitori dotati di una grande e profonda esperienza e conoscenza dei mercati finanziari. Spesso hanno a disposizione grandi quantità di denaro da poter investire ed inoltre hanno la possibilità di accedere a strumenti tecnologici e conoscenze molto approfondite al fine di concludere investimenti in maniera accurata e sicura. Data la notevole quantità di titoli trattati, questi investitori sono fondamentali per la determinazione e la stabilità dei prezzi.
- **Investitori Istituzionali:** tali investitori includono entità come fondi pensione, fondi comuni di investimento, compagnie di assicurazione e grandi banche d'investimento. Essi si caratterizzano per i notevoli volumi di titoli che contrattano sui mercati, e le loro attività ed operazioni hanno impatto significativo sui prezzi dei titoli da loro trattati. Tali entità hanno accesso a strumentazioni tecnologiche molto avanzate, e garantiscono una maggiore sicurezza dei titoli acquistati.

Ulteriormente a queste tipologie di investitori, vi sono molte altre micro-categorie di investitori, i quali operano sul mercato finanziario con modalità ed obiettivi differenti. Come già citato in precedenza, questa varietà di soggetti è essenziale per assicurare l'operatività e la stabilità dei mercati. In aggiunta alle varie tipologie di investitori, troviamo un'altra categoria essenziale per il funzionamento dei mercati borsistici, la quale consiste negli intermediari. All'interno del contesto dei mercati borsistici, gli intermediari finanziari ricoprono un ruolo primario nel facilitare l'incontro tra chi offre titoli e chi ne è alla ricerca. Tali soggetti possono svolgere una molteplicità di attività differenti, ma principalmente si occupano dell'acquisto e dello scambio per conto di terzi di tutti gli strumenti finanziari contrattati all'interno del mercato. Inoltre, essi svolgono ulteriori mansioni come la gestione dei servizi di pagamento, la consulenza finanziaria per i loro clienti ed il deposito di somme di denaro attraverso i conti correnti e conti di deposito. Gli operatori ammessi alla negoziazione sul mercato borsistico italiano sono individuati dal regolamento emanato dalla Borsa Italiana S.p.A. e supervisionato dalla Consob. Tali soggetti sono:

- Gli agenti di cambio
- Banche nazionali, comunitarie ed extracomunitarie
- Imprese d'investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie
- Gli intermediari finanziari iscritti all'elenco di cui all'art 107 TUB¹⁹.
- I locals, di cui fanno parte i dealer

Per quanto riguarda i soggetti ammessi all'intermediazione finanziaria sul mercato borsistico italiano, gli intermediari finanziari mobiliari ricoprono sicuramente la figura di maggiore importanza e presenza. Questi soggetti svolgono principalmente la funzione di investimento di denaro per conto di terzi sul mercato borsistico, ed il loro guadagno deriva principalmente dalle commissioni sulle transazioni eseguite per conto dei clienti. Le principali tipologie di intermediari finanziari mobiliari sono: SIM (Società di Intermediazione Mobiliare), SICAV (Società di Intermediazione a Capitale Variabile), SGR (Società di Gestione del Risparmio), Banche d'investimento ed i broker per il trading online. Per quanto riguarda le modalità di svolgimento delle proprie funzioni gli intermediari finanziari mobiliari possono assumere la qualità di:

- **Broker:** il broker figura come un importante intermediario finanziario che agisce acquistando e vendendo titoli ed altri strumenti finanziari su incarico dei suoi clienti, senza tuttavia esporsi direttamente al rischio di mercato. Il broker è generalmente remunerato attraverso una commissione, fissa o variabile, proporzionale agli ordini eseguiti. Oltre a questa funzione, il broker spesso si adopera anche nell'offrire consulenze finanziarie mirate in base alle necessità ed obiettivi del cliente. Questi servizi complementari permettono al broker di aggiungere valore al rapporto con il cliente, potenziando così la fiducia e la soddisfazione del cliente stesso²⁰.
- **Dealer o Market Maker:** il dealer opera principalmente acquistando o vendendo titoli finanziari per proprio conto, e solo talvolta può operare anche come intermediario per conto di terzi. Caratteristica principale di tale figura è l'assunzione del rischio delle proprie attività; infatti, il dealer utilizza il proprio

¹⁹ Testo Unico Bancario – Banca D'Italia (2022), www.bancaditalia.it

²⁰ Formazione Finanziario – Gli Intermediari Finanziari, www.borsaitaliana.it

patrimonio al fine di acquistare i titoli prescelti e successivamente rivenderli. Il suo guadagno deriva dalla differenza, o spread, tra il prezzo a cui acquista (c.d. *prezzo denaro*) ed il prezzo a cui vende (c.d. *prezzo lettera*). In aggiunta, l'operatività del dealer si caratterizza anche per le notevoli quantità di titoli trattati, fornendo quindi liquidità al mercato e permettendo agli investitori di realizzare operazioni immediate²¹.

- **Specialist**, esso è un particolare tipo di intermediario finanziario che si focalizza su un particolare titolo e, attraverso un accordo specifico, si impegna a supportare la contrattazione di quel titolo, presentando proposte di acquisto e vendita e tenendo traccia di tutte le attività svolte. Lo specialist opera per un lasso di tempo specifico, il quale è spesso determinato attraverso l'accordo stipulato. Il principale obiettivo dello specialist è quello di assicurare che vi sia sufficiente liquidità per il titolo in questione, rendendo possibile e facilitando la contrattazione di quel titolo.

Al fine di ottenere un corretto e trasparente funzionamento del mercato borsistico e garantire la tutela degli investitori ed operatori finanziari, la Borsa Italiana S.p.A. e tutti i suoi mercati finanziari sono soggetti alla supervisione di diversi enti, i quali presentano caratteristiche, poteri e responsabilità differenti tra di loro. Tra le principali autorità di vigilanza ritroviamo: la Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), la Banca D'Italia, il Ministero dell'Economia e delle Finanze.

- **Consob**, la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, istituita nel 1974 al fine di vigilare sulle attività del mercato borsistico e sui suoi attori principali, ha come obiettivo primario quello di garantire la trasparenza del mercato borsistico ed il corretto comportamento dei soggetti sotto la sua supervisione. In aggiunta, questa entità si propone di assicurare che investitori ed analisti siano in grado di accedere a tutte le informazioni necessarie per valutare gli investimenti finanziari che intendono concludere. La Consob intende raggiungere i suoi obiettivi attraverso un duplice livello di operatività; in primo luogo, l'autorità applica una sorveglianza regolamentare, informativa ed

²¹ Formazione Finanziario – Gli Intermediari Finanziari, www.borsaitaliana.it

ispettiva e solamente in secondo luogo, la vigilanza della Consob assume i connotati della vigilanza sanzionatoria. Tale sistema di funzionamento evidenzia come l'intenzione primaria della Consob sia quella di vigilare e prevenire qualsiasi distorsione a livello di chiarezza e trasparenza nei mercati, e solamente nei casi più rari, essa procederà ad imporre sanzioni pecuniarie ai soggetti che operano in contrasto con i regolamenti imposti dalla legge e dalle autorità. L'attività svolta da questa autorità segue tre direttrici principali, le quali riguardano: la vigilanza sugli intermediari finanziari, la vigilanza sui mercati borsistici ed infine la vigilanza sugli emittenti di titoli e strumenti finanziari²².

- **Banca d'Italia**, il ruolo e le attività svolte da Banca d'Italia sono a stretto contatto e cooperazione con le attività svolte dalla Consob. In particolare, però, Banca d'Italia si focalizza sulla supervisione dei mercati all'ingrosso dei titoli di stato, sugli scambi di fondi interbancari e sul sistema dei pagamenti. Oltre a queste attività, Banca d'Italia monitora ed analizza costantemente i rischi per la stabilità del mercato che possono emergere dalle dinamiche e dalle operazioni concluse sui mercati borsistici. Per riassumere, l'obiettivo primario di Banca d'Italia è quello di assicurare un corretto ed efficiente funzionamento del mercato borsistico italiano, garantendo che esso sia finanziariamente stabile e sufficientemente liquido²³.
- **Ministero dell'Economia e delle Finanze**, il MEF ricopre un ruolo di prim'ordine in termini di indirizzo strategico, normativo e di supervisione generale per il funzionamento del mercato borsistico italiano. Il MEF ha infatti il compito principale di formulare la legislazione in materia economico-finanziaria, definendo quindi tutte le norme e leggi in materia di fiscalità finanziaria, regolamentazione dei mercati e supervisione degli intermediari finanziari. In aggiunta a questi compiti, il Ministero dell'Economia e delle Finanze si attiva al fine di migliorare e rendere più agile la cooperazione

²² La vigilanza sui mercati – Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari, www.consob.it

²³ L'attività di supervisione sui mercati: obiettivi e strumenti – Banca D'Italia, www.bancaditalia.it

nazionale ed internazionale tra tutti gli organi interessati nel funzionamento dei mercati borsistici.

L'articolato sistema di sorveglianza e vigilanza dei mercati finanziari si completa poi per la presenza di ulteriori organi ed autorità di secondo ordine, le quali funzioni sono però altrettanto centrali al fine di garantire il corretto funzionamento del mercato borsistico. Tra questi soggetti possiamo ritrovare: l'Antitrust (Autorità Garante per la Concorrenza ed il Mercato), Ivass (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni) ed infine il Covip (Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione). I relativi poteri e responsabilità sono sanciti nel TUF (Testo Unico della Finanza).

1.3 L'Offerta Iniziale Pubblica: Cos'è e Perché È Importante

L'Offerta Pubblica Iniziale o IPO (dall'inglese *Initial Public Offering*) rappresenta un momento cruciale nella vita di una società, segnando il passaggio da azienda privata a pubblica attraverso la prima offerta di titoli azionari sul mercato borsistico. Questo processo di quotazione non solo apre la società al capitale di investitori esterni ma ne formalizza anche lo status di entità a partecipazione pubblica con tutte le responsabilità e i diritti che ne derivano per i suoi azionisti. Si configurano tre principali modalità attraverso cui una società può intraprendere un'IPO: l'Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS), l'Offerta Pubblica di Vendita (OPV) ed infine una combinazione delle due (OPVS). Per quanto riguarda l'OPS, in questa tipologia di offerta pubblica iniziale la società emette titoli azionari di nuova creazione, aumentando di conseguenza il proprio capitale sociale e diluendo la quota di possesso degli azionisti preesistenti. Grazie a tale modalità l'azienda è in grado di raccogliere ingenti somme di denaro per finanziare le sue attività o per attuare programmi di espansione nazionale ed internazionale²⁴. Al contrario, nel caso dell'OPV, la società mette in vendita sul mercato borsistico azioni già esistenti e detenute dagli azionisti attuali. Attraverso questa modalità, non vi è nessun incremento nel capitale sociale

²⁴ Glossario Finanziario – Offerta Pubblica di Sottoscrizione, www.borsaitaliana.it

dell'impresa e i proventi ottenuti dalla vendita dei titoli azionari vanno direttamente agli azionisti venditori piuttosto che alla società²⁵. La terza modalità di offerta pubblica iniziale consiste in una combinazione tra le due precedenti (OPS e OPV), permettendo sia la raccolta di nuovi capitali per l'azienda che la realizzazione di liquidità per gli azionisti esistenti. Indipendentemente dalle modalità intraprese, l'Offerta Pubblica Iniziale rappresenta un'opportunità per la società di allargare la propria base azionaria e accedere a nuovi mercati di capitali precedentemente inaccessibili, promuovendo al contempo una maggiore chiarezza e disciplina aziendale dovendosi adattare alla stringente regolamentazione imposta dalle autorità di vigilanza e sorveglianza. Questa transizione offre molteplici vantaggi sia per la società che si quota sia per gli investitori, fornendo a questi ultimi l'opportunità di partecipare alla crescita ed al successo aziendale. Nonostante i molti vantaggi ed aspetti positivi derivanti dalla conclusione di un IPO, le società che optano per una quotazione in borsa si trovano a dover far fronte a diversi oneri significativi, i quali sono sia monetari che non monetari. Sul fronte dei costi finanziari, i principali oneri che ritroviamo riguardano le commissioni dovute al consorzio di collocamento, le spese per i legali e i contabili che hanno seguito l'operazione, i costi per la creazione di tutta la documentazione informativa necessaria, e altre spese periodiche per il mantenimento della quotazione. Per quanto riguarda invece i costi non monetari, essi non devono in nessun modo essere trascurati da parte del *top management* dell'impresa poiché il loro impatto può avere un'influenza determinante sul successo o fallimento aziendale in una fase successiva alla quotazione in borsa. In primis, uno degli aspetti più critici riguarda la perdita di confidenzialità e segretezza: le stringenti regolamentazioni volte a garantire trasparenza e chiarezza obbligano le società a divulgare informazioni interne delicate, come piani strategici e dettagli su clienti e fornitori. Un ulteriore costo non monetario è rappresentato dall'elevato dispendio di tempo e risorse necessarie al fine di organizzare e completare l'IPO, che si dimostra essere un processo lungo e intricato. Infine, le IPO sono spesso caratterizzate da un altro costo non monetario determinato dall'*underpricing*, ossia una valutazione iniziale dei titoli azionari al di sotto del loro valore di mercato reale. Questa situazione comporta una perdita notevole di introiti per l'impresa, la quale ricaverà dal mercato meno di quanto precedentemente previsto. Il

²⁵ Glossario Finanziario – Offerta Pubblica di Vendita, www.borsaitaliana.it

processo attraverso il quale un'impresa privata attua un'Offerta Pubblica Iniziale si caratterizza per un'elevata complessità e per tempistiche piuttosto lunghe, le quali possono variare in base alle necessità dell'impresa che intende quotarsi ed alla documentazione richiesta da parte delle autorità di vigilanza che hanno il potere di ammettere o meno la società all'interno del mercato borsistico. Le prime fasi del processo di quotazione riguardano principalmente attività interne alla società, nella quale i *top manager* e gli azionisti si riuniscono e discutono sulla possibilità e sulla volontà di diventare pubblica, e successivamente sulla selezione di un gruppo di consulenti e professionisti che possano affiancare la società durante tutta la fase di quotazione. In secondo luogo, si apre la fase nella quale la società ha il dovere di creare e fornire tutta la documentazione necessaria alle autorità di vigilanza e regolamentazione, le quali dopo un'attenta analisi decidono se ammettere o meno la società ai mercati borsistici. In questa fase l'impresa svolge anche una due diligence legale e finanziaria al fine di preparare la documentazione in maniera chiara e trasparente. Infine, se la società è ammessa alla quotazione nei mercati borsistici, vi è la fase di determinazione dei prezzi dei titoli che saranno emessi sul mercato e la vera e propria quotazione con l'emissione dei titoli azionari sul mercato primario. Le principali differenze che caratterizzano l'Offerta Pubblica Iniziale da altre fonti di finanziamento risiedono nella modalità con le quali le imprese possono accedere ai finanziamenti e, in particolar modo, le implicazioni e ripercussioni che queste tipologie di finanziamento hanno sulla struttura finanziaria, organizzativa ed operativa dell'impresa. Per quanto riguarda il capitale con il quale un'impresa può finanziare le proprie attività ed i propri progetti di espansione, esso si può classificare in due differenti tipologie: capitale di debito e capitale di rischio. Il capitale di debito è una leva finanziaria fondamentale per le aziende che intendono investire ed espandersi a livello sia nazionale che internazionale. Tipicamente, il capitale di debito proviene da fonti esterne come prestiti da banche, emissione di obbligazioni o attraverso altre forme di prestito che l'impresa è obbligata a rimborsare. Un'impresa che sceglie questa via si impegna a restituire il capitale assunto più gli interessi secondo condizioni e tempistiche concordate. La chiave di questo tipo di finanziamento sta nella sua struttura di costo definito e nella prevedibilità dei pagamenti, che permettono all'azienda di pianificare con precisione il servizio del debito. Gli interessi su questo

capitale, solitamente, sono deducibili dal reddito imponibile, offrendo un vantaggio fiscale non indifferente. Una caratteristica rilevante del capitale di debito è che, a differenza del capitale proprio o di rischio, non influisce sulla proprietà o sulla struttura azionaria dell'azienda. In altre parole, i prestatori di debito non acquisiscono alcun diritto decisionale sull'operatività o la gestione aziendale, il che consente agli azionisti attuali di mantenere invariato il loro controllo. Tuttavia, l'aumento del rapporto debito/patrimonio comporta un innalzamento del rischio finanziario dell'impresa. Un eccessivo carico di debito può esporre l'azienda a vulnerabilità, soprattutto in periodi di contrazione economica o di calo delle vendite, quando la generazione di flussi di cassa potrebbe non essere sufficiente a coprire gli obblighi di rimborso. Di conseguenza, le aziende devono valutare attentamente il proprio profilo di rischio e la capacità di generare reddito prima di decidere il livello di capitale di debito da assumere. Inoltre, in caso di inadempimento, le implicazioni possono essere severe, con i creditori che hanno il diritto di rivendicare i beni o i collaterali posti a garanzia, il che può portare a conseguenze legali complesse e persino alla liquidazione forzata dell'azienda²⁶. Il capitale di rischio, conosciuto anche come equity financing, è quel tipo di finanziamento attraverso il quale l'impresa ottiene il capitale richiesto in cambio di una quota azionaria della società o di una partecipazione nell'equity dell'azienda. Questa forma di finanziamento, contrariamente a quanto avviene con il capitale di debito, non prevede un obbligo di rimborso. Infatti, gli investitori che apportano capitale di rischio non attendono una restituzione periodica del capitale investito, ma sono alla ricerca di un ritorno economico che si concretizza nella valorizzazione delle quote azionarie acquisite. Quando un'impresa decide di accedere al capitale di rischio, si trova di fronte alla diluizione della sua proprietà aziendale. In pratica, significa che i proprietari originari dell'azienda cedono una parte della loro quota di possesso a favore dei nuovi investitori. Questo processo è una componente inevitabile dell'equity financing: in cambio del capitale ricevuto, l'azienda offre agli investitori una partecipazione azionaria. Con questa partecipazione azionaria, gli investitori ottengono spesso diritti significativi all'interno dell'azienda, che possono includere un posto nel consiglio di amministrazione e il diritto di voto nelle decisioni strategiche. L'ingresso di questi nuovi azionisti nel consiglio può portare una nuova

²⁶ Glossario Finanziario – Capitale di Debito, www.borsaitaliana.it

prospettiva e un'influenza rilevante nella direzione che l'azienda prenderà in futuro. Uno dei canali più noti e strutturati per l'accesso al capitale di rischio è rappresentato dall'Offerta Pubblica Iniziale (IPO). Attraverso l'IPO, un'azienda si apre al mercato azionario, permettendo al pubblico di acquistare per la prima volta le sue azioni. Questo passaggio da privato a pubblico non solo permette di raccogliere fondi significativi ma segna anche l'ingresso dell'azienda in un ambiente regolamentato di scambi azionari, dove la valutazione dell'impresa sarà continuamente riflessa dal mercato²⁷.

²⁷ Glossario Finanziario – Capitale di Rischio, www.borsaitaliana.it

Capitolo 2

Perché Quotarsi in Borsa? Aspetti Positivi e Negativi

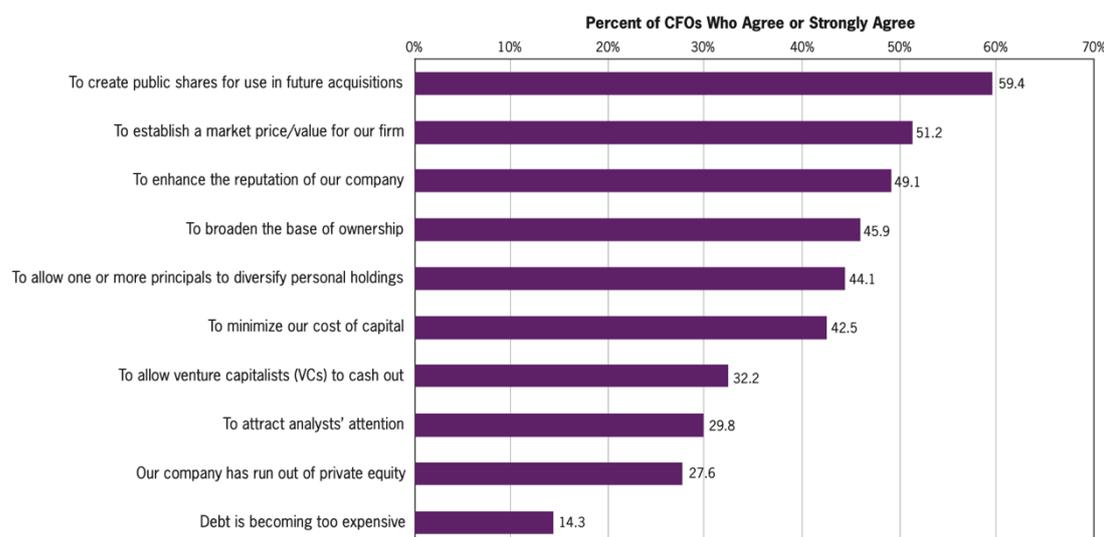
2.1 Motivazioni per la Quotazione in Borsa

Le motivazioni che spingono un'azienda ad intraprendere un processo di quotazione in borsa possono essere innumerevoli e dipendono da molti fattori differenti come, ad esempio, il settore nel quale opera l'impresa, la cultura gestionale interna all'impresa proiettata verso un management finanziario evoluto, il confronto sia strutturale che operativo con i principali competitors di mercato, l'andamento del mercato finanziario e dei suoi prezzi ed altri ancora. Altro fattore centrale nell'analisi delle motivazioni che spingono le imprese a quotarsi in borsa può essere ritrovato nella struttura del settore finanziario italiano. Storicamente, il sistema italiano è stato caratterizzato per la centralità ed importanza ricoperta dalle banche, le quali hanno rappresentato l'unica strada attraverso cui le imprese potevano accedere al capitale richiesto. Negli ultimi anni, in particolar modo a partire dal periodo di pandemia da COVID-19, grazie all'avvento di nuove piattaforme e tecnologie finanziarie (c.d. *Fintech*) ed alla spinta di Banca D'Italia e Parlamento Europeo, il sistema bancocentrico che ha per lungo dominato in sistema finanziario italiano si sta dirigendo verso un sistema incentrato nei mercati²⁸. Per questo motivo, sempre più imprese stanno valutando ed intraprendendo processi di quotazione in borsa, grazie ai quali l'accesso al capitale non sarà più garantito solamente attraverso il canale bancario ma avverrà attraverso il mercato dei capitali, con l'emissione da parte delle imprese di strumenti finanziari al fine di raccogliere capitale tra il pubblico. Al fine di una migliore ed esaustiva comprensione delle principali motivazioni che spingono le imprese alla quotazione presso i mercati borsistici, possiamo rifarci ad una ricerca del 2006 condotta da J.C. Brau e S.E. Fawcett. Nel loro studio, i due economisti hanno sottoposto un questionario ad oltre 330 Direttori Finanziari (CFO) al fine di chiedere loro quali fossero le principali motivazioni che influenzano la decisione di quotarsi nel mercato borsistico. Tra questi manager, 87 sono al comando di aziende che hanno portato a termine il processo di Offerta Pubblica Iniziale, 37 dirigono imprese che hanno valutato la possibilità di quotarsi tramite IPO abbandonando poi l'idea, ed infine, 212 CFO gestiscono imprese che, nonostante siano adeguate ad un eventuale quotazione

²⁸ Panetta F, 27 gennaio 2014, Un sistema finanziario per la crescita, PDF, www.bancaditalia.it

in borsa, hanno optato per rimanere private. Il grafico N.2 inserito di seguito evidenzia quali siano le principali motivazioni che i manager intervistati riconoscono centrali nel processo decisionale relativamente alla quotazione in borsa.

Grafico N. 2: “*Motivations for Going Public*”²⁹



Dall’analisi del grafico soprastante è possibile notare come la motivazione principale, la quale è condivisa da circa il 60% dei Direttori Finanziari intervistati, riguarda la possibilità per le aziende di utilizzare le proprie azioni come moneta di scambio nel mercato. È infatti prassi molto diffusa, quella di concludere operazioni di acquisizioni aziendali e di rami d’azienda utilizzando le azioni detenute come contropartita. Tale pratica porta con sé un duplice vantaggio; l’acquirente ha la possibilità di concludere la transazione anche in mancanza delle disponibilità liquide necessarie, mentre l’azienda acquisita, ottenendo come contropartita azioni dell’acquirente, avrà l’opportunità di partecipare alla gestione di quest’ultimo. In aggiunta, la società acquisita potrà successivamente monetizzare la propria quota vendendo le azioni ricevute sul mercato borsistico. Questo meccanismo di scambio, quindi, facilita le

²⁹ “Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications”, J. C. Brau & S. E. Fawcett, “Journal of Applied Corporate Finance”, VOL 18 N 3: 107-117, June 2006

transazioni inerenti all'acquisizione e cessione di società, conferendo maggiore fluidità e dinamismo a processi usualmente complessi come quelli di fusione e acquisizione aziendale. Le azioni diventano dunque strumenti strategici che amplificano le opzioni a disposizione delle aziende per crescere e ristrutturarsi nel contesto economico globale. La seconda ragione più comunemente condivisa dai dirigenti intervistati riguarda la capacità di assegnare un valore di mercato definito e affidabile all'azienda attraverso la sua quotazione in borsa. Nonostante vi siano molteplici tecniche analitiche che i dirigenti aziendali e le parti interessate possono utilizzare per stimare il valore di un'impresa non quotata, tali stime sono da considerarsi relativamente soggettive e variabili a causa alle diverse interpretazioni che gli economisti possono avere riguardo all'attribuzione di un valore all'azienda. Al contrario, il valore di mercato di una società che diventa pubblica, ossia la sua capitalizzazione di borsa, è da considerarsi come "*valore reale*", essendo confermato dagli operatori di mercato e riflettendo in maniera accurata le oscillazioni della domanda ed offerta di titoli azionari nel tempo. Questa valutazione pubblica è dunque più trasparente e si aggiorna costantemente in risposta ai cambiamenti del mercato, fornendo una misurazione oggettiva e riconosciuta universalmente del valore aziendale. Un'ulteriore motivazione ampiamente condivisa dai CFO consultati è legata all'aumento del prestigio e all'espansione della notorietà che accompagnano l'entrata di un'azienda nel mercato borsistico. Infatti, scegliere di avviare un'Offerta Pubblica Iniziale (IPO) proietta la società al centro dell'attenzione non solo di Banca d'Italia ma anche dei media e in generale di tutti gli investitori, innescando un incremento del focus e dell'interesse verso di essa. Oltretutto, l'ingresso nei mercati azionari, sottoposto ad un rigido controllo normativo da parte della Banca d'Italia e Consob, impone all'azienda l'adattamento a norme e regolamenti particolarmente severi, il che si traduce in un rafforzamento della fiducia e della percezione di sicurezza da parte degli investitori. Questo processo di IPO non solo migliora il profilo reputazionale della società ma esercita anche un'influenza positiva sull'attrattività nei confronti di collaboratori di alto livello e professionisti del settore. Ciò rende l'azienda pubblica un polo di attrazione per figure professionali di spicco e qualificate. In riferimento alle cause meno influenti nelle decisioni dei CFO per quanto attiene la quotazione in borsa, si osserva che la mancanza di capitali privati si colloca alla

penultima posizione, mentre l'eccessivo costo del debito contratto si pone all'ultimo posto. Per quanto riguarda il primo dei due fattori, la limitata rilevanza della scarsità di capitali nell'influenzare la scelta di un'IPO potrebbe trovare una spiegazione nelle caratteristiche interne delle società candidate alla quotazione. Tipicamente, queste società sono entità solide, ben radicate nel loro settore e con dimensioni modeste, il che le rende candidati ideali per accedere al credito mediante canali bancari tradizionali e tramite finanziamenti privati. Di conseguenza, i top manager tendono a perseguire la quotazione in borsa non tanto per colmare il deficit di capitali, quanto più per dotare l'azienda di ulteriori strumenti al fine di acquisire capitali in modo dinamico e versatile. Considerando infine il motivo meno frequente, ovvero il carico troppo oneroso del debito contratto, questa motivazione raccoglie consenso solo dal 15% dei partecipanti al sondaggio, suggerendo che per la maggioranza dei CFO il debito non risulta essere proibitivo. Ciò suggerisce che i tassi di interesse, i quali dipendono strettamente dalla politica monetaria stabilita dalla Banca Centrale Europea (BCE), sono considerati abbastanza contenuti e gestibili dalle imprese. Questa percezione può essere influenzata anche dall'esistenza di modalità di finanziamento alternative che offrono soluzioni più vantaggiose, riducendo così il peso economico rappresentato dal debito.

2.2 Vantaggi della Quotazione in Borsa

La decisione di quotarsi nei mercati borsistici può apportare una serie di cambiamenti significativi per un'azienda. Optare per un'Offerta Pubblica Iniziale (IPO) e trasformarsi così da entità privata a entità pubblica offre una moltitudine di vantaggi strategici che possono rafforzare e promuovere la crescita e la solidità aziendale nel lungo termine. In aggiunta, l'apertura al mercato azionario può rafforzare la posizione competitiva dell'impresa all'interno del mercato, migliorandone la percezione come entità di punta nel suo settore di appartenenza. È fondamentale che i dirigenti aziendali procedano con un'analisi accurata e meticolosa dei molteplici vantaggi che un'entrata in borsa potrebbe comportare. Dopo un'attenta valutazione, spetta a loro la decisione critica di perseguire la strada dell'IPO o di rinunciare all'opzione di diventare pubblici.

Questo processo decisionale richiede una visione strategica di ampio raggio al fine di bilanciare i potenziali vantaggi contro i possibili rischi che tale percorso comporta. I principali vantaggi e benefici che un'impresa può ricevere sono proposti dal seguente grafico N. 3. Questo grafico evidenzia quali sono i principali benefici che secondo Borsa Italiana S.p.A. le imprese possono ottenere intraprendendo e concludendo il processo di quotazione in borsa.

Grafico N. 3: *“I benefici della quotazione”*³⁰



Il primo beneficio sottolineato da Borsa Italiana S.p.A. riguarda la capacità di finanziare lo sviluppo e l'espansione aziendale. L'accesso di un'azienda al mercato azionario consente un ampliamento delle opportunità di finanziamento disponibili per sostenere la propria crescita, sia a livello organico che inorganico. Accedere ai mercati finanziari incrementa le alternative a disposizione delle imprese, rafforzando la loro posizione nei confronti degli istituti bancari e di credito. La capacità di diversificazione delle fonti di finanziamento è particolarmente critica in un'economia globalizzata, dove la rapidità e l'efficacia nell'acquisire risorse finanziarie possono fare la differenza nel cogliere opportunità di mercato e nel sostenere l'innovazione. In aggiunta, le decisioni di finanziamento sono determinanti per definire la struttura del capitale di un'azienda. Tale struttura, che descrive la proporzione tra il debito contratto e il capitale proprio per sostenere le attività aziendali e la crescita, è fondamentale per garantire la resilienza e la solidità finanziaria dell'azienda. La scelta e il raggiungimento della struttura di capitale ottimale è un obiettivo strategico chiave per qualsiasi azienda, il quale è in grado di garantire la minimizzazione dei costi finanziari e la

³⁰ Quotarsi in Borsa Italiana – I benefici della quotazione, www.borsaitaliana.it

massimizzazione del valore per gli azionisti. In definitiva, mentre le strategie di finanziamento e la composizione della struttura di capitale sono complesse e richiedono una ponderazione attenta delle diverse variabili economiche e di mercato, la quotazione in borsa rimane una delle vie più efficaci per un'azienda di assicurarsi il capitale necessario al fine di affrontare le sfide del mercato e capitalizzare su nuove opportunità di crescita. Un secondo vantaggio significativo che l'ingresso in borsa apporta alle imprese è l'incremento della loro visibilità e credibilità sul mercato. Conseguentemente all'annuncio di un'impresa di debuttare sul listino borsistico, l'attenzione dei vari attori di mercato come, ad esempio, i media, le Autorità di vigilanza e regolamentazione e l'intero spettro degli stakeholders aumenta di gran lunga. Tale esposizione mediatica amplifica la riconoscibilità dell'azienda, estendendone la notorietà non soltanto a livello nazionale ma anche internazionale. Parallelamente, il rigoroso iter di quotazione impone il rispetto di regolamenti severi, delineati dagli organismi di controllo, e presuppone una maggiore divulgazione di informazioni finanziarie ed operative, che devono essere messe a disposizione degli investitori in maniera trasparente e continua. Queste dinamiche non solo elevano il profilo pubblico dell'azienda, ma aprono anche le porte a relazioni commerciali e collaborazioni con partner qualificati, il che a sua volta può aprire la strada verso nuovi canali di crescita e possibili espansioni. Con l'aumento della credibilità, l'azienda si attesta come un'entità solida ed affidabile, fattore che può risultare decisivo nel catalizzare investimenti e partnership strategiche nel lungo periodo. Un terzo beneficio che scaturisce dalla decisione di una società di quotarsi sui mercati finanziari riguarda l'allargamento del bacino di azionisti. La quotazione in borsa permette all'impresa di rinnovare e arricchire la propria compagine sociale, accogliendo una varietà di investitori con diversificati profili di rischio e orizzonti temporali. La variegata composizione di investitori non solo contribuisce ad una maggiore stabilità azionaria ma permette di accrescere e diversificare la visione strategica dei dirigenti aziendali. L'apporto di nuove idee e prospettive differenti può essere un catalizzatore importante per l'innovazione e per l'adozione di obiettivi che abbraccino una pluralità di visioni. In aggiunta, la presenza di azionisti esterni incoraggia e favorisce un dialogo aperto e costruttivo, potenziando la capacità dell'azienda di adattarsi e prosperare in un ambiente di mercato sempre più complesso e competitivo. Il quarto vantaggio che

Borsa Italiana S.p.A. individua in caso di quotazione in borsa consiste nella possibilità per gli azionisti originali e/o fondatori di realizzare il valore del loro investimento ed uscire dalla gestione e dalla direzione delle attività aziendali. La quotazione in borsa rappresenta spesso un momento cruciale nel processo di crescita ed espansione aziendale nel quale i creatori dell'azienda e i primi azionisti hanno l'occasione di convertire il loro impegno iniziale in capitale, attraverso la vendita delle loro azioni sul mercato primario. È fondamentale evidenziare che per chi ha fornito capitale di rischio, come nel caso di fondatori ed azionisti, la possibilità di cedere le proprie quote di partecipazione attraverso il mercato azionario costituisce il metodo principale per monetizzare l'investimento effettuato. Tale opportunità garantisce quindi una transizione fluida e rappresenta una strategia di uscita efficace per coloro che hanno sostenuto lo sviluppo dell'azienda sin dal suo esordio. Infine, ulteriore beneficio contratto dalle aziende che si quotano in borsa riguarda la crescita di attrattività e fascino che esercitano nei confronti di personale e risorse altamente qualificate. La presenza in borsa eleva il prestigio dell'impresa per svariati motivi, inclusa l'opportunità di proporre piani di remunerazione come le stock option. Questi strumenti compensativi consentono agli azionisti di mitigare e ridurre il disallineamento di interessi che può sorgere tra chi dirige la società per esempio, gli amministratori, e chi ne detiene il capitale come gli azionisti e i proprietari, un conflitto noto come il problema dell'agenzia. L'adozione di piani di stock option permette di allineare le visioni e le aspirazioni di queste due tipologie di stakeholder, promuovendo un'armonizzazione degli obiettivi all'interno dell'organizzazione e la condivisione di una meta comune verso cui ambire.

2.3 Sfide e Svantaggi della Quotazione

Le sfide e gli svantaggi che un'impresa privata deve affrontare quando decide di diventare pubblica attraverso una quotazione in borsa sono molteplici e di differente natura. Le barriere e i potenziali contraccolpi che emergono sono di ampia gamma e toccano vari ambiti dell'operatività aziendale. Una gestione accurata ed attenta di questi fattori è vitale, poiché sostiene l'architettura aziendale e ne garantisce il

successo e la solidità nel medio e lungo periodo. Questo delicato momento della vita aziendale, se affrontato in maniera ottimale, non solo pone le basi per un efficace debutto sui mercati borsistici ma stabilisce anche le fondamenta per una posizione solida e affidabile di fronte agli investitori e al contesto economico più ampio. L'adeguamento ai regolamenti normativi, la necessità di una comunicazione finanziaria trasparente, la sottoposizione al costante giudizio degli analisti di mercato e l'essere al centro dell'attenzione pubblica sono soltanto alcuni degli aspetti che un'azienda deve incorporare nella sua nuova realtà. L'adattamento a queste nuove esigenze non è meramente procedurale ma richiede un ripensamento strategico sia della struttura aziendale che della sua gestione. In sintesi, la transizione da entità privata a entità pubblica non consiste solamente in un cambio di stato giuridico-finanziario; è una metamorfosi che interpella ogni livello dell'entità aziendale, dalla governance alla cultura interna, richiedendo un equilibrio tra le necessità immediate di conformità e gli orizzonti futuri di evoluzione aziendale. La prima sfida che i dirigenti aziendali devono analizzare e affrontare riguarda i costi relativi alla quotazione e alla successiva permanenza nel mercato borsistico. Come è possibile vedere dal seguente grafico, i costi si suddividono in differenti categorie e tipologie.

Grafico N. 5: “Costi relativi alla quotazione sui mercati”³¹



Come si può notare dal grafico N.5, i costi in questione possono essere suddivisi tra costi fissi, i quali fanno riferimento agli esborsi di capitale che le imprese affrontano indipendentemente dalla loro dimensione e struttura, e costi variabili, i quali dipendono direttamente dalla dimensione del collocamento, dalla struttura aziendale e sono definiti come percentuale sulla raccolta effettiva di capitale. Per quanto riguarda

³¹ Il Processo di Quotazione – Valutare l'investimento, www.borsaitaliana.it

i costi monetari fissi, essi fanno principalmente riferimento alle commissioni di sottoscrizione e di collocamento dovuti nei confronti delle banche d'investimento che agiscono come *underwriter*, i costi di consulenza legale, finanziaria e di accounting alla quale si deve sottoporre l'impresa prima della quotazione, le spese relative al marketing ed alla comunicazione, le spese legali per la produzione di tutti i documenti obbligatori da fornire alle autorità di vigilanza per l'ammissione ed i contributi da versare nei confronti della Consob. In aggiunta a questi costi, vi è un'ulteriore categoria di costi monetari che riguarda le commissioni ed i contributi che spettano a Borsa Italiana S.p.A. per ogni nuova società ammessa ai suoi mercati regolamentati.

Grafico N. 6: “Costi per la prima quotazione o ammissione”³²

	Corrispettivo ogni 1.000.000 di Euro di capitalizzazione	Cap	Floor
Nuove società¹	€ 250	€ 1.000.000	<ul style="list-style-type: none"> • Euronext Milan <ul style="list-style-type: none"> ○ Capitalizzazione ≤ 1 miliardo di Euro: € 40.000 ○ Capitalizzazione > 1 miliardo di Euro: € 100.000 • Euronext MIV Milan: € 20.000 • Euronext Growth Milan: <ul style="list-style-type: none"> ○ Capitalizzazione ≤ 20 milioni di Euro: € 20.000 ○ Capitalizzazione > 20 milioni di Euro: € 30.000

Grafico N. 7: “Costi e corrispettivi annuali”³³

	Corrispettivo ogni 1.000.000 di Euro di capitalizzazione ⁶	Cap	Floor
Tutte le società (ad eccezione delle casistiche sotto riportate)	<ul style="list-style-type: none"> • Fino a un miliardo di Euro di capitalizzazione: € 51 • Da un miliardo di Euro di capitalizzazione in poi: € 47 	€ 430.000	<ul style="list-style-type: none"> • Euronext Milan: € 23.500 • Euronext MIV Milan: € 18.000 • Euronext Growth Milan: € 18.000 • Euronext Growth Milan Segmento professionale: € 18.000

³² Borsa Italiana Price List – Corrispettivi di ammissione o quotazione, PDF, www.borsaitaliana.it

³³ Borsa Italiana Price List – Corrispettivi di ammissione o quotazione, PDF, www.borsaitaliana.it

Grafico N. 8: “Corrispettivo sul capitale raccolto attraverso Borsa Italiana”³⁴

Scaglione di capitale raccolto	Corrispettivo sul capitale raccolto attraverso l'infrastruttura di Borsa italiana ¹⁰
Capitale raccolto fino a € 100 milioni	0,30%
Capitale raccolto tra € 100 milioni e € 300 milioni	0,20%
Capitale raccolto tra € 300 milioni e € 500 milioni	0,15%
Capitale raccolto oltre € 500 milioni	0,10%

Come è possibile notare dai grafici mostrati, i costi riconosciuti nei confronti di Borsa Italiana S.p.A. sono variabili e dipendono direttamente dalle dimensioni del collocamento e dalla tipologia del capitale raccolto. In particolar modo, i costi di per la prima quotazione equivalgono a 250€ per ogni milione di euro di capitalizzazione, mentre i costi annuali equivalgono a 51€ per ogni milione di euro di capitalizzazione fino ad un totale di un miliardo di euro di capitalizzazione, successivamente essi ammonteranno a 47€ per ogni milione di euro di capitalizzazione. Infine, il grafico N.8 mostra i corrispettivi espressi in percentuali che spettano a Borsa Italiana S.p.A. ogni qual volta che l'impresa raccoglie del capitale sui mercati regolamentati italiani. Queste percentuali sono suddivise in scaglioni e diminuiscono all'aumentare del capitale raccolto. Passando all'analisi degli altri svantaggi e sfide che le imprese possono incontrare una volta che quotate in borsa, ritroviamo innanzitutto la necessità di conformarsi e adattarsi ai regolamenti dettati dalle Autorità di Vigilanza. L'adattamento a questi regolamenti non è un processo facile e rapido per l'impresa poiché esso richiede un ripensamento dell'assetto organizzativo, operativo e gestionale di tutte le aree aziendali, dalla gestione operativa fino alla redazione della reportistica finanziaria. Le disposizioni normative fondamentali a cui le società devono attenersi comprendono il Codice Civile, che fornisce le direttive sul funzionamento delle società per azioni; il Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria (TUF), che regola la quotazione in borsa, la divulgazione dei titoli e le procedure di acquisto e di scambio; i regolamenti emanati dalla CONSOB, che contengono i

³⁴ Borsa Italiana Price List – Corrispettivi di ammissione o quotazione, PDF, www.borsaitaliana.it

requisiti ed obblighi informativi periodici per gli emittenti³⁵; e, infine, le normative di Borsa Italiana, che delineano i principi per il corretto funzionamento dei mercati regolamentati e impongono i criteri di trasparenza e correttezza che le imprese devono osservare. Ulteriore svantaggio che deriva dalla necessità di adattamento a regolamenti stringenti e dettagliati consiste nella perdita di segretezza e confidenzialità delle informazioni ed attività aziendali. Infatti, quando una società decide di quotarsi nel mercato borsistico si sottopone a controlli molto invasivi da parte degli organi di controllo e vigilanza, con il conseguente obbligo di dover fornire e pubblicare informazioni che precedentemente erano accessibili solamente a soggetti interni all'azienda e autorizzati. Questa situazione può causare la perdita del vantaggio competitivo di cui godeva l'impresa a favore dei concorrenti, i quali avendo accesso alle informazioni dell'azienda in questione possono replicarne le attività e la gestione. Le informazioni rese pubbliche sono variegate e differenti e, ad esempio, possono includere piani strategici, performance finanziarie e rischi aziendali. Questo dilemma relativo all'equilibrio tra la trasparenza richiesta dal mercato e la protezione delle informazioni personali è una situazione da non sottovalutare, in considerazione anche del fatto che gli odierni mercati internazionali sono caratterizzati per un livello di concorrenza molto elevato ed un numero di competitors molto ampio. Infine, un ulteriore scoglio che le imprese devono saper gestire e superare al fine raggiungere il successo nel medio e lungo periodo riguarda la perdita di controllo gestionale sulle attività aziendali e sulle decisioni di alto livello che deriva successivamente all'ingresso nel mercato di borsa. La quotazione in borsa, infatti, comporta una diluizione delle quote di proprietà dell'azienda apportando nuovi azionisti e modificando in maniera profonda la compagine sociale. Gli azionisti iniziali e i proprietari vedono erosa la loro quota di maggioranza che gli garantiva il dominio decisionale, risultando in una modificazione anche dei processi gestionali interni all'impresa. Inoltre, la necessità di dover considerare e rispondere ad un pool di interessi molto più ampio può apportare anche delle modificazioni nei valori aziendali e negli obiettivi strategici perseguiti. Al fine di superare questa situazione, i dirigenti aziendali devono essere in grado di mettere in atto una serie di provvedimenti e

³⁵ Vaciago, G. and Ricci, S. (eds.) (2023) *L'organismo di vigilanza nelle società : prassi operativa, profili di responsabilità, strumenti digitali di supporto*. Milano: Giuffrè Francis Lefebvre.

modifiche che possano conciliare tutti i nuovi possibili azionisti dell'impresa, considerando anche la rapidità con la quale essi possono entrare ed uscire dalla gestione dell'impresa.

Capitolo 3

Il Processo di Quotazione in Borsa e i Requisiti Necessari

3.1 Come Funziona il Processo di Quotazione

Il processo di quotazione presso il mercato borsistico regolato da Borsa Italiana S.p.A. si configura come un percorso complesso e sfaccettato, in cui l'entità che ambisce a diventare pubblica è chiamata ad assolvere diversi obblighi e requisiti di natura informativa, operativa e strutturale. Questo al fine di attestare nei confronti del pubblico e delle Autorità di Vigilanza la propria integrità e conformità agli stringenti criteri imposti da questi ultimi. Tutti i mercati finanziari mondiali presentano forti somiglianze riguardo all'iter e alle fasi del processo di quotazione con alcune differenze che emergono in riguardo alle procedure burocratiche, la tipologia e i contenuti dei documenti richiesti, le scadenze da rispettare ed i costi generali che un'impresa deve supportare durante l'intero processo che la porta a trasformarsi in un'entità di natura pubblica. La tempistica necessaria a concludere il processo di quotazione varia considerevolmente a seconda di una serie di fattori e non è uguale per tutte le aziende, dato che ognuna presenta le proprie specificità ed esigenze che possono influenzare la durata del processo stesso. In termini generali, si può stimare una durata media che oscilla tra i quattro e i sei mesi, partendo dal momento in cui il Consiglio di Amministrazione (CdA) approva la decisione assembleare di avviare il processo di quotazione fino al debutto effettivo sul mercato azionario con la prima contrattazione dei titoli societari. In generale, è possibile delineare quattro fasi distinte che costituiscono il processo di quotazione: la prima fase, definita come “fase preliminare di preparazione”, è la fase nella quale l'impresa prende la decisione strategica di quotarsi e organizza tutti i documenti necessari al fine di presentare la domanda di ammissione al mercato borsistico di riferimento. In secondo luogo, troviamo un momento cruciale per il processo di ammissione nel quale l'impresa avanza, in collaborazione con advisor legali e finanziari, le attività di due diligence per verificare la sua situazione finanziaria e legale e, inoltre, inizia le attività di pre-marketing³⁶. Segue poi una fase di “attesa”, durante la quale il centro delle operazioni si sposta sulle spalle delle Autorità di Vigilanza, in particolar modo Banca d'Italia e

³⁶ I Mercati Azionari di Borsa Italiana – Il processo di IPO, pubblicato da BDO nel 2023, PDF, pag. 3

Consob, le quali sono incaricate di valutare l'ammissibilità della società al mercato e di fornire all'impresa una decisione in merito all'ammissione o rigetto della domanda avanzata. Infine, giungiamo alla quarta ed ultima fase in cui la società, in caso di accettazione della domanda di ammissione al mercato avanzata, procede a finalizzare il prospetto informativo, promuovere l'offerta pubblica di vendita e determina il valore di emissione delle azioni e il numero di titoli ordinati dagli investitori³⁷. Il seguente grafico N. 9 presenta una rappresentazione delle principali fasi e tempistiche del processo di quotazione in borsa sul mercato Euronext Milan, il principale mercato borsistico italiano:

Grafico N. 9: "Fasi e tempistiche del processo di quotazione"³⁸



Come è possibile vedere dal grafico qui sopra riportato, il processo che porta un'entità privata ad entità pubblica si sostanzia principalmente di quattro diverse fasi le quali, in base alle caratteristiche e necessità dell'impresa, possono avere tempistiche differenti. La prima fase, relativa alle attività preliminari e preparatorie, si apre con la presentazione della proposta di quotazione al Consiglio di Amministrazione (CdA) della società, il quale avrà il dovere di deliberare positivamente o negativamente su questa proposta. Se la decisione del consiglio è positiva, attraverso una riunione dell'assemblea della società, dovranno essere nominati i soggetti che seguiranno l'impresa durante tutto il processo di quotazione, fornendole supporto e consulenza su tutti gli ambiti di loro competenza. Generalmente, il secondo momento consiste in una o più riunioni (c.d. *Kick Off meeting*) nelle quali si riuniscono tutti i soggetti nominati come, ad esempio, advisor finanziario e legale, società di revisione, listing agent e

³⁷ Il Processo di Quotazione – Il processo di quotazione sul mercato Euronext Growth Milano, www.borsaitaliana.it

³⁸ I Mercati Azionari di Borsa Italiana – Il processo di IPO, pubblicato da BDO nel 2023, PDF, pag. 3

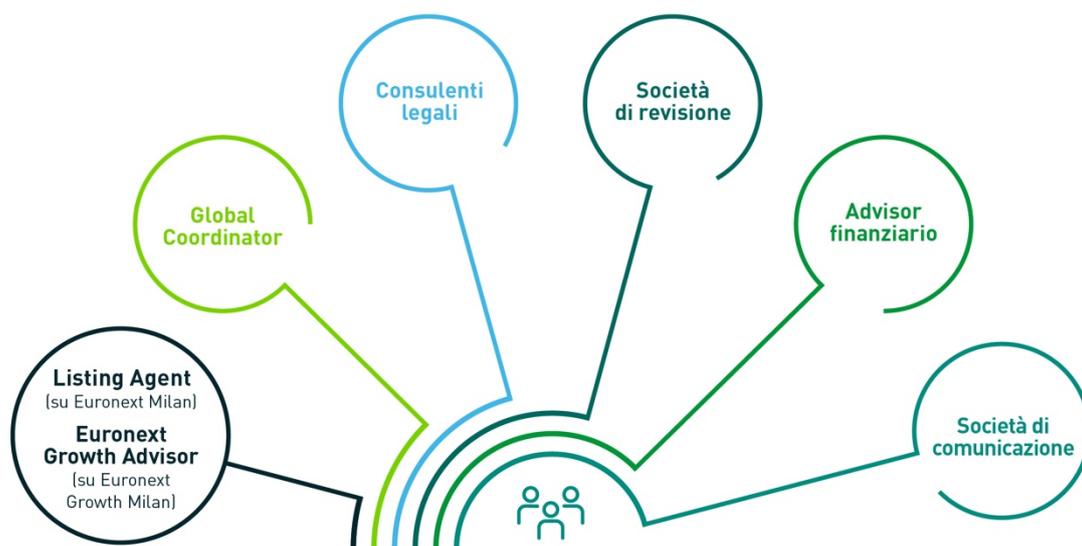
consorzio e consulenti minori nella quale vengono assegnati in maniera chiara e trasparente i rispettivi ruoli e definite le rispettive responsabilità ed inoltre vengono decise le tempistiche, le modalità ed i passaggi chiave da intraprendere al fine di portare a conclusione il processo di quotazione in borsa. In aggiunta, tali riunioni devono anche delineare il perimetro di quotazione ottimale, ossia il numero minimo di azioni da emettere, il price range delle azioni, i compensi che spettano ai soggetti nominati e i relativi utilizzi delle somme ricavate attraverso l'Offerta Pubblica Iniziale. La seconda fase nel processo di quotazione di un'impresa coincide con la fase di analisi e di studio della società stessa, svolta dalla società di revisione prescelta e dai principali advisor legali e finanziari, ed ha come obiettivo cardine quello di produrre un patrimonio informativo completo e dettagliato della società il quale sarà consultabile da parte delle Autorità di Vigilanza in primis, e dagli investitori in un secondo momento. Questa attività di analisi, definita come due diligence, è fondamentale al fine di determinare il profilo di rischio-rendimento dell'impresa. Sempre nella seconda fase, successivamente alla conclusione delle attività relative alla due diligence, si inizia a redigere il Prospetto Informativo, il quale come definito da Borsa Italiana S.p.A. deve: "Contenere le informazioni che, a seconda delle caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto di offerta e dell'emittente, sono ritenuti necessari affinché gli investitori possano formulare un giudizio fondato sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sugli strumenti finanziari e sui diritti ad essi connessi"³⁹. Questa fase termina con la presentazione della domanda di ammissione presso Borsa Italiana S.p.A. da parte della società interessata. La fase seguente vede come attori principali da una parte Borsa Italiana S.p.A. la quale, dopo un'attenta analisi dei documenti forniti dall'impresa come, ad esempio, il Prospetto Informativo, la documentazione inviata e i risultati della due diligence decide se ammettere o rigettare la richiesta di ammissione. Contemporaneamente a ciò, la Consob, informata da Borsa Italiana relativamente alla decisione che è stata presa, avvia un'istruttoria sul Prospetto Informativo al fine di determinarne l'accuratezza e regolarità, elementi essenziali affinché l'Autorità di Vigilanza rilasci il nulla osta per il Prospetto. L'ultimo stadio della procedura che porta un'impresa all'approdo nel listino borsistico comprende una serie di passaggi cruciali

³⁹ Glossario Finanziario –Prospetto Informativo, www.borsaitaliana.it

che la società deve intraprendere per assicurarsi di essere pronta al debutto sul mercato azionario. Un primo compito è quello di finalizzare e pubblicare il Prospetto Informativo, assicurandosi che sia accessibile in maniera chiara e semplice a tutti i potenziali investitori. A questo si aggiunge anche un'intensiva attività di sponsorizzazione e marketing (c.d. *road show*), durante la quale i dirigenti aziendali svolgono incontri *One-to-One* con gli investitori e i soggetti interessati per promuovere l'Offerta Pubblica Iniziale e attirare l'interesse del pubblico di risparmiatori. In seguito, i membri che compongono il consorzio prendono contatto con gli investitori interessati per iniziare la raccolta delle c.d. "dichiarazioni d'interesse" e prevedere una possibile allocazione finale dei titoli aziendali. Questa fase è conosciuta come procedura di *book-building* ed ha come finalità la determinazione della quantità richiesta e il prezzo massimo che gli investitori sono disposti a corrispondere. Tale meccanismo fornisce all'azienda dati fondamentali per stabilire un intervallo di prezzo indicativo per l'emissione delle sue azioni⁴⁰. Dato l'altro grado di complessità e di attività che il processo di quotazione richiede all'impresa interessata a diventare entità pubblica, è di fondamentale importanza, per l'ottimale riuscita della quotazione, che quest'ultima sia in grado di affiancarsi da un gruppo di professionisti capaci e consapevoli. Il supporto che i soggetti prescelti dall'impresa gli forniscono, per quanto riguarda lo svolgimento di tutte le attività e procedure, deve avvenire in maniera costante, chiara e collaborativa al fine di riunire in un'unica visione operativa tutti i diversi interessi dei soggetti coinvolti e per garantire il successo del processo di quotazione, elemento cardine per la solidità aziendale nel medio e lungo periodo. I soggetti coinvolti nelle fasi pre e post-quotazione sono molteplici e possono variare in base alle caratteristiche ed esigenze della società. Il seguente grafico N. 10 propone una rappresentazione dei principali individui e organizzazioni coinvolte per quanto riguarda la quotazione ai mercati di Borsa Italiana S.p.A.

⁴⁰ I Mercati Azionari di Borsa Italiana – Il processo di IPO, pubblicato da BDO nel 2023, PDF, pag. 4

Grafico N. 10: “Soggetti coinvolti nelle fase pre e post – quotazione”⁴¹



Il grafico qui sopra presentato evidenzia quali siano i principali soggetti a supporto dell'azienda durante tutto il processo di quotazione, essi sono:

- **Global Coordinator**, il Global Coordinator è generalmente la banca d'investimento a capo del consorzio di collocamento (c.d. *lead manager*) il cui ruolo principale consiste nella gestione del processo di collocamento dei titoli azionari della società. Tale soggetto è presente in quasi la totalità delle fasi e attività che compongono il processo di quotazione e ricopre diverse funzioni come, ad esempio, la gestione dei rapporti tra emittente e Autorità di Sorveglianza, il supporto all'attività di due diligence, la determinazione del prezzo iniziale di mercato e il sostegno alla stabilità del prezzo del titolo nelle prime fasi successive alla quotazione.
- **Listing agent o sponsor**, come definito da Borsa Italiana S.p.A. questo intermediario finanziario e colui che: “assiste la società nell'intero processo, facendosi garante della qualità, dell'esattezza, della completezza delle informazioni fornite dagli emittenti, dell'ordinato e corretto svolgimento del

⁴¹ Quotarsi in Borsa Italiana – Il ruolo degli Advisor, www.borsaitaliana.it

processo”⁴². Nella fase di post – quotazione, lo sponsor si deve impegnare a pubblicare periodicamente delle analisi sulla situazione economica – finanziaria dell’emittente e, inoltre, deve organizzare incontri periodici tra i dirigenti aziendali e la comunità finanziaria degli investitori.

- **Advisor o consulenti legali**, hanno il ruolo principale di affiancare la società, i suoi azionisti e tutti gli intermediari finanziari per quanto riguarda gli aspetti di natura legale e normativa. Essi controllano anche la corretta forma della contrattualistica prodotta dalla società e la conformità ai dettami di legge. Il ruolo dei consulenti legali è essenziale al fine di rendere chiaro, trasparente e collaborativo il rapporto che intercorre tra l’emittente e la Consob. Inoltre, ricoprono un ruolo di prim’ordine nella preparazione e redazione del Prospetto Informativo, assicurandosi che esso contenga tutte le informazioni necessarie e che sia conforme alle norme di legge.
- **Advisor o consulenti finanziari**, queste società, similmente a come accade per i consulenti legali, hanno il compito di affiancare e supportare l’impresa nel perfezionamento e stesura dei documenti di loro competenza. In particolare, gli advisor finanziari sono responsabili di attività come, ad esempio, fornire consigli per quanto riguarda l’adozione della struttura finanziaria più adatta in base alle caratteristiche dell’emittente, redigere il piano finanziario aziendale, studiare ed analizzare la situazione finanziaria e la struttura di capitale e, assieme al consorzio di collocamento, determinano il prezzo di emissione dei titoli societari e definire la tempistica ottimale per l’approdo nel listino borsistico.
- **Società di revisione**, la principale attività di questo soggetto consiste in un’analisi dettagliata ed approfondita della situazione economico-finanziaria dell’impresa attraverso lo studio dei suoi bilanci e rendicontazioni finanziarie. L’obiettivo è quella di verificare la correttezza di queste informazioni e dati al fine di poter assicurare agli investitori la stabilità e solidità aziendale. Il parere dei revisori viene incluso all’interno del Prospetto Informativo, documento chiave per le decisioni di investimento da parte dei risparmiatori. Le società di revisione sono responsabili dei documenti aziendali che certificano.

⁴² Quotarsi in Borsa Italiana –Il ruolo degli Advisor, www.borsaitaliana.it

- **Società di comunicazione**, le società di comunicazione ricoprono la funzione pubblicistica e informativa nei confronti del mercato. Attraverso servizi di media e investor relations, questi soggetti devono garantire un aumento della visibilità e notorietà dell'impresa durante tutto il processo che precede l'effettiva quotazione in borsa. Il principale obiettivo consiste nell'attirare l'attenzione e l'interesse degli investitori attraverso campagne pubblicitarie ed attività di marketing mirate a migliorare l'immagine e la reputazione aziendale.

3.2 Requisiti per la Quotazione in Borsa

Borsa Italiana S.p.A. si caratterizza per la sua struttura articolata e il suo funzionamento complesso, avendo il compito di gestire una molteplicità di mercati regolamentati, ognuno dei quali progettato al fine di soddisfare le esigenze e necessità sia degli emittenti che degli investitori. La varietà di mercati disponibili per la quotazione di una società comporta una corrispondente varietà nei requisiti richiesti da Borsa Italiana S.p.A., i quali tendono ad essere più rigorosi e gravosi in base al particolare mercato scelto per la quotazione. I requisiti richiesti per l'ammissione al mercato borsistico sono contenuti all'interno del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. Questo documento chiave definisce le norme generali per la quotazione in borsa, rivolgendosi agli emittenti, ai singoli strumenti finanziari scambiati e delineando le procedure richieste per l'ammissione. All'interno di questa cornice regolamentare è possibile avanzare una macro-suddivisione tra due differenti tipologie di requisiti; i requisiti formali ed i requisiti sostanziali i quali, a loro volta, si dividono in requisiti sostanziali economico-finanziari e requisiti sostanziali organizzativi. I requisiti sostanziali per una società che aspira a essere quotata in borsa sono intrinsecamente legati alle sue qualità strutturali, finanziarie e gestionali, che vengono visionate attentamente dalle Autorità di Vigilanza del mercato al fine della valutazione sull'ammissibilità al mercato borsistico. Questi sono elementi fondamentali per assicurare che l'impresa soddisfi gli elevati standard richiesti per operare in un ambiente rigoroso e competitivo. In riferimento ai criteri economico-

finanziari sostanziali, questi comprendono molti degli elementi finanziari ed economici che compongono il tessuto vitale dell'impresa e che possono determinarne il successo o, nel caso di una mala gestione, il fallimento. Questa categoria contiene requisiti come, ad esempio, i livelli di cash flow aziendali, il posizionamento dell'impresa sul mercato, il potenziale di crescita futura e l'analisi della redditività storica e prospettica. In generale, un'impresa può essere ammessa ai mercati borsistici solamente nel caso in cui essa sia in grado di generare profitti positivi, costanti e stabili nel futuro al fine di rassicurare gli investitori relativamente alla propria posizione e solidità. Quanto ai requisiti organizzativi sostanziali, questi si focalizzano sulla struttura organizzativa aziendale, sui meccanismi di responsabilità e su come queste componenti si intrecciano per costituire un sistema organizzativo efficiente. Ciò comporta una gestione basata su principi di trasparenza e chiarezza, soprattutto per quanto riguarda la proprietà ed il controllo aziendale. Oltre a ciò, è richiesta anche la presenza di una governance aziendale forte e valida, la quale possieda una visione unitaria ed una leadership autorevole. Queste caratteristiche consentono all'impresa di dotarsi di una struttura organizzativa flessibile ed efficiente in grado di adattarsi ai repentini mutamenti che caratterizzano il mercato finanziario. In generale, mentre i requisiti sostanziali economico-finanziari si focalizzano sulla solidità e il dinamismo economico dell'impresa, i requisiti sostanziali organizzativi mettono in luce la robustezza e l'efficienza degli organi interni all'impresa i quali formano la struttura organizzativa aziendale. Entrambi i requisiti sono essenziali al fine di ottenere l'approvazione e l'ammissione al mercato borsistico e per assicurare la fiducia degli investitori nel lungo periodo.

Passando ora all'analisi dei requisiti formali, essi riguardano le caratteristiche e le qualità ufficiali che sia la società emittente che gli strumenti finanziari devono possedere al fine di essere ammessi alla quotazione sui mercati regolamentati da Borsa Italiana S.p.A. Tali requisiti sono contenuti e definiti all'interno del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., un documento cruciale che le imprese devono analizzare e comprendere a fondo per adeguarsi alle specifiche richieste di ammissibilità imposte da Borsa Italiana S.p.A. Tale regolamento definisce i requisiti essenziali non solo per gli emittenti ma anche per tutti gli strumenti finanziari contrattati all'interno dei mercati borsistici regolamentati. Il primo e principale

requisito per l'ammissione in borsa, come definito dal regolamento di Borsa Italia S.p.A. nell'articolo n. 2.2.2 consiste nel seguente: "possono essere ammesse alla quotazione le azioni rappresentative del capitale di emittenti che abbiano pubblicato e depositato, conformemente al diritto nazionale, i bilanci anche consolidati degli ultimi tre esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo corredato di un giudizio espresso da un revisore legale o una società di revisione legale iscritti nel registro tenuto dal Ministero dell'Economia e delle finanze..."⁴³. In aggiunta, nel caso in cui il giudizio espresso dalla società di revisione fosse negativo oppure quest'ultima si sia dichiarata impossibilitata ad esprimere un giudizio, l'ammissione dell'impresa al mercato borsistico non potrà essere decretata. Ulteriormente a ciò, il regolamento dispone alcuni requisiti obbligatori per le società di recente costituzione o che abbiano subito modificazioni sostanziali nella loro struttura patrimoniale negli ultimi esercizi. Tali società devono produrre una serie di documenti ed informative volte a rassicurare le Autorità di Vigilanza relativamente alla loro solidità e redditività. In particolare, esse devono produrre il conto economico e rendiconto finanziario relativo ad almeno un esercizio chiuso precedentemente alla domanda di ammissione, lo stato patrimoniale relativo all'esercizio precedente alla domanda di ammissione e ulteriori documenti pro-forma infra-annuali i quali possano testimoniare la regolarità e la solidità aziendale⁴⁴. Infine, concentrandoci sull'analisi dei criteri necessari per l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione, troviamo differenti requisiti obbligatori imposti da Borsa Italiana S.p.A. Questi sono volti alla creazione di un mercato sufficientemente grande per poter assicurare fluidità e continuità nelle contrattazioni dei titoli azionari emessi. In particolare, i titoli azionari emessi devono avere, come definito dall'articolo 2.2.1 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., una "capitalizzazione di mercato prevedibile pari almeno a 40 milioni di euro; Borsa Italiana può ammettere azioni con una capitalizzazione inferiore qualora ritenga che per tali azioni si formerà un mercato sufficiente"⁴⁵. Ulteriore requisito

⁴³ Borsa Italiana - Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. (2024), pag. 25, www.borsaitaliana.it

⁴⁴ Borsa Italiana - Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. (2024), pag. 25, www.borsaitaliana.it

⁴⁵ Borsa Italiana - Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. (2024), pag. 23, www.borsaitaliana.it

relativamente ai titoli azionari contratti all'interno del mercato riguarda la presenza di una sufficiente diffusione la quale: “si presume realizzata quando le azioni siano ripartite presso gli investitori professionali oltre che presso gli investitori non professionali per almeno il 25% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza”⁴⁶. È possibile che per alcuni segmenti di mercato specifici all'interno dei mercati regolamentati di Borsa Italiana S.p.A., come ad esempio il segmento STAR, il flottante minimo richiesto sia più elevato, con un minimo pari ad almeno il 35% del capitale. In ogni caso, Borsa Italiana S.p.A. si riserva il potere di effettuare deroghe alle norme del regolamento successivamente alla valutazione dei singoli casi aziendali e in base alle necessità e caratteristiche dell'emittente.

3.3 Valutazione Post-Quotazione e Governance

Il processo di quotazione in borsa, nonostante rappresenti essenzialmente un'operazione di natura economico finanziaria, richiede una considerazione ed una analisi più ampia e complessa, classificandosi come una scelta strategia volta ad incidere in maniera profonda sull'andamento futuro dell'azienda. Una gestione efficiente della quotazione richiede la presenza di risorse umane qualificate sotto diversi punti di vista, dalle competenze manageriali a quelle professionali, dall'elasticità culturale all'apertura mentale. In particolare, gli amministratori della società hanno il dovere di adottare strategie e processi che permettano un graduale adattamento alle nuove visioni e missioni aziendali. Tutte queste competenze sono necessarie al fine della gestione dei cambiamenti organizzativi che inevitabilmente il processo di quotazione richiede. Pertanto, l'amministrazione del periodo post quotazione e degli effetti che da essa derivano richiedono un approccio flessibile e multidisciplinare, che coinvolge diversi elementi interconnessi tra di loro e inevitabilmente coinvolti nel processo di cambiamento. Questa seconda fase,

⁴⁶ Borsa Italiana - Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. (2024), pag. 23, www.borsaitaliana.it

successiva all'ingresso nei mercati borsistici, rappresenta un momento cruciale nel quale l'impresa dev'essere in grado di consolidare la sua presenza sul mercato azionario, di comunicare efficacemente con gli investitori e di garantire una governance solida e trasparente. Tutto ciò richiede un costante adattamento alle dinamiche del mercato e una continua valutazione e ottimizzazione delle strategie aziendali. La quotazione in borsa comporta quindi profonde e complesse modificazioni in diversi ambiti della vita aziendale, i quali riguardano:

- Le strategie finanziarie
- Le strategie organizzative
- Le strategie sociali
- Le strategie competitive

Analizzando i cambiamenti che la quotazione in borsa comporta in materia di strategie economico finanziarie per l'azienda in considerazione, è possibile affermare che questa area aziendale rappresenta quella che più profondamente viene influenzata e modificata successivamente all'accesso ai mercati borsistici regolamentati da Borsa Italiana S.p.A. In particolar modo, le principali modificazioni che possono verificarsi riguardano:

- **Accesso al capitale:** Sicuramente essa rappresenta la principale e più dirimente modificazione per l'impresa quotata la quale potrà contare su un range di alternative più ampio e diversificato al fine di raccogliere capitali necessari per il finanziamento dei suoi progetti di espansione e crescita. Attraverso l'accesso ai mercati l'impresa acquisisce maggiore libertà di manovra e scelta, potendo raccogliere capitale anche attraverso l'emissione di strumenti finanziari.
- **Struttura del capitale:** La quotazione in borsa comporta dei ripensamenti anche alla struttura del capitale della quale si dota un'impresa. In particolare, per quanto riguarda il rapporto di *leverage*, ossia il rapporto tra indebitamento finanziario netto e patrimonio netto, esso può subire forti modificazioni in relazione con gli strumenti finanziari emessi dall'impresa. In generale, la quotazione in borsa richiede una gestione oculata della struttura del capitale al

fine di rispettare obblighi imposti dalle autorità e mantenere viva la fiducia e l'interesse degli investitori.

- **Politica dei dividendi:** essa subirà inevitabilmente modificazioni profonde a seguito del passaggio della società da entità privata a entità pubblica contrattata sui mercati borsistici. In particolare, i manager aziendali dovranno essere in grado di conciliare le proprie esigenze di finanziamento con le richieste di distribuzione degli utili avanzate dai nuovi azionisti societari. Inoltre, la possibilità di modificare le politiche in materia di dividendi rappresenta uno strumento centrale per alimentare l'interesse di investitori ed azionisti.

In aggiunta a queste aree finanziarie, l'accesso ai mercati borsistici può causare la modificazione di differenti strategie economico finanziarie come, ad esempio, la gestione del rischio finanziario, la comunicazione finanziaria verso l'esterno, la gestione delle negoziazioni con istituti di credito e banche e la capacità di far fronte a situazioni di crisi attraverso l'utilizzo del capitale proprio. In conclusione, l'adattamento delle esigenze e strategie finanziarie dell'impresa con il sentimento del mercato e dei suoi operatori è essenziale al fine di garantire il successo e la redditività aziendale in un mercato altamente globalizzato e competitivo come quello dei mercati azionari. Passando all'analisi della strategia organizzativa, l'accesso da parte di un'impresa ai mercati borsistici regolati da Borsa Italiana S.p.A. richiede una successiva fase di analisi e ripensamenti relativamente alla *corporate governance* adatta alla gestione dell'azienda diventata pubblica. Come definito dal sito di Borsa Italiana S.p.A. per *corporate governance* si intende: “L'insieme di strumenti, regole e meccanismi preordinati alla migliore realizzazione del processo decisionale di un'impresa nell'interesse delle diverse categorie di soggetti che sono interessati alla vita societaria”⁴⁷. L'impatto del cambiamento organizzativo connesso alla quotazione riguarda molti aspetti ed aree differenti dell'impresa, le quali sono cruciali al fine della buona gestione e della continuità aziendale. Il seguente grafico N. 11 fornisce una rappresentazione delle principali aree aziendali che hanno subito un ripensamento e modificazione a seguito del processo di quotazione.

⁴⁷ Glossario Finanziario –Corporate Governance, www.borsaitaliana.it

Grafico N. 11: “L’impatto del cambiamento connesso alla quotazione”⁴⁸

Aree organizzative	Percentuale di imprese che è intervenuta in occasione o successivamente alla quotazione
Sistemi di governance e di controllo interno	100%
Sistemi di comunicazione	100%
Sistemi di controllo di gestione	85,2%
Sistemi di pianificazione strategica e direzionale	84,7%
Struttura societaria/di gruppo	54,4%

Come è possibile notare dal grafico N.11 riportato in precedenza, l’assetto strategico organizzativo dell’impresa subisce forti modificazioni successivamente all’ingresso di quest’ultima all’interno del mercato borsistico. Queste modificazioni sono dettate dalla necessità di adattamento ad un ambiente competitivo diverso, nuovo ed in continua mutazione. Infatti, successivamente alla quotazione in borsa, l’impresa si trova immersa in un mercato altamente vivace e competitivo nel quale le imprese concorrono con entità provenienti da ogni angolo del mondo. Questo scenario richiede un’elevata trasparenza e precisione nelle informazioni fornite, elementi cruciali per gli investitori che basano su questi dati le loro decisioni d’investimento. Contemporaneamente, gli amministratori devono adottare sistemi di governance e controllo che non solo rispettino gli standard normativi, ma che offrano anche la solidità e la flessibilità necessaria per affrontare le repentine trasformazioni del mercato. In particolare, come riportato dalla tabella N.11, le principali aree che subiscono modificazione e ripensamenti sono i sistemi di governance e di controllo interno, i sistemi di comunicazione, i sistemi di controllo di gestione, i sistemi di pianificazione strategica e gestionale e la struttura societaria e di gruppo. Per quanto riguarda la prima di queste aree, quella relativa alla governance e al controllo interno, la caratteristica principale che accomuna la maggioranza delle imprese italiane quotate

⁴⁸ www.borsaitaliana.it - Elaborazioni Borsa Italiana – R&D

nel mercato borsistico riguarda la presenza del modello di governance tradizionale⁴⁹, il quale si caratterizza per la presenza di un Consiglio di Amministrazione (CdA), composto anche da amministratori indipendenti, e di un Collegio Sindacale, entrambi eletti dall'assemblea dei soci. In aggiunta, la società deve dotarsi anche di una Società di Revisione esterna, la quale certifichi i bilanci aziendali e fornisca raccomandazioni e consigli sulla gestione aziendale. Negli ultimi anni, sta aumentando considerevolmente il numero di imprese che, su base volontaria, decidono di istituire comitati endoconsiliari come, ad esempio, il comitato di "remunerazione" e il comitato di "controllo e rischi" i quali sono essenziali al fine di garantire maggiore chiarezza, trasparenza e controllo su tutte le decisioni ed attività aziendali. La seconda area sulla quale le imprese intervengono al fine di adattarsi ai nuovi requisiti richiesti dal mercato azionario consiste nei sistemi di comunicazione verso l'esterno. Successivamente alla quotazione in borsa, infatti, l'impresa e il suo management si trovano a dover fare i conti con una platea di portatori di interessi sempre maggiore e diversificata la quale richiede un'oculata gestione dei rapporti e del dialogo verso l'esterno. In particolare, il management aziendale dev'essere in grado di soddisfare sia gli obblighi informativi imposti dalle Autorità di Vigilanza come Consob e Borsa Italia S.p.A. che le richieste di comunicazione che investitori, azionisti e comunità locali si aspettano di ricevere da parte dell'impresa. Inoltre, la creazione di processi e strategie comunicative efficienti ed attente, la protezione di dati sensibili ed il rispetto delle scadenze prefissate per la comunicazione dell'informativa permettono all'impresa di gestire al meglio la maggiore esposizione mediatica dovuta alla quotazione in borsa e permettono di minimizzare l'impatto negativo che situazioni di crisi e/o controversie societarie potrebbero avere sulla percezione aziendale e sul valore delle sue azioni. Le strategie comunicazione aziendale sono rivolte a molteplici soggetti e possono essere suddivise in quattro macroaree, le quali sono; la comunicazione di marketing, la comunicazione organizzativa, la comunicazione economico-finanziaria e la comunicazione istituzionale. Ognuna di queste macrocategorie si riferisce a *stakeholders* differenti con interessi e visioni variegate. In conclusione, la quotazione in borsa di un'impresa richiede una revisione ed una modificazione delle strategie

⁴⁹ Ordine dei commercialisti ed esperti contabili di Brescia – I modelli di Governance Societaria (2020), pag. 2, www.commercialisti.brescia.it

organizzative, comunicative e di controllo gestionale. Questo passaggio è centrale per gestire le aspettative degli investitori, rispettare gli obblighi informativi e di trasparenza e affrontare la maggiore visibilità mediatica. Una comunicazione oculata e una struttura organizzativa corretta possono migliorare la fiducia del mercato e sostenere il valore aziendale a lungo termine, ricoprendo un ruolo fondamentale nel raggiungimento del successo e della solidità aziendale.

Capitolo 4

Il caso di delisting di Tod's S.p.A.

4.1 Tod's S.p.A., storia, attività ed organizzazione

Tod's S.p.A., simbolo di lusso discreto, stile italiano e artigianalità di alta qualità, rappresenta una delle icone del *Made in Italy* nel settore delle calzature e degli accessori. Le origini dell'azienda risalgono ai primi anni del XX secolo quando Filippo Della Valle, nonno dell'imprenditore italiano Diego Della Valle, iniziò la sua carriera da calzolaio aprendo un piccolo laboratorio calzaturiero. Fin dai primi momenti di attività, grazie alla sua passione e dedizione, Filippo della Valle delineò in maniera chiara la direzione del suo operato puntando sull'eccellenza e sulla qualità delle calzature prodotte. La passione ed i codici di stile adottati fin dall'inizio furono tramandati anche ai suoi figli e nipoti, e a partire dagli anni '70 il giovane Diego della Valle, entrato a far parte dell'azienda dopo un'esperienza di formazione negli Stati Uniti, iniziò la trasformazione dell'attività familiare in un brand di fama internazionale, riconosciuto e apprezzato in tutto il mondo. In questi anni Diego fondò il Calzaturificio Della Valle D. S.p.A., trasformando definitivamente l'azienda familiare in una società industriale. Nonostante la verticale crescita che ha caratterizzato l'azienda marchigiana nel corso degli anni, il management aziendale è sempre stato in grado di mantenere inalterati i valori e codici aziendali, tra i quali; la passione artigianale, uno stile senza tempo, una qualità assoluta e il rispetto per la sostenibilità e per l'attenzione ai materiali utilizzati. Gli anni '90 hanno rappresentato un periodo di forte espansione e crescita per l'azienda la quale, sotto l'attenta guida di Diego della Valle, ha iniziato ad espandere la propria attività a livello internazionale aprendo diverse boutique nelle principali capitali della moda a livello mondiale quali Parigi, New York e Tokyo. Questo periodo è stato fondamentale per consolidare la presenza del marchio nel segmento del lusso, attirando l'attenzione di un pubblico ampio e diversificato. La crescita del gruppo è continuata nei decenni successivi attraverso l'acquisizione di diversi marchi di abbigliamento italiani ed internazionali. Ad oggi, il gruppo Tod's S.p.A. si compone per la presenza di quattro brand differenti ma complementari tra di loro i quali sono: Tod's, Roger Vivier, Hogan e Fay.

Grafico N. 12: “I marchi del gruppo Tod’s S.p.A.”⁵⁰

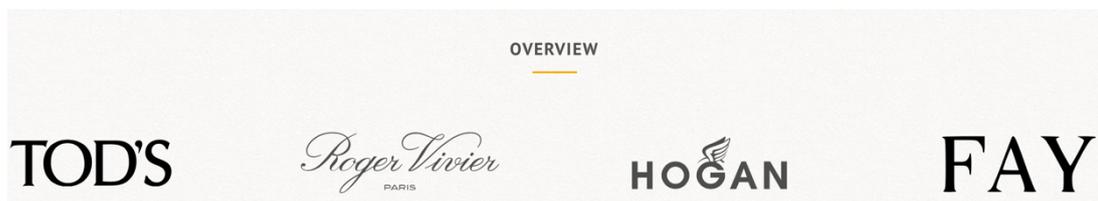
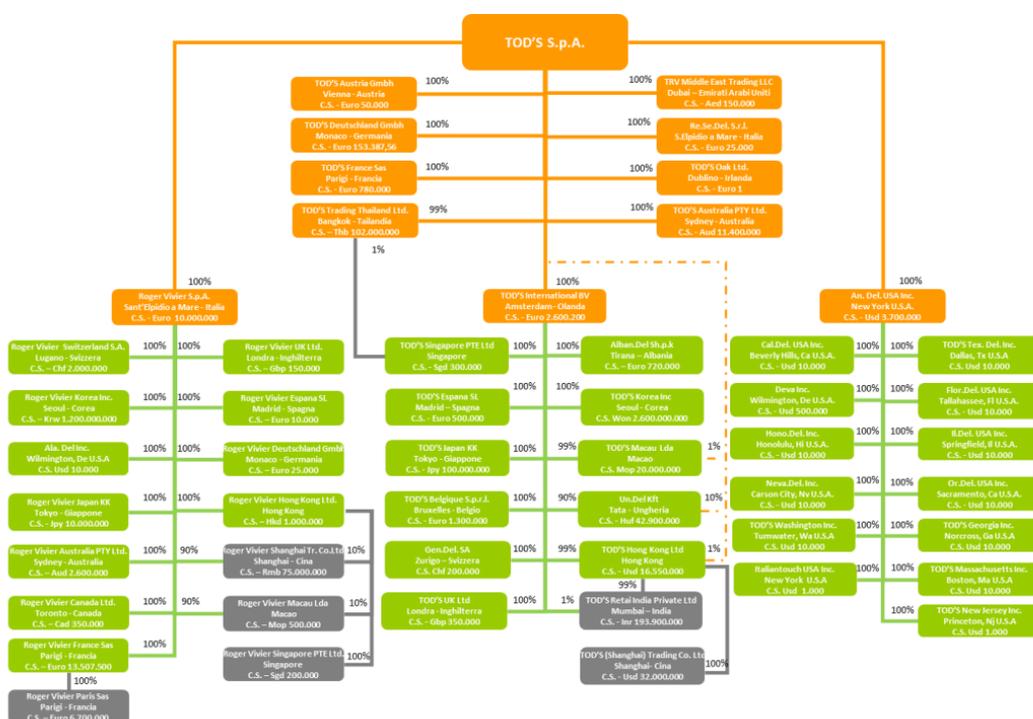


Grafico N.13: “Attività del gruppo Tod’s S.p.A.”⁵¹



Oggi girano, il gruppo Tod’s S.p.A. si configura come uno dei principali leader a livello mondiale per quanto riguarda i settori delle calzature e dell’abbigliamento di lusso. Con un fatturato consolidato di 1127 milioni di euro nel 2023, in netta crescita rispetto all’esercizio precedente, una presenza globale consolidata testimoniata dagli

⁵⁰ Tod’s group – Marchi, Overview, www.todsgroup.com

⁵¹ Tod’s S.p.A. – Relazione Finanziaria Annuale al 31 dicembre 2023 (2023), pagg.5, www.todsgroup.com

oltre 450 punti vendita sparsi per tutto il globo e una forza lavoro che può contare su circa 5000 collaboratori, il gruppo Tod's S.p.A. continua incessantemente la propria crescita ed espansione internazionale, tenendo sempre come punto di riferimento i valori ed i codici etici che hanno caratterizzato l'operato aziendali fin dalla sua costituzione nei primi anni del 1900. La struttura di governance adottata da Tod's S.p.A. è fortemente mutata nel corso della sua storia al fine di adattarla alla crescita ed espansione che ha caratterizzato l'azienda marchigiana. Ad oggi, l'impresa si dota di un Consiglio di Amministrazione (CdA), un Collegio Sindacale, tre differenti tipologie di comitati endoconsiliari che sono; il Comitato Esecutivo, il Comitato per le Nomine e la Remunerazione e il Comitato Controllo e Rischi, una Società di Revisione (Deloitte & Touche S.p.A.) e un dirigente preposto⁵². L'adozione di questa struttura organizzativa permette all'impresa di rispondere in maniera efficiente agli obblighi imposti dalla procedura di *internal dealing* in materia di trasparenza e chiarezza delle informazioni e dei dati trasmessi ai soci. Inoltre, tale struttura è essenziale al fine di garantire la flessibilità e la prontezza d'intervento necessarie per affrontare le sfide che un mercato competitivo e variegato come quello del mondo del lusso impone. L'adozione di questa struttura non è stata semplice e ha richiesto un grande lavoro strategico da parte degli amministratori della società e di tutte le società di consulenza che hanno collaborato con Tod's.

4.2 Motivazioni del delisting e caratteristiche dell'OPA

Le motivazioni alla base della decisione di delisting intrapresa da Diego Della Valle, presidente di Tod's S.p.A., assieme al fratello Andrea Della Valle, amministratore delegato della stessa società e in comune accordo con tutti i principali azionisti della multinazionale marchigiana sono variegata e differenti. Già nell'estate del 2022, la direzione aziendale aveva provato ad intraprendere un OPA (Offerta Pubblica D'Acquisto) mirata all'acquisto delle azioni societarie presenti sul mercato e del

⁵² Tod's S.p.A., Governance - Organi Sociali – Comitati, www.todsgroup.com

successivo ritiro da esso. Nonostante l'offerta presentata prevedesse un prezzo d'acquisto pari a 40€ per azione, ben al di sopra dell'ultimo prezzo di chiusura di mercato, il quale risultava pari a 33,23€ per azione, essa non ha avuto successo e non raggiunse la soglia minima del 90% del capitale sociale, non permettendo alla famiglia Della Valle il ritiro dell'impresa dai mercati borsistici. Due anni più tardi, nel febbraio del 2024, l'azienda marchigiana ha deciso di avanzare per la seconda volta un OPA (Offerta Pubblica D'Acquisto) totalitaria con l'obiettivo principale di uscire dal listino borsistico nel quale entrò nel 2000 quando l'amministrazione aziendale vide il mercato azionario come un catalizzatore fondamentale per garantire la continuità ed il successo aziendale. Le motivazioni alla base della decisione di fuoriuscita dal mercato borsistico sono variegata e differenti tra di loro, ma attraverso l'analisi e il riassunto delle dichiarazioni degli amministratori aziendali e di tutti i soggetti coinvolti in questa operazione è possibile delineare uno schema generale. In particolare, le principali motivazioni sono:

- **Controllo Aziendale**, attraverso l'operazione di delisting dal mercato borsistico è possibile riorganizzare l'assetto proprietario del gruppo Tod's S.p.A. La famiglia Della Valle, proprietaria della quota azionaria di maggioranza del gruppo Tod's S.p.A. ha infatti espresso la volontà di stringere una partnership con la società di private equity americana L Catterton, la quale attraverso la controllata Crown Bidco S.r.l. avvanzerà l'offerta per l'acquisto delle azioni presenti sul mercato. Il nuovo assetto proprietario in caso di riuscita dell'operazione di delisting vedrà la famiglia Della Valle proprietaria del 54% del capitale sociale, suddivise tra partecipazioni dirette ed indirette tramite società controllate, L Catterton proprietaria del 36% del capitale sociale e, infine, la società Delphine S.A.S. (LMVH) della famiglia Arnault possederà il restante 10% del capitale sociale.
- **Ristrutturazione Aziendale**, grazie alla possibile fuoriuscita dal mercato borsistico Tod's S.p.A. avrà la possibilità di attuare operazioni di ristrutturazione e riorganizzazione aziendale in maniera agile ed efficiente, senza la necessità di dover far fronte allo scrutinio pubblico del mercato borsistico e con la possibilità di mantenere privati i nuovi assetti organizzativi e strategici. Tale ristrutturazione aziendale permetterà all'impresa di affrontare

nel migliore dei modi le complesse sfide che un mercato altamente competitivo e globale come quello della moda del lusso impone.

- **Efficienze Operative**, il passaggio da entità pubblica ad entità privata non riguarda solamente aspetti relativi all'efficienza operativa, ma permette all'impresa di ridurre notevolmente i costi legati al rispetto delle normative imposte dalle Autorità di Vigilanza del mercato in materia di trasparenza, obblighi informativi e omogeneità organizzativa. L'impresa risulterà quindi anche più efficiente dal punto di vista della sostenibilità finanziaria.
- **Partnership e piani d'espansione**, il gruppo Tod's S.p.A., tramite le dichiarazioni rilasciate dai propri amministratori, si è dichiarata fortemente interessata e positiva riguardo la conclusione di questa operazione di delisting affiancata dalla società di private equity L Catterton. Tod's S.p.A. ritiene infatti che questa partnership sia fondamentale al fine di garantire il successo aziendale nel medio lungo periodo attraverso la collaborazione con un fondo di private equity che da molti anni è impegnato in investimenti nel settore dei beni di consumo.

L'operazione di delisting avviata da Tod's S.p.A. nel mese di febbraio 2024 può essere definita come un'operazione di delisting amichevole e totalitario. Per amichevole si intende che l'operazione è stata portata avanti in accordo con i principali azionisti della società e con gli amministratori di essa. Vi è infatti un accordo quadro che coinvolge i principali azionisti chiave, i quali hanno espresso il proprio accordo relativamente alla visione di lungo periodo proposta dall'offerente. Al fine della buona uscita dell'operazione di delisting è essenziale che gli azionisti non siano contrati e che apportino il loro contributo, essenziale per la conclusione della transazione da entità pubblica ad entità privata. Per totalitaria invece si intende che l'OPA (Offerta Pubblica D'Acquisto) è mirata all'acquisizione della totalità delle azioni presenti sul mercato borsistico e non già possedute dall'offerente o dai soggetti che operano in concerto con esso. La proposta avanzata da Crown Bidco S.r.l. mira quindi ad acquisire un massimo di 9.255.498 azioni societarie, le quali rappresentano circa il 27.96% del capitale sociale dell'emittente e consistono nella totalità delle azioni contrattate all'interno del mercato borsistico. Al fine di portare a termine con successo l'operazione di delisting dal mercato borsistico, i soggetti in gioco tra cui Tod's S.p.A.,

nella figura di emittente, Crown Bidco S.r.l., nella figura di offerente, e Delphine S.A.S. (LMVH), nella figura di azionista rilevante, si sono prefissati di detenere, alla fine del periodo di adesione all'offerta avanzata, una soglia minima pari al 90% del capitale sociale dell'emittente. Questa soglia è necessaria per poter avanzare la richiesta di revoca delle azioni dalla quotazione sul mercato borsistico, come definito dall'art 2.5.1., comma 6, del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.⁵³. Infatti, al raggiungimento del 90% del capitale sociale posseduto dall'offerente, assieme ai soggetti che operano di concerto, è possibile avviare le procedure di *squeeze-out* al fine di ritirare anche le azioni societarie rimaste in circolazione. L'offerta pubblica d'acquisto (OPA) avanzata dall'offerente prevede una remunerazione pari a 43,00€ per azioni, con un premio pari al 17,59% sul prezzo di chiusura del titolo il giorno precedente all'annuncio dell'offerta. Per questa operazione di delisting, il gruppo Tod's S.p.A., in comune accordo con Borsa Italiana S.p.A., ha previsto un periodo di adesione all'offerta a partire dalle ore 8:30 del 25 marzo 2024 fino alle ore 17:30 del 8 maggio 2024. È possibile, in caso di necessità specifiche, apportare delle deroghe al fine di prolungare il periodo di adesione. La data di pagamento del corrispettivo è prevista per il 15 maggio 2024, salvo proroghe del periodo di accettazione dell'offerta.

I principali soggetti che prendono parte all'operazione di delisting del gruppo Tod's S.p.A. sono molti, ognuno dei quali ricopre un ruolo chiave per il raggiungimento del successo dell'operazione. In particolare, i principali soggetti in questione consistono in:

- **Crown Bidco S.r.l.**, questa società è controllata in maniera diretta e per la sua totalità dal fondo di private equity L Catterton. Tale veicolo societario è stato costituito specificamente al fine di avanzare l'OPA (Offerta Pubblica D'Acquisto) e ricopre quindi il ruolo di offerente nell'operazione di delisting dal mercato borsistico.

⁵³ Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, art. 108, "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", Gazzetta Ufficiale.

- **Tod's S.p.A.**, tale società ricopre il ruolo di emittente ed è infatti la società oggetto dell'acquisizione delle azioni societarie. In particolare, la dirigenza dell'azienda marchigiana punta al riacquisto e al successivo ritiro della totalità delle azioni presenti sul mercato al fine della fuoriuscita dal listino borsistico.
- **J.P. Morgan**, la multinazionale statunitense opera come consulente finanziario dell'offerente. In particolare, l'istituto di credito svolge attività quali la consulenza strategica, la valutazione finanziaria dell'operazione, la gestione dell'offerta e l'assistenza alle negoziazioni e alle comunicazioni verso l'esterno.
- **Intesa San Paolo S.p.A.**, questo istituto di credito italiano ricopre il ruolo di intermediario incaricato del coordinamento della raccolta delle adesioni. In particolare, la banca svolge attività come la comunicazione con gli azionisti, il coordinamento delle adesioni, il supporto logistico ed amministrativo e diverse attività di consulenza e assistenza.
- **Georgeson & Company Inc**, questa società ricopre il ruolo di *global information agent* svolgendo svariate attività come, ad esempio, la fornitura di informazioni relative all'offerta di acquisto agli azionisti, il supporto agli azionisti nella fase di accettazione dell'offerta, la facilitazione delle comunicazioni e gestisce tutte le richieste di informazioni da parte del mercato.

4.3 Conclusioni e prospettive future

L'operazione di delisting avviata dal gruppo Tod's S.p.A., assistita dal fondo di private equity L Catterton, e da altri soggetti ed entità rappresenta un punto di svolta significativo per l'azienda marchigiana. Questa mossa strategica necessita di valutazioni e decisioni oculate e precise al fine di limitare le potenziali ripercussioni e massimizzare i benefici che tale operazione può portare alla multinazionale. Innanzitutto, tale operazione si instaura in un momento di grande dibattito economico e politico relativamente alla necessità di tutelare il mercato del lusso e dell'artigianalità italiana. I principali player di mercato, infatti, sentono sempre più la necessità di

produrre normative e regolamenti che mirino alla tutela della filiera produttiva italiana specializzata nella produzione di prodotti di prima qualità, al fine di evitare che paesi ed imprese straniere possano copiare e rubare il *know-how* sviluppato nel nostro paese. Al contempo però non è possibile intervenire in maniera troppo profonda poiché vi è il rischio di modificare l'assetto competitivo del mercato e di inficiare la sua struttura di funzionamento ed operatività. La tutela della concorrenza è infatti uno dei principi cardine alla base dei settori e dei mercati europei. In secondo luogo, la scelta di Tod's S.p.A. dev'essere letta ed analizzata tenendo in considerazione l'andamento del mercato e del settore della moda e del lusso. Infatti, successivamente al periodo di pandemia da COVID-19 il settore del lusso è stato caratterizzato per una ripresa molto rapida ed una crescita esponenziale nei volumi di vendita e di transazioni, portando molte imprese operanti in tale settore a modificare le proprie strategie operative ed organizzate al fine di adattarsi ai repentini cambiamenti e prosperare. Proprio tenendo in considerazione tale situazione, è possibile analizzare con chiarezza la decisione di Tod's S.p.A. di concludere una partnership con il fondo di private equity L Catterton. Tale fondo, che gestisce più di 35 miliardi di dollari in asset, è da sempre attivo nel mercato dei beni di consumo e, in particolar modo, negli ultimi decenni si è concentrato sull'acquisizione di grandi marchi di abbigliamento e di calzatura come, ad esempio, Etro e Birkenstock. Questa partnership è quindi fondamentale per l'azienda italiana, la quale si dota così di un collaboratore solido, riconosciuto e ben posizionato, grazie al quale potrà sicuramente migliorare la propria situazione economica e finanziaria nel lungo periodo. Il mercato del lusso odierno richiede alle imprese un costante adattamento ai suoi trend e modificazioni e, in particolare, oggi giorno è fondamentale per un'impresa attuare delle acquisizioni verticali (c.d. Integrazione Verticale), lungo la propria filiera produttiva, al fine di controllare in maniera diretta tutti gli stadi che compongono la catena del valore nella produzione dei propri prodotti di lusso. Infatti, i consumatori richiedono una sempre maggiore qualità dei prodotti, accompagnata da chiarezza e trasparenza relativamente ai materiali utilizzati e alla loro provenienza. Per garantire ciò è quindi necessario controllare in maniera diretta quante più fasi possibili della propria filiera economico produttiva. La partnership con il fondo L Catterton rappresenta quindi lo strumento perfetto attraverso il quale Tod's S.p.A., assieme ai suoi partner e collaboratori, potrà

dotarsi di tutti gli strumenti e capitali necessari per attuare politiche di espansione verticale. Affianco all'espansione verticale, essenziale per garantire un livello di qualità dei prodotti sempre maggiore ed un'attenzione alla sostenibilità dei materiali e processi utilizzati, la società italiana dev'essere in grado di attuare politiche di espansione orizzontale mirate ai paesi e mercati in via di sviluppo come, ad esempio, Cina ed Arabia Saudita. Questi mercati garantiscono all'impresa flussi continui di nuovi clienti, aumentando il numero di prodotti venduti e, conseguentemente a ciò, aumentando anche la redditività e i profitti aziendali. È importante specificare però che i profitti aziendali sono influenzati anche dal generale rialzo dei prezzi dovuto all'inflazione che caratterizza i principali mercati globali. Tale espansione orizzontale è essenziale anche al fine di mitigare il possibile insorgere di crisi e difficoltà dovute all'andamento del mercato del lusso nei paesi europei. Infatti, successivamente al periodo post COVID-19 caratterizzato da una forte e costante crescita settoriale, si presume che il mercato dell'abbigliamento e delle calzature di lusso nei paesi europei possa vivere momenti di rallentamento nella sua crescita dovuti a diversi aspetti come, ad esempio, la saturazione del mercato, i cambiamenti demografici, il cambiamento delle preferenze dei consumatori e la crescita dell'e-commerce e della competizione online. In conclusione, le prospettive future per il gruppo Tod's S.p.A. e per suoi principali collaboratori sono variabili e complesse da decifrare. Per garantire la continuità ed il successo aziendale, Tod's dovrà continuare a investire nell'innovazione di prodotto e nel miglioramento dell'esperienza del consumatore, mantenendo al contempo l'impegno verso la sostenibilità e l'etica. Collaborazioni strategiche con marchi che condividono una visione simile potrebbero offrire nuove opportunità di mercato e rafforzare ulteriormente il posizionamento del brand. In quest'ottica si inserisce lo stretto rapporto di amicizia e collaborazione tra gli amministratori e azionisti di maggioranza di Tod's S.p.A., Diego ed Andrea Della Valle, e l'amministratore delegato e proprietario del gruppo francese LVMH, Bernard Arnault. Solamente attraverso una ponderazione ed una gestione attenta ed oculata di tutte queste variabili, l'amministrazione del gruppo Tod's S.p.A. sarà in grado di garantire il successo e la continuità aziendale nel medio e lungo periodo.

CONCLUSIONE

In conclusione, la decisione di accedere ai mercati borsistici regolamentati rappresenta un punto di svolta cruciale e molto importante per tutte quelle entità che puntano ad una crescita ed espansione continua. Oggigiorno i mercati, sia nazionali che internazionali, sono caratterizzati da un'elevata competitività e interconnessione globale, le quali richiedono un impegno costante da parte del management aziendale al fine di ottenere un efficace adattamento che possa garantire il successo aziendale. In quest'ottica di dinamicità e imprevedibilità, l'accesso ai mercati borsistici regolamentati rappresenta un'opportunità di crescita e di sviluppo fondamentale per tutte le imprese che guardano al futuro e che intendono consolidare la propria posizione commerciale. Come riportato all'interno dell'elaborato, l'Initial Public Offering si presenta come un processo altamente complesso il quale richiede, da parte delle entità interessate ad accedere ai mercati borsistici regolamentati, una serie di valutazioni ed analisi complesse e dispendiose. Infatti, molto spesso queste entità necessitano dell'affiancamento di intermediari specializzati ed esperti i quali, grazie alle loro elevate competenze, sono in grado di avanzare valutazioni ed analisi accurate e precise. Questi soggetti ricoprono quindi un ruolo di prim'ordine nel consigliare e guidare le imprese verso le decisioni migliori in base ai propri obiettivi futuri. Il processo di quotazione presso i mercati borsistici regolamentati ha effetti ambigui e discordanti sulla solidità e sul successo aziendale. Infatti, tale processo porta con sé sia vantaggi che svantaggi e sarà quindi compito del management aziendale, affiancato da diversi collaboratori, quello di decidere se intraprendere o meno questo processo. Al fine della buona riuscita del processo di quotazione è essenziale che i benefici da esso derivanti superino le difficoltà ed i costi che l'impresa deve supportare al fine di mettere in atto tale procedimento. È quindi possibile affermare che molte imprese interessate alla quotazione in borsa siano impossibilitate a proseguire tale strada a causa degli elevati costi e sfide che da tale processo derivano. Per terminare, ai giorni d'oggi, l'accesso al mercato borsistico deve rappresentare uno strumento aggiuntivo, e non sostitutivo, per tutte le imprese interessate alla raccolta di capitali. Grazie alla raccolta di finanziamenti tramite il mercato le imprese potranno quindi contare su una

struttura del capitale più equa ed equilibrata, aumentando contemporaneamente sia il loro potere nei confronti di banche ed istituti di credito oltre che la propria solidità in termini economico-finanziari.

BIBLIORAFIA

Adams, M., Thornton, B., & Hall, G. (2011). "IPO pricing phenomena: Empirical evidence of behavioral biases". *Journal of Business & Economics research*.

Alvaro S., Caselli S., D'Eramo D. (2018). "Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI", Quaderni Giuridici-CONSOB,

Amorino, S., (2014). "Manuale di diritto del mercato finanziario". Milano: Giuffrè Editori.

Antoldi, F., Devecchi, C., Cifalinò, A. (2003). "La quotazione delle imprese. Cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali. Milano: McGraw- Hill Education.

Basile I. (1988). "Gli intermediari creditizi e la quotazione in Borsa", in M. Cattaneo [et al.]. Eds: "L'ammissione alla quotazione di Borsa: un'analisi interdisciplinare", Vita e pensiero Milano.

Boehmer, E. & Ljungqvist, A., (2004). On the decision to go public: Evidence from privately-held firms. Deutsche Bundesbank, Research Center.

Borsa Italiana S.p.A. (2024). "Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A."

Consultabile al seguente indirizzo:

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/regolamento-14022024.pdf>

Borsa Italiana S.p.A. (2013). "London Stock Exchange Group acquiesce una quota di maggioranza in GateLab", pubblicato da London Exchange Group.

Consultabile al seguente indirizzo:

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2013/gatelab.pdf>

Brau, J. C., Ryan, P. A., & DeGraw, I. (2006). "Initial Public Offering: CFO perceptions. *Financial Review*", 41(4).

Codice civile italiano (R.D. 16 marzo 1942, n.262) aggiornato agosto 2019

Consob, (2022). "Report on corporate governance of Italian listed companies", a cura di Linciano, N., Ciavarella, A., Di Stefano, G., Signoretti, R., Pierantoni, L., Della Libera, E., Frasca, E.

Ferrero, O. (2021). "Le IPO: dal processo di quotazione alla stima del pricing. Analisi del fenomeno e problematiche valutative", prima edizione, Franco Angeli Editore.

Lawrence M. Benveniste, Paul A. Spindt. (1989). "How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues", Journal of Financial Economics. vol.24, issue 2.

Mishkin Frederic S., Eakins Stanley G., Beccalli E. (2019). "Istituzioni e mercati finanziari", nona edizione, Pearson.

Modena, M., Giordano, L. (2019). "Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane", discussion paper, pubblicato da Consob.

Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). "Why do company go public? An empirical analysis". The journal of Finance, 53(1).

PricewaterhouseCoopers (PwC) (2017). "Considering an IPO to fuel your company's future?". Pubblicato da: PwC Deals.

Consultabile al seguente indirizzo:

https://www.pwc.com/hu/hu/szolgalatasok/konyvvizsgalat/szamviteli-tanacsadas/kiadvanyok/cost_of_an_ipo_2017.pdf

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, F. Allen, S. Sandri (2020). "Principi di finanza aziendale", ottava edizione, McGraw-Hill.

Raganelli, B.M. (2002). "I mercati regolamentati italiani: la Borsa", pubblicato da Archivio Ceradi Luiss.

Consultabile al seguente indirizzo:

https://archivioceradi.luiss.it/documenti/archivioceradi/impresa/banca/raganelli_borsa.pdf

Tiscini, R., Fiori, G. (2020). "Economia Aziendale", terza edizione, Egea Editore.

SITOGRAFIA

Sito ufficiale di Borsa Italiana: www.borsaitaliana.it

Sito ufficiale dell'autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari:
www.consob.it

Sito ufficiale di Banca D'Italia: www.bancaditalia.it

Sito Il Sole 24 ore: www.ilsole24ore.it

Sito BCC Abruzzi e Molise: www.bccabruzziemolise.it

Sito BDO Italia: www.bdo.it

Sito PwC Italia: www.pwc.it

Sito La Repubblica: www.repubblica.it

Sito Odcec Milano: www.odcec.mi.it

Sito Odcec Torino: www.odcec.torino.it