

LUISS 

Corso di Laurea in Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Quotazione in Borsa e Delisting

Prof. Matteo Rossi

Francesco Ascenzi Matr. 275811

Relatore

Candidato

Anno Accademico 2023/2024

Sommario

ABSTRACT.....	3
PREFAZIONE.....	4
CAPITOLO 1: STORIA E PROCESSO DI QUOTAZIONE.....	6
1.1 Cenni storici sulla quotazione.....	6
1.2 Organizzazione della prima offerta pubblica.....	10
1.3 I sottoscrittori.....	14
1.4 Under pricing.....	16
1.5 Performance delle azioni IPO.....	22
CAPITOLO 2: QUOTARSI IN BORSA: VANTAGGI E SVANTAGGI.....	23
2.1 Obiettivi Finanziari, strategici e di visibilità.....	24
2.1.1 Il caso “Airbnb”	29
2.2 Requisiti e costi.....	32
2.3 Perdita di controllo.....	35
2.4 Forme di finanziamento alternative.....	37
CAPITOLO 3: IL <i>DELISTING</i>.....	41
3.1 Delisting involontario.....	43
3.2 Delisting volontario.....	45
3.2.1 Quotazione vs Delisting volontario: Il percorso di Toshiba.....	49
CONCLUSIONI.....	54

ABSTRACT

La presente ricerca esamina il fenomeno delle operazioni di quotazione iniziale (*IPO*) e i fattori che guidano le aziende verso e lontano dal mercato azionario. Attraverso un'analisi approfondita, si discutono i vantaggi associati alle *IPO*, come l'accesso a nuovi capitali e il miglioramento dell'immagine aziendale, oltre ai motivi che spingono alcune aziende al *delisting*, quali la ricerca di una maggiore flessibilità operativa e la riduzione dei costi legati al mantenimento della quotazione. L'analisi si estende alle dinamiche di mercato, esaminando come le condizioni economiche influenzano le tendenze delle *IPO*, illustrando il loro andamento ciclico in risposta ai cambiamenti economici globali. Inoltre, l'obiettivo di questa ricerca è anche quello di acquisire una comprensione approfondita delle motivazioni che spingono le aziende a adottare il *delisting* anziché mantenere la presenza sul mercato al fine di trarne vantaggio. Attraverso casi di studio specifici, come quello di Airbnb e Toshiba, la tesi fornisce una visione pratica delle strategie di *IPO* e *delisting*, offrendo una comprensione più profonda delle scelte di quotazione e ritiro dal mercato azionario.

PREFAZIONE

Durante la loro vita, molte giovani imprese decidono di quotarsi in borsa attraverso una prima offerta pubblica di azioni, cioè un'IPO (*Initial Public Offering*), al fine di vendere azioni di nuova emissione per raccogliere altra liquidità per l'azienda. Dunque, affronteremo in primo luogo i motivi per cui le società decidono di quotarsi, analizzando tutti i vantaggi connessi alle IPO; successivamente, ci soffermeremo sul fenomeno opposto del *Delisting*, cioè il processo mediante il quale una società rimuove, sia su base volontaria sia su base involontaria, le sue azioni da una borsa valori, cessando di essere una società quotata.

Primo quesito fondamentale riguarda il perché le società si quotano sui mercati azionari. In seguito alla quotazione, i mercati azionari, cioè i luoghi dove gli investitori comprano e vendono azioni di società quotate in borsa, consentono ad aziende di ogni dimensione di raccogliere importanti risorse finanziarie per favorire il consolidamento della posizione competitiva, lo sviluppo e la crescita.

Infatti, la quotazione in borsa permette alle società non solo di raccogliere capitali vendendo azioni al pubblico, ma consente anche di rafforzare la reputazione e immagine dell'azienda, aumentandone la visibilità e dunque l'attrattiva verso numerosi investitori. Inoltre, la quotazione in borsa può fornire incentivi significativi ai dipendenti attraverso programmi di stock option o altri piani di partecipazione agli utili basati sul valore delle azioni, in modo da evitare comportamenti opportunistici dei manager.

Le quotazioni, e quindi le nuove emissioni azionarie, non hanno un andamento costante, bensì sono caratterizzate da ciclicità.

Infatti, in corrispondenza di buone prospettive economiche ed eccessivo ottimismo, il mercato è invaso da nuove emissioni; è il caso della bolla speculativa dei titoli *dot-com* del 1999, conseguenza di un'estrema fiducia e ottimismo da parte degli investitori nelle potenzialità di quei determinati prodotti/aziende.

Tuttavia, in corrispondenza di peggioramenti delle prospettive economiche, il numero di emissioni si riduce drasticamente e, negli ultimi anni, molte società si sono addirittura delistate, cioè, hanno abbandonato la quotazione.

Ad oggi il fenomeno del *Delisting* è molto diffuso ed ha interessato diverse società. Caso emblematico è quello di Toshiba, gigante dell'elettronica e dell'energia da tempo in difficoltà, che ha annunciato il completamento di un'offerta pubblica da parte di un consorzio di aziende giapponese: l'Opa spiana dunque la strada al suo *delisting* privato, con conseguente cancellazione di Toshiba dal listino della Borsa di Tokyo, ponendo così fine ai suoi oltre sette decenni di storia come società quotata in borsa.

Le cause di cancellazione di una società dalla borsa sono diverse e, più comunemente, i *delisting* sono dovuti ad operazioni di acquisizione (come nel caso Toshiba) o dalla volontà dell'azienda di perseguire una strategia di crescita ad alto tasso di innovazione. Infatti, investimenti in *R&D* e progetti innovativi sono rischiosi per le società quotate perché i loro risultati sono incerti e non immediati. Tale prospettiva è in contrasto con le richieste del mercato e dei molti investitori che si aspettano profitti di breve termine.

Le aziende però possono subire il *delisting* anche involontariamente e questo avviene quando un titolo non è conforme ai requisiti previsti dalla Borsa. Per poter essere quotate in Borsa, infatti, le aziende devono soddisfare gli standard di quotazione che ogni borsa stabilisce. Lo standard più comune è il prezzo, per cui le società quotate devono avere la capacità di mantenere un prezzo minimo per quotazione, senza scendere al di sotto di tale minimo.

Infine, in alcuni casi, le società scelgono di delistarsi perché ritengono che ciò possa essere vantaggioso per la gestione aziendale o perché i benefici vengano superati dalle spese associate alla quotazione, tra cui le commissioni di quotazione, spese legali e consenziali e i costi relativi alla successiva permanenza sul mercato.

CAPITOLO 1: STORIA E PROCESSO DI QUOTAZIONE

Nel corso di questo primo capitolo verranno forniti alcuni cenni storici sulla quotazione in borsa e saranno trattate le varie procedure che compongono tale processo, partendo dalla selezione dei sottoscrittori fino ad arrivare all'allocazione delle azioni e come queste performano nel lungo periodo.

1.1 Cenni storici sulla quotazione

La quotazione è il processo mediante il quale le azioni di una società vengono messe a disposizione del pubblico e negoziate in una borsa valori regolamentata, cioè un'istituzione finanziaria organizzata che facilita lo scambio di titoli finanziari, come azioni, obbligazioni e altri strumenti. Quando una società decide di quotarsi in borsa, emette azioni che rappresentano le quote di proprietà della società e le vende agli investitori tramite un'offerta pubblica iniziale (IPO) o altra offerta. (Borsa Italiana, s.d.)

La prima emissione pubblica di azioni da parte di una società è rappresentata dalla quotazione in borsa della *Dutch East India Company (VOC)*, nel 1602 ad Amsterdam, un evento storico di grande rilevanza che segna l'inizio del moderno mercato azionario. La *Dutch East India Company (Vereenigde Oost-Indische Compagnie)* è stata fondata nel 1602 come compagnia commerciale delle Indie Orientali. Era responsabile del commercio con l'Asia e aveva il monopolio su questo commercio per conto dei Paesi Bassi. Lo scopo della compagnia era quello di finanziare le sue ambiziose operazioni commerciali. Per farlo, decise di offrire azioni al pubblico attraverso una quotazione in borsa. Questo ha permesso agli investitori di acquistare quote di proprietà della compagnia e di dividerne i suoi profitti derivanti dalle attività commerciali. (Andrew, 2022).

Le azioni della *VOC* furono le prime azioni emesse al mondo. Ogni azione rappresentava una quota di proprietà della compagnia e conferiva al possessore diritti sui profitti e sul governo della società. Queste azioni vennero offerte al pubblico attraverso un'asta pubblica presso la Borsa di Amsterdam, prima vera borsa valori organizzata e regolamentata. Gli investitori potevano partecipare all'asta e acquistare azioni al prezzo offerto: l'esito fu un successo straordinario, poiché le azioni furono rapidamente sottoscritte da una vasta gamma di investitori, compresi mercanti, nobili,

aristocratici e perfino privati cittadini, per cui la società è riuscita ad ottenere il capitale necessario per finanziare le proprie operazioni commerciali.

Questo modello di offerta pubblica in borsa ha avuto un impatto significativo sulla storia economica e finanziaria. Ha aperto la strada alla moderna economia basata sul mercato azionario e ha dimostrato il potenziale delle società per azioni come veicolo per la raccolta di capitale e la condivisione dei profitti.

Dopo la Borsa di Amsterdam, molte altre borse valori hanno iniziato a sorgere in tutto il mondo, specialmente durante il XIX e il XX secolo, a seguito dell'espansione del commercio internazionale e dello sviluppo dell'industria finanziaria.

La prima fu la Borsa di Londra (*London Stock Exchange*), fondata nel 1688, che divenne un importante centro finanziario internazionale durante il XVIII secolo. La *City di Londra* si sviluppò come un fulcro per il commercio e la finanza, con la Borsa di Londra che divenne un punto di riferimento per le società britanniche e internazionali che cercavano di quotarsi in borsa. (Treccani, s.d.)

Successivamente, nel 1792, fu fondata la Borsa di New York (*New York Stock Exchange*) prima denominata *Buttonwood Agreement*, che divenne presto il più grande e influente mercato azionario del mondo. La Borsa di New York si distinse per la sua crescita rapida e la sua capacità di attrarre aziende da tutto il mondo, grazie alla crescita economica degli Stati Uniti e al loro ruolo come potenza economica globale. (Treccani, s.d.)

Nel corso del XIX e del XX secolo, la pratica della quotazione in borsa si diffuse in tutto il mondo, con la fondazione di borse valori in molti paesi. Le borse valori si svilupparono in Europa, in Asia, in America Latina e in altre regioni, diventando centri finanziari vitali per le rispettive economie nazionali.

Nella diffusione della pratica della quotazione in borsa, le società ferroviarie svolsero un ruolo significativo. Durante il XIX secolo, le compagnie ferroviarie negli Stati Uniti e in Europa si quotarono in borsa per raccogliere capitale per la costruzione delle linee ferroviarie. Queste compagnie divennero spesso le prime società a quotarsi in molte nuove borse valori in tutto il mondo. In particolare, la *Stockton and Darlington Railway* fondata nel Regno Unito nel 1825, è considerata la prima società ferroviaria

a quotarsi in borsa. Questa società, che fu la prima ad utilizzare treni trainati da locomotive a vapore per il trasporto di merci e passeggeri su una linea ferroviaria pubblica, rappresentò un momento storico significativo poiché segnò l'inizio dell'era delle ferrovie e dei trasporti su rotaia moderni. L'accesso ai capitali attraverso la quotazione in borsa permise alla società di finanziare la costruzione e l'espansione della sua rete ferroviaria, contribuendo allo sviluppo dell'industria ferroviaria nel Regno Unito e nel mondo. (Britannica, s.d.)

In aggiunta, la pratica della quotazione ha registrato, negli ultimi decenni, una crescita significativa anche nei mercati emergenti, alimentata dalla rapida espansione economica e dall'aumento del flusso di capitali verso queste regioni. Paesi come Brasile, Russia, India, Cina e Sud Africa hanno assistito alla crescita del numero di società quotate in borsa, poiché cercano di capitalizzare sulle opportunità offerte dai mercati finanziari globali. Ad esempio, nel 2014, *Alibaba Group*, un gigante dell'e-commerce cinese, ha effettuato una delle più grandi IPO della storia, quotandosi al *New York Stock Exchange*. L'IPO, in cui il maggiore sottoscrittore e venditore fu *Yahoo*, ha generato oltre 25 miliardi di dollari, diventando la più grande quotazione in borsa di sempre. (La Repubblica, 2014)

Nel corso del XX secolo, le innovazioni tecnologiche hanno rivoluzionato il modo in cui vengono scambiate le azioni e gli altri strumenti finanziari.

La tecnologia ha reso possibile il *trading* elettronico, eliminando la necessità di negoziare titoli in modo fisico sulla borsa. Ora, gli investitori possono effettuare transazioni tramite piattaforme di *trading online*, utilizzando computer o dispositivi mobili, in qualsiasi momento e da qualsiasi luogo. (Il Sole 24ore, 2024)

L'avvento degli algoritmi e del *trading* ad alta frequenza ha introdotto un nuovo livello di sofisticazione nei mercati finanziari. Gli algoritmi sono in grado di analizzare grandi quantità di dati in tempo reale e di eseguire transazioni in frazioni di secondo, sfruttando piccole discrepanze nei prezzi o modelli di mercato. Inoltre, gli algoritmi possono elaborare grandi quantità di dati storici e in tempo reale per identificare *pattern* e tendenze di mercato, al fine di effettuare analisi predittive per fornire agli investitori informazioni preziose per prendere decisioni di investimento.

Tali investitori, dunque, hanno accesso globale ai mercati, cioè, possono accedere e negoziare azioni e altri titoli in borse valori di tutto il mondo, ampliando così le loro opportunità di investimento e diversificazione. Infatti, la globalizzazione ha facilitato il flusso di capitali attraverso le frontiere nazionali: gli investitori possono investire in aziende estere o partecipare a offerte pubbliche iniziali in mercati stranieri, consentendo alle imprese di accedere a capitali esteri per finanziare la crescita e lo sviluppo. (Treccani, s.d.)

La conseguenza è che i mercati finanziari sono sempre più interconnessi, con eventi e notizie che possono influenzare i prezzi degli *asset* in tutto il mondo. Ad esempio, una crisi economica in un paese può avere effetti a catena sui mercati finanziari globali, dimostrando l'interdipendenza delle economie e dei mercati. Ne è un esempio la crisi del mercato immobiliare statunitense del 2007 che ha avuto un impatto devastante sull'economia globale e ha contribuito alla Grande Recessione del 2008. Infatti, la diffusione internazionale di tale crisi è avvenuta poiché le banche e le istituzioni finanziarie hanno confezionato mutui *subprime*, prestiti ipotecari ad alto rischio concessi a individui con bassi punteggi di credito e quindi con alte probabilità di *default*, in pacchetti di titoli, noti come "titoli collaterali garantiti", e li hanno venduti agli investitori in tutto il mondo. Questa pratica ha diffuso il rischio di non rimborso dei prestiti in tutto il sistema finanziario globale, causando ripercussioni globali su molte economie mondiali. Molte nazioni hanno subito recessioni economiche, il commercio mondiale è diminuito e l'occupazione è diminuita in molti settori. Gli effetti della crisi sono stati così gravi che molte economie hanno impiegato anni per riprendersi completamente. (Consob, s.d.)

Parte della responsabilità della crisi va alla *Federal Reserve*, con le sue politiche di prestito facile. Anche il governo americano è colpevole di aver incoraggiato le banche a estendere il credito per l'acquisto di abitazioni a soggetti a basso reddito. Le agenzie di *rating*, dal canto loro, sbagliarono ad assegnare la tripla A, che indica la massima solidità finanziaria, a titoli garantiti da ipoteche che poco dopo entrarono in *default*. Infine, gli stessi banchieri si resero colpevoli della promozione e della rivendita di titoli *subprime*.

Per rispondere alla crisi, i governi e le banche centrali hanno adottato misure straordinarie, tra cui tagli dei tassi di interesse, iniezioni di liquidità nei mercati finanziari e programmi di salvataggio per le istituzioni finanziarie in difficoltà. Dunque, se la globalizzazione ha consentito la diffusione della pratica della quotazione in borsa e la possibilità per gli investitori di entrare in mercati finanziari stranieri, ha fatto senza dubbio emergere la necessità di armonizzare le normative finanziarie e le pratiche di regolamentazione tra paesi e regioni. Organizzazioni internazionali come il G20 e il *Financial Stability Board (FSB)* lavorano per promuovere la cooperazione e lo sviluppo di norme globali per garantire la stabilità e l'integrità dei mercati finanziari, supervisionando le attività delle borse valori e dei partecipanti al mercato. (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)

1.2 Organizzazione della prima offerta pubblica

Nell'organizzare l'offerta pubblica iniziale, il primo compito dei manager della società consiste nel selezionare i sottoscrittori (*underwriter*), i quali svolgono un triplice ruolo: in primis, offrono alla società un servizio di consulenza legale e finanziaria, in secondo luogo comprano l'emissione e infine la rivendono al pubblico. (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venzani, 2018)

Una volta terminata la selezione, società e sottoscrittori preparano un prospetto informativo da presentare all'ente federale preposto alla vigilanza delle borse valori (e.g. CONSOB per l'Italia e *SEC* per gli Stati Uniti), il quale si preoccupa di fare in modo che gli investitori prestino la massima attenzione ai rischi associati ai loro acquisti. Il prospetto informativo, infatti, contiene preziose informazioni: è un documento dettagliato che in un'emissione pubblica di titoli sintetizza le principali informazioni circa le caratteristiche dell'emissione e dell'emittente. (Lowry, Michaely, & Volkova, 2017)

Durante il periodo di attesa dell'approvazione da parte dell'ente federale, la società e i sottoscrittori cominciano a determinare il prezzo di emissione. Per fare ciò, si procede con la valutazione dell'azienda. Questo processo può avvalersi di vari metodi, tra cui multipli di mercato, flussi di cassa scontati (*DCF*) e valutazioni comparative. L'obiettivo è stabilire un range iniziale dei prezzi per le azioni che rifletta il valore reale dell'azienda e attragga gli investitori.

La seguente Figura 1, realizzata dalla banca d'investimento Akros, la quale ha contribuito a realizzare numerose IPO come quella di Moncler, riporta i diversi metodi di valutazione dell'azienda che intende realizzare una IPO. (“La Stampa”, Sandra Riccio e Luigi Grassia, 2013)

Figura 1, “*IPO valuation methods*”

Trading multiples	<ul style="list-style-type: none"> • Multiples based on the enterprise value: not impacted by the capital structure of the company <ul style="list-style-type: none"> • EV/EBITDA: <ul style="list-style-type: none"> ➢ used to evaluate many industries: most popular EV multiple ➢ particularly useful for high capital-intensive companies within a particular industry (D&A is a huge non-cash expense and accounting policies can create a distortion) • EV/EBIT: <ul style="list-style-type: none"> ➢ more appropriate for businesses with low capital intensity • EV/SALES: <ul style="list-style-type: none"> ➢ most applicable for early-stage companies with high growth and limited or negative profitability ➢ also used for businesses with similar cost structures such as retailers • Multiples based on the equity value: can be impacted by changes in the capital structure <ul style="list-style-type: none"> • P/E: <ul style="list-style-type: none"> ➢ appropriate for mature, low-growth companies with positive net earnings ➢ impacted by the level of leverage (interest expenses have an impact on the earning per share) • P/BV: <ul style="list-style-type: none"> ➢ the book value is the difference between total assets and liabilities ➢ used for banks and financial institutions: BV represents a more stable vs earnings that are more volatile due to banking operations (such as trading) • Metrics based on cash generation and distribution: used by investors as control check methods <ul style="list-style-type: none"> ➢ Equity FCF yield (net income + D&A – Capex / market cap) ➢ Dividend yield (dividend per share / share price)
Discounted cash flow	<ul style="list-style-type: none"> • fundamental valuation method that estimates the value of the company on the basis of future cash flow • formula → Enterprise Value = $\sum_{t=0}^N \frac{Cash\ Flow_t}{(1+WACC)^t} + \frac{Terminal\ Value}{(1+WACC)^N}$ • pros & cons: <ul style="list-style-type: none"> ✓ very detailed analysis that can be used when there are no pure comparables ✗ it's more complex than multiples and requires many assumptions

Fonte: “*Akros investment banking*”, Antonio Sgobba, 2024

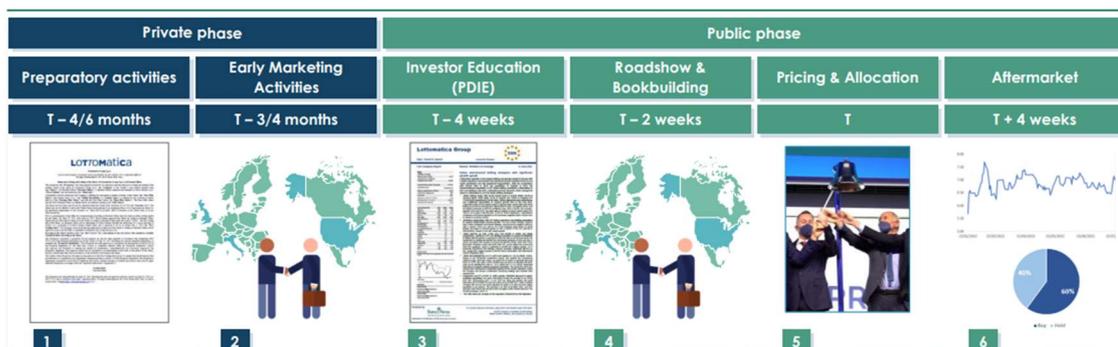
Una volta definito un intervallo iniziale dei prezzi di emissione, i *senior manager* e i sottoscrittori organizzano un “*road show*”, cioè una serie di sessioni caratterizzate da presentazioni dirette ad un pubblico selezionato al fine di parlare ai potenziali investitori, i quali comunicano le informazioni sul numero di azioni che intendono acquistare. Durante questa fase, l'azienda ha l'opportunità di raccontare la propria storia, di mettere in luce le sue prospettive di crescita e di discutere le strategie future. L'obiettivo è duplice: da un lato, suscitare interesse e fiducia negli investitori, dall'altro, raccogliere *feedback* preziosi che potranno influenzare le decisioni successive. (Lowry, Michaely, & Volkova, 2017)

In questo modo, prende avvio la fase del *bookbuilding* in cui i sottoscrittori, basandosi sulle interazioni avvenute durante il *road show*, iniziano a raccogliere manifestazioni d'interesse da parte degli investitori, comprese le quantità di azioni desiderate e i prezzi che sarebbero disposti a pagare. Questo meccanismo permette ai sottoscrittori di "costruire" un quadro dettagliato della domanda di mercato e quindi un *book* di possibili ordini, che sarà cruciale per determinare il prezzo finale di offerta delle azioni. Attraverso un equilibrio tra l'offerta e la domanda, e considerando le valutazioni dei principali concorrenti, si giunge alla definizione di un intervallo di prezzo che mira a massimizzare il capitale raccolto, pur assicurando un'accoglienza positiva da parte del mercato.

Questa fase antecedente la vera e propria quotazione in borsa è dunque caratterizzata da un'intensa attività di comunicazione e negoziazione, dove la trasparenza e la capacità di coinvolgere gli investitori giocano un ruolo chiave. Il successo di un'IPO dipende in larga misura dall'efficacia con cui vengono gestite il *road show* e il *book building*. Questi passaggi non solo determinano il prezzo di lancio delle azioni, ma pongono anche le basi per la percezione di lungo termine dell'azienda presso gli investitori. L'obiettivo finale è quello di stabilire un prezzo di offerta che rifletta il reale valore dell'azienda e che, al contempo, attragga un ampio spettro di investitori, assicurando una transizione fluida verso il mercato pubblico e sostenendo la crescita futura dell'azienda nel panorama finanziario globale. (Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli, 2019)

L'intero processo di quotazione, articolata in una fase *private* ed una *public*, può essere sintetizzato graficamente come illustrato dalla Figura 2.

Figura 2, “Focus on IPO: key steps of the process”



Fonte: " *Akros investment banking* ", Antonio Sgobba, 2024

Per raggiungere l'obiettivo prefissato, possono essere implementate diverse strategie di offerta, ognuna con le proprie specificità e implicazioni, al fine di mettere le azioni a disposizione del pubblico investitore. (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)

Esse includono:

- *Miglior offerta o Best Effort*: Questo approccio implica che i sottoscrittori, agendo in base a un accordo di vendita al miglior sforzo, si impegnano a vendere il maggior numero possibile di azioni, senza tuttavia garantire l'allocazione completa dell'emissione. Questa modalità trasferisce il rischio di una vendita incompleta dall'emittente ai sottoscrittori, i quali si adoperano per ottenere il miglior esito possibile senza assunzioni di obblighi definitivi.
- *Firm Commitment*: In questo caso, il sottoscrittore assume l'obbligo di acquistare e vendere l'intero lotto di azioni offerte, garantendo così all'azienda l'ottenimento del capitale previsto. Questo accordo include tipicamente una clausola " *all or none* " (tutto o niente), che prevede l'annullamento dell'offerta qualora non sia possibile collocare l'intera emissione. Tale meccanismo fornisce un livello elevato di sicurezza finanziaria all'azienda emittente.
- *IPO ad Asta*: Questa metodologia consente una vendita diretta delle azioni al pubblico, con il prezzo finale determinato attraverso un processo di asta basato sulla domanda di mercato. Tale approccio può potenzialmente democratizzare l'accesso alle IPO, permettendo una più ampia partecipazione degli investitori e una possibile ottimizzazione del prezzo di offerta in base alle reali dinamiche di mercato.

In aggiunta, per gestire la domanda eccessiva e stabilizzare il prezzo delle azioni nel post-IPO, può essere prevista l'Opzione *Greenshoe*. Questa clausola, inserita nel contratto di offerta, autorizza i sottoscrittori a acquistare fino a un certo numero di azioni aggiuntive al prezzo di offerta, al fine di coprire eventuali sovra sottoscrizioni. Tale meccanismo funge da ammortizzatore contro la volatilità dei prezzi, consentendo una gestione più fluida delle fluttuazioni di mercato immediatamente dopo l'IPO. (Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli, 2019)

Infine, per evitare oscillazioni negative dei prezzi delle azioni dovute a vendite massive nel breve termine, viene spesso implementata una Clausola di *Lock-Up*. Questa restrizione impedisce agli azionisti interni e agli investitori iniziali di vendere le proprie quote per un periodo definito, generalmente 180 giorni. Questo intervallo temporale è volto a garantire una certa stabilità al prezzo delle azioni, limitando la pressione al ribasso che potrebbe derivare da un'eccessiva offerta sul mercato. (*New York University, Department of Finance, 2000*)

Queste strategie e clausole sono fondamentali per far fronte alle complessità del mercato e assicurare una transizione ordinata dall'essere una società privata a una pubblica, minimizzando i rischi associati e massimizzando le opportunità sia per l'azienda che per gli investitori.

1.3 I sottoscrittori

Nel percorso che porta all'Offerta Pubblica Iniziale, il lavoro congiunto tra l'azienda aspirante alla quotazione e i sottoscrittori è fondamentale. Questi ultimi, esperti del settore finanziario, si avvicinano all'entità con una serie di servizi consultivi strategici ben prima dell'annuncio ufficiale dell'IPO. Questa fase preliminare include una serie di valutazioni e consigli cruciali per il successo dell'operazione. (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venzani, 2018)

In primo luogo, si procede con un'accurata valutazione dell'azienda. Attraverso analisi finanziarie e di mercato, i sottoscrittori calibrano il valore dell'entità, orientando decisioni relative al numero di azioni da mettere in circolazione e alla fascia di prezzo suggerita per l'offerta. Segue poi la definizione della struttura dell'offerta, dove, basandosi sulle specificità del contesto di mercato e sugli obiettivi dell'azienda, vengono valutate diverse strategie, dal *firm commitment* all'approccio più flessibile del miglior sforzo. Non meno importante è l'analisi del momento ideale per lanciare l'IPO, considerando le condizioni attuali del mercato e le tendenze economiche previste. (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)

Dopo aver delineato i termini dell'offerta, i sottoscrittori procedono all'acquisto delle azioni, mettendosi in gioco direttamente con l'assunzione del rischio di vendita. La

loro profonda conoscenza del mercato e l'ampia rete di contatti diventano essenziali per assicurare una distribuzione efficace delle azioni a un'ampia varietà di investitori, che spaziano dagli istituzionali, come fondi pensione e compagnie di assicurazione, agli investitori individuali interessati ad arricchire i propri portafogli personali.

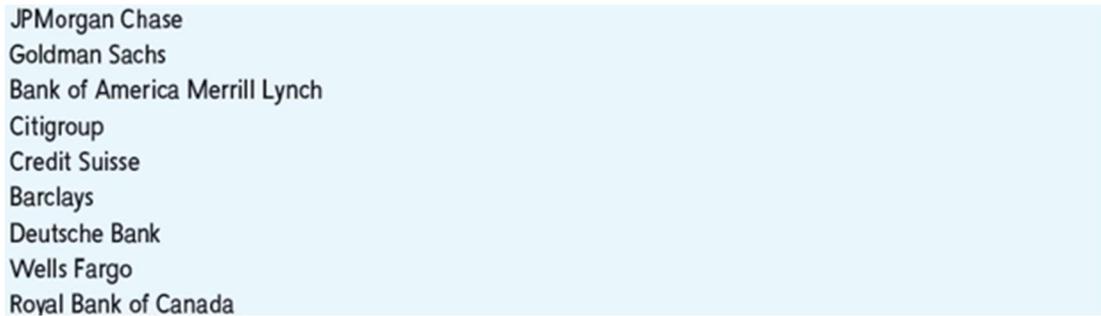
Infine, l'intervento dei sottoscrittori non si conclude con la vendita delle azioni. Nella fase successiva all'IPO, essi giocano un ruolo determinante nella stabilizzazione del prezzo di mercato delle azioni. Attraverso l'opzione *greenshoe*, hanno la facoltà di intervenire acquistando azioni per contrastare eventuali cali di prezzo rispetto al valore iniziale di offerta, contribuendo in tal modo a mitigare la volatilità del mercato.

Questo processo articolato dimostra quanto sia complessa e sfaccettata la preparazione e la realizzazione di un'IPO, richiedendo non solo competenze finanziarie e legali ma anche una strategia comunicativa efficace e un'attenta pianificazione. Per questo motivo, i sottoscrittori ricevono un compenso, strutturato nella forma di uno *spread* e risultante dalla differenza tra il prezzo di acquisto delle azioni dall'azienda e il prezzo di vendita agli investitori. Questo spread rappresenta la loro principale fonte di reddito dall'operazione di IPO e compensa il rischio finanziario e l'investimento di tempo e risorse. La dimensione dello spread può variare in base a diversi fattori, inclusi il volume dell'offerta, la percezione del rischio associato all'azienda emittente e le condizioni generali di mercato. (Meles, 2008)

In conclusione, i sottoscrittori giocano un ruolo multifunzionale nel processo di IPO, fungendo da ponte tra l'azienda emittente e il mercato degli investitori. La loro competenza e le loro risorse sono essenziali per navigare con successo nel complesso panorama delle offerte pubbliche, dalla consulenza strategica e valutazione, passando per l'acquisto e la distribuzione delle azioni, fino alla stabilizzazione post-IPO del prezzo delle azioni.

La seguente Figura 3 riporta i principali sottoscrittori di emissione azionarie nel 2017.

Figura 3, “Principali sottoscrittori di emissione azionarie nel 2017”



JPMorgan Chase
Goldman Sachs
Bank of America Merrill Lynch
Citigroup
Credit Suisse
Barclays
Deutsche Bank
Wells Fargo
Royal Bank of Canada

Fonte: “*Financial times*”, 2017

1.4 Underpricing

Nel momento in cui azienda e sottoscrittori sono in grado di stabilire il prezzo adeguato alle azioni da emettere, possono applicare un prezzo di vendita inferiore a quello ideale, ricorrendo così alla pratica dell'*underpricing*. Il concetto di *underpricing*, strettamente legato alle dinamiche delle Offerte Pubbliche Iniziali (IPO), si manifesta quando il prezzo di offerta delle azioni di una società viene intenzionalmente stabilito al di sotto del loro valore di mercato al momento del debutto in borsa. Questa pratica risulta evidente attraverso l'apprezzamento del prezzo delle azioni nelle prime negoziazioni sul mercato, superando significativamente il prezzo inizialmente fissato per l'IPO. Seppur possa apparire come una scelta controproducente per l'entità emittente, *l'underpricing* è in realtà frutto di una strategia articolata che si propone di bilanciare molteplici obiettivi e necessità. (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)

Tra le principali motivazioni che inducono all'adozione di questa strategia, spicca il desiderio di attrarre un ampio numero di investitori. Stabilendo un prezzo di offerta più accessibile, si incrementa la domanda di azioni, assicurando così il successo dell'operazione di IPO mediante una completa sottoscrizione dell'offerta. Inoltre, considerando l'incertezza che spesso circonda le valutazioni delle aziende in fase di IPO, *l'underpricing* funge da meccanismo di compensazione per gli investitori, offrendo loro un incentivo per assumersi il rischio legato all'operazione. (Ferraro, 2021)

Un'ulteriore considerazione riguarda l'effetto reputazionale: un rialzo del prezzo post-IPO può riflettere positivamente sull'immagine dell'azienda e dei suoi sottoscrittori, evidenziando una forte domanda e interesse nei confronti dell'entità emittente. Questo aspetto è particolarmente rilevante per gli investitori istituzionali, i quali, grazie a un ritorno immediato sull'investimento, possono essere incentivati a partecipare attivamente all'IPO.

Tuttavia, *l'underpricing* non è privo di conseguenze. La scelta di offrire le azioni a un prezzo inferiore rispetto al loro potenziale valore di mercato comporta per l'azienda una rinuncia a capitali che avrebbe potuto altrimenti ottenere. Questo mancato guadagno rappresenta una delle principali criticità di questa pratica insieme al rischio che una differenza troppo marcata tra prezzo di offerta e prezzo di mercato possa sollevare interrogativi sulla capacità di valutazione dell'azienda e dei suoi consulenti finanziari, potenzialmente influenzando le percezioni del mercato riguardo future iniziative.

Inoltre, l'impatto dell'*underpricing* sulle dinamiche di mercato post-IPO può risultare significativo, influenzando la volatilità del titolo e il comportamento degli investitori. Pertanto, la decisione di adottare questa strategia necessita di un'attenta valutazione dei pro e dei contro, tenendo conto non solo degli obiettivi immediati legati al successo dell'IPO, ma anche delle prospettive a lungo termine dell'azienda.

Infatti, nel vivace scenario delle Offerte Pubbliche Iniziali (IPO), l'*underpricing* emerge come una strategia intrigante che, sebbene apparentemente vantaggiosa, nasconde insidie legate alla cosiddetta "Maledizione del Vincitore". Questo fenomeno si verifica quando gli investitori, attratti dalla prospettiva di ottenere un guadagno immediato grazie alla differenza tra il prezzo iniziale di offerta e il valore di mercato al debutto delle azioni, finiscono per sovrastimare il reale potenziale di crescita dell'azienda. La corsa all'acquisto di azioni durante un'IPO o nelle sue fasi iniziali può sembrare una scommessa sicura, ma comporta il rischio di valutazioni eccessivamente ottimistiche. (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)

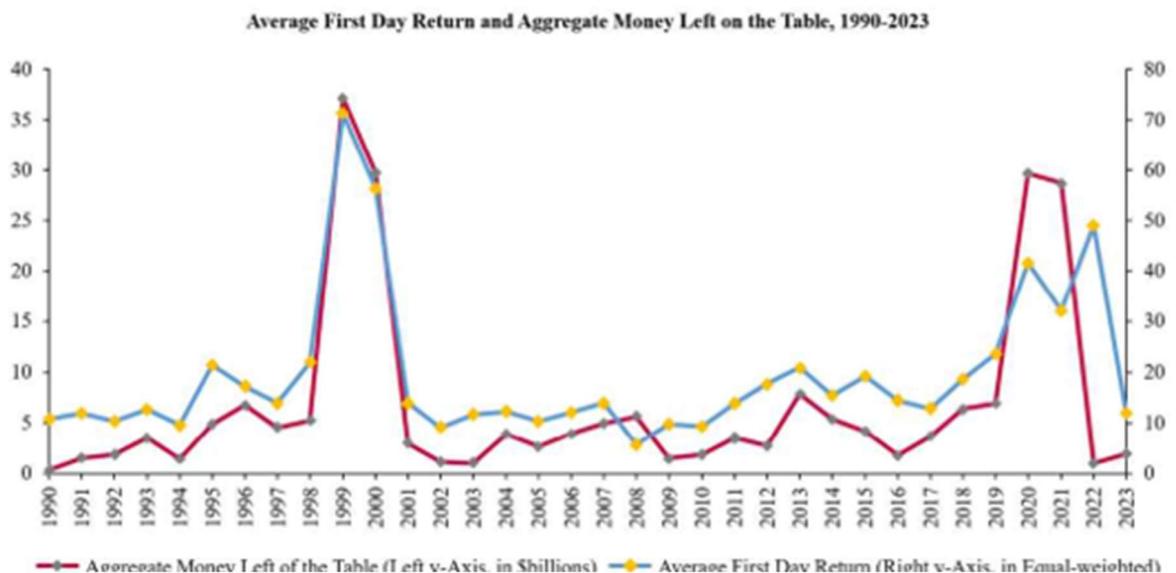
L'entusiasmo per le IPO e *l'underpricing* associato tendono a generare un notevole afflusso di capitali, spingendo il prezzo delle azioni ben al di sopra del loro prezzo di

offerta iniziale. Tuttavia, gli investitori che si lanciano in queste opportunità senza un'adeguata valutazione delle prospettive a lungo termine dell'azienda e del suo posizionamento nel mercato possono presto scoprire di aver pagato un prezzo superiore al valore sostenibile delle azioni. In altre parole, vincere l'asta e aggiudicarsi le azioni al momento dell'IPO non garantisce necessariamente un investimento redditizio, specialmente quando il mercato si corregge e il prezzo delle azioni si adegua a riflettere il vero valore dell'azienda.

Di fronte a tali sfide, gli investitori sono chiamati a valutare con prudenza le IPO. Questo richiede un'approfondita conoscenza sull'azienda in questione, analizzando i suoi bilanci, la strategia aziendale, il contesto competitivo e i rischi potenziali. Invece di cedere alla frenesia di guadagni rapidi, è fondamentale adottare una visione a lungo termine, considerando l'investimento in azioni al momento dell'IPO come parte di una strategia finanziaria ben ponderata. (Berk, DeMarzo, Morresi, Venzani, 2018)

Il seguente grafico (Figura 4) illustra il fenomeno dell'*underpricing* e mostra un campione costituito da IPO con un prezzo di offerta di almeno \$ 5, 00. La quantità di denaro "*Left on the table*", cioè i capitali non ottenuti, è definita come il prezzo di chiusura del mercato il primo giorno di negoziazione meno il prezzo di offerta, moltiplicato per le azioni emesse.

Figura 4: "Average first Day return and Aggregate Money Left on the Table, 1990-2023."



Fonte: *University of Florida, J.R. Ritter, First-day returns and money left on the table in the U.S, 1980-2023*

Il grafico mostra due serie temporali che si estendono dal 1990 al 2023. Una linea rappresenta il cosiddetto "*Average First Day Return*" sulle IPO, ovvero il rendimento medio delle azioni nel primo giorno di contrattazioni, che è rappresentato sull'asse verticale destro della figura. L'altra linea mostra "*Aggregate Money Left on the Table*", quantificando il denaro non guadagnato dagli emittenti a causa dell'*underpricing*, rappresentato sull'asse verticale sinistro in miliardi di dollari. (J.R Ritter, 2024)

La linea del rendimento medio del primo giorno, data dall'unione dei punti gialli, evidenzia picchi e valli che riflettono i cambiamenti annuali nel rendimento delle azioni IPO al loro debutto. Dall'inizio del grafico fino al 2023, si può notare una serie di picchi pronunciati, con uno in particolare che spicca intorno all'anno 2000, corrispondente al periodo della bolla delle dot-com, dove i rendimenti medi del primo giorno erano eccezionalmente alti.

D'altra parte, la linea rossa che rappresenta il denaro lasciato sul tavolo mostra anch'essa variazioni significative anno per anno. Ci sono stati picchi sostanziali di capitale non realizzato dagli emittenti, con uno dei più notevoli intorno al 2000, e un altro picco considerevole nel 2021. Questo suggerisce che in questi anni le azioni sono state emesse a prezzi significativamente più bassi rispetto a quello che il mercato avrebbe sostenuto, portando a un ammontare elevato di "denaro lasciato sul tavolo".

L'andamento delle due linee sembra avere una correlazione: nei periodi in cui i rendimenti del primo giorno sono elevati, anche il denaro non guadagnato dagli emittenti sembra aumentare, suggerendo che l'*underpricing* è stato più marcato. Questo può indicare periodi di intensa euforia di mercato o di forte interesse per le IPO, che possono portare a una valutazione più bassa al momento dell'emissione, seguita da un rapido apprezzamento nel mercato secondario.

Queste considerazioni evidenziano che la psicologia degli investitori e le prospettive economiche influenzano notevolmente il numero delle nuove emissioni azionarie.

Infatti, l'oscillazione nel numero delle Offerte Pubbliche Iniziali (IPO) si presenta come un riflesso diretto delle mutevoli condizioni economiche, intrecciando le prospettive di crescita economica con le percezioni e le reazioni degli investitori. (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)

Il contesto economico svolge un ruolo primario nella decisione delle aziende di accedere ai mercati pubblici. In momenti di prosperità, quando l'economia mostra segnali di crescita robusta e la fiducia nel futuro imprenditoriale è elevata, le società tendono a muoversi verso le IPO per capitalizzare le condizioni positive e accedere a nuove risorse finanziarie. Questo periodo di ottimismo economico si traduce in un incremento delle offerte pubbliche, stimolato anche dalla maggiore disponibilità degli investitori a esplorare nuove opportunità di investimento, attratti dalla prospettiva di rendimenti allettanti.

Parallelamente, la psicologia di mercato assume un ruolo determinante, influenzando significativamente il numero di IPO. Nei periodi in cui prevale un sentimento positivo e i mercati sono in fase di rialzo, l'interesse verso le nuove emissioni cresce, spinto dall'aspettativa di guadagni rapidi e dalla tendenza degli investitori a seguire le correnti ottimistiche del mercato. Al contrario, fasi di incertezza o declino economico vedono un calo nelle attività di IPO, con le aziende che optano per una strategia di attesa, in previsione di tempi migliori per presentarsi sul mercato. (Henry & Gregoriou, 2013)

Caso emblematico di mancata prudenza negli investimenti ed eccessivo ottimismo circa le nuove emissioni azionarie è la bolla delle *dot-com*, avvenuta tra la fine degli anni '90 e l'inizio del 2000. Questo fenomeno si è caratterizzato per l'enorme euforia e speculazione intorno alle aziende operanti nel settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, soprattutto quelle legate a Internet, le cosiddette "*dot-com*". (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)

La bolla ha avuto origine in un contesto di rapida evoluzione tecnologica, con l'avvento di Internet che prometteva di rivoluzionare il modo di fare affari, comunicare e accedere all'informazione. Gli investitori, catturati dall'entusiasmo per questo nuovo mondo digitale, iniziarono a investire massicciamente in startup

tecnologiche, molte delle quali avevano appena una presenza online (da qui il termine "*dot-com*") e spesso non disponevano di un modello di business sostenibile o di profitti.

Durante questo periodo, le valutazioni di mercato delle aziende tecnologiche raggiunsero livelli stratosferici, alimentate da un clima di ottimismo sfrenato e da aspettative di crescita illimitate. Le IPO delle aziende *dot-com* diventarono eventi di grande rilievo, con titoli che vedevano i loro prezzi schizzare alle stelle nel giro di poche ore dal debutto in borsa.

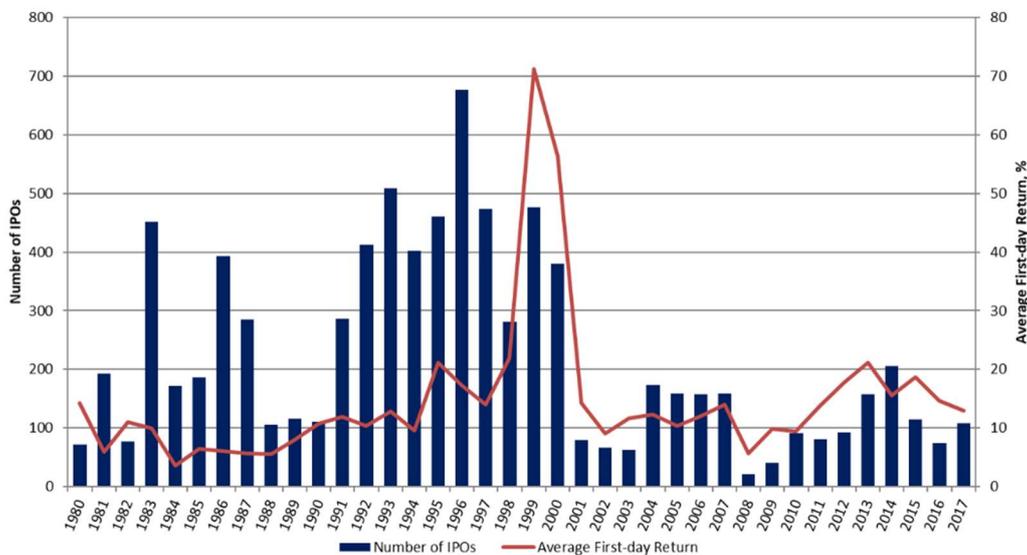
La bolla raggiunse il suo apice tra la fine del 1999 e l'inizio del 2000, per poi scoppiare bruscamente, causando il crollo dei mercati azionari, in particolare del *NASDAQ*, che aveva ospitato la maggior parte di queste IPO tecnologiche. Il crollo fu innescato da una serie di fattori, tra cui il riconoscimento che le aspettative di profitto per molte di queste aziende erano infondate, la crescita dei tassi di interesse e una serie di fallimenti aziendali che consumarono la fiducia degli investitori.

(Consob, s.d.)

Le conseguenze della bolla delle *dot-com* furono profonde e durature. Moltissime aziende fallirono o videro il loro valore di mercato ridursi drasticamente, causando ingenti perdite per gli investitori. Tuttavia, il crollo portò anche a una fase di consolidamento e riflessione nel settore tecnologico. Le aziende che sopravvissero emersero spesso rafforzate, con modelli di business più solidi e sostenibili. Inoltre, il *boom* e il successivo crollo delle *dot-com* fornirono importanti lezioni sul comportamento del mercato, sulla speculazione e sull'importanza di valutazioni aziendali basate su fondamenta concrete.

La seguente Figura 5 riporta il numero di IPO negli Stati Uniti e i rendimenti medi durante il primo giorno di contrattazioni tra il 1980 e il 2017: è possibile osservare il picco dell'*average first day return* verso la fine del 1999, quando scoppiò la bolla delle *dot-com*. Inoltre, il volume delle IPO è stato molto basso negli Stati Uniti dal 2000 in poi: tra il 1980 e il 2000, in media 310 aziende operative sono diventate pubbliche ogni anno; nel periodo 2001-2023, in media solo 116 aziende operative sono diventate pubbliche anno.

Figura 5: “Number of Offerings (bars) and Average First-day Returns (line) on US IPOs, 1980-2023”



Fonte: Ritter J.R., *Number of IPOs and the average first-day return in the U.S, 1980-2017*

1.5 Performance delle azioni IPO

Sebbene le IPO siano spesso al centro dell'attenzione per gli alti immediati ritorni che possono offrire nei primi giorni di quotazione, la loro traiettoria nel lungo periodo presenta un quadro meno uniforme e prevedibile. (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)

La diversità nei rendimenti a lungo termine delle IPO può essere attribuita a una serie di fattori chiave. Tra questi, il contesto economico al momento dell'offerta pubblica, le caratteristiche specifiche dell'azienda, il settore di appartenenza e la resilienza del suo modello di business giocano ruoli determinanti. Le aziende che vanno pubbliche in periodi di ottimismo economico possono sfruttare la favorevole corrente di mercato, ma la sfida rimane nel mantenere la traiettoria ascendente quando le condizioni cambiano.

Un elemento da non sottovalutare è l'effetto del termine del periodo di "lock-up", durante il quale i principali azionisti interni sono soggetti a restrizioni sulla vendita delle loro azioni. La fine di tale vincolo e l'ingresso nel mercato di un maggior

numero di titoli possono generare una pressione verso il basso sui prezzi delle azioni, influenzando così le dinamiche di rendimento. (Borsa Italiana, Lock Up, s.d.)

Inoltre, le aziende che dimostrano un percorso di crescita costante, capacità di innovazione e potenzialità di scalabilità tendono ad avere un impatto positivo sui rendimenti a lungo termine delle loro azioni. La presenza di una governance aziendale solida e una strategia di adattamento efficace alle dinamiche di mercato emergenti sono ulteriori indicatori di potenziale successo post-IPO.

Gli investitori che cercano di capitalizzare sulle IPO nel lungo periodo devono quindi adottare un approccio olistico e basato su una profonda analisi. Esaminare i fondamenti dell'azienda, la sostenibilità del suo vantaggio competitivo, la qualità della *leadership* e le prospettive di crescita futura è essenziale. La diversificazione del portafoglio e la pazienza sono strategie fondamentali per navigare le incertezze del mercato e realizzare eventuali guadagni sostenibili. (*Journal of Financial Economics, long-run IPO returns, 2005*)

In definitiva, benché le IPO rappresentino veicoli allettanti per i rendimenti iniziali, la loro valutazione come investimenti a lungo termine esige cautela, ricerca approfondita e un approccio strategico all'investimento. Investitori ben informati e metodici sono più attrezzati per identificare quelle società che non solo beneficiano dell'iniziale entusiasmo del mercato ma sono anche pronte a espandersi e prosperare nel lungo periodo.

CAPITOLO 2: QUOTARSI IN BORSA: VANTAGGI E SVANTAGGI

La quotazione in borsa rappresenta una tappa fondamentale nella vita di un'impresa, segnando il passaggio da una realtà gestita privatamente a soggetto esposto alle valutazioni e alle fluttuazioni del mercato azionario. Questo processo non solo evidenzia il raggiungimento di determinati standard di successo e affidabilità da parte dell'azienda ma apre anche nuove porte in termini di opportunità finanziarie, strategiche e di mercato. La decisione di quotarsi in borsa è spesso il risultato di una riflessione ponderata sui benefici potenziali che una tale operazione può generare, bilanciati contro le sfide e le responsabilità che comporta l'essere un'entità quotata. (Lowry, Michaely, & Volkova, 2017)

Dal punto di vista finanziario, la quotazione offre alle aziende accesso a capitali precedentemente inaccessibili, permettendo una significativa espansione delle attività o la riorganizzazione del capitale esistente. In termini strategici, essa facilita l'espansione dell'azienda, sia attraverso l'acquisizione di concorrenti sia l'espansione in nuovi mercati. Infine, dal punto di vista della visibilità, la presenza in borsa aumenta la notorietà dell'azienda, migliorando la percezione del marchio e incrementando la fiducia da parte dei consumatori e degli investitori. (Assolombarda, 2010)

Il capitolo mira ad analizzare in modo approfondito queste motivazioni, evidenziando come la quotazione in borsa possa servire come leva per il raggiungimento degli obiettivi aziendali di lungo periodo. Attraverso l'esame degli obiettivi finanziari, strategici e di visibilità, verrà fornito un quadro chiaro delle ragioni che spingono le imprese a compiere questo importante passo, considerando sia i benefici tangibili sia quelli intangibili che ne derivano. La comprensione di queste dinamiche è essenziale non solo per gli stakeholder interni dell'azienda, ma anche per gli investitori, i partner commerciali e gli analisti del settore, che cercano di valutare le prospettive e la solidità delle aziende quotate in borsa.

Successivamente, saranno analizzati i vari svantaggi legati alla quotazione in borsa, dall'onere di soddisfare requisiti specifici e affrontare costi diretti e operativi continui, alla perdita di controllo da parte dei fondatori e all'orientamento al breve periodo che può influenzare negativamente la strategia aziendale a lungo termine. Discuteremo inoltre delle alternative di finanziamento alla quotazione, come il crowdfunding, private equity e il venture capital, che possono offrire alle aziende flessibilità e opportunità di crescita senza alcuni degli oneri associati alla quotazione pubblica.

2.1 Obiettivi Finanziari, strategici e di visibilità

Tra quelli finanziari, uno degli obiettivi primari per un'azienda che decide di quotarsi in borsa è la raccolta di capitale. La quotazione in borsa offre alle imprese un accesso diretto ai mercati finanziari globali, permettendo loro di emettere azioni al pubblico e, di conseguenza, di raccogliere fondi significativi. Questi capitali rappresentano una risorsa vitale per le aziende che cercano di espandere le loro operazioni, investire in ricerca e sviluppo, acquisire altre società o ridurre i loro debiti esistenti.

Attraverso la quotazione, un'azienda può sfruttare la sua visibilità e credibilità per attrarre investitori da tutto il mondo, ottenendo così liquidità a condizioni spesso più favorevoli rispetto ai prestiti bancari tradizionali o ad altre forme di finanziamento privato. Per questo motivo, la quotazione apre anche la possibilità di una ristrutturazione del debito più efficace. Attraverso l'accesso al capitale raccolto dalla vendita delle azioni, un'azienda può ridurre il suo livello di indebitamento, migliorando così la sua struttura di capitale e le sue performance finanziarie. Questo processo non solo diminuisce i costi finanziari dovuti agli interessi sul debito, ma migliora anche i rapporti di bilancio dell'azienda, rendendola più attraente agli occhi degli investitori e degli analisti finanziari. La ristrutturazione del debito attraverso la quotazione in borsa può altresì aumentare la flessibilità operativa dell'azienda, riducendo la pressione sui flussi di cassa e permettendo un reinvestimento più libero delle risorse in attività produttive. Questa maggiore libertà finanziaria è cruciale per mantenere la competitività e perseguire strategie di crescita a lungo termine. (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)

In aggiunta, la quotazione in borsa offre la possibilità di un'importante valutazione di mercato dell'azienda, fornendo un meccanismo trasparente e continuo di pricing basato sulla percezione del valore dell'azienda da parte degli investitori. Questa valutazione di mercato è fondamentale non solo per gli azionisti esistenti, che possono monitorare l'andamento del loro investimento, ma anche per l'azienda stessa, che può utilizzare il proprio valore di mercato come indicatore della propria salute finanziaria e come strumento nelle negoziazioni con partner e investitori. La valutazione ottenuta influenza la percezione degli stakeholder esterni, tra cui fornitori, clienti e istituzioni finanziarie, che possono considerare l'azienda più solida e affidabile. Inoltre, una valutazione di mercato positiva può facilitare ulteriori raccolte di capitale in futuro, poiché un'alta capitalizzazione di mercato tende ad attrarre un maggior numero di investitori. (Lowry, Michaely, & Volkova, 2017)

Nell'ottica degli obiettivi strategici per la crescita e l'espansione aziendale, l'accesso a capitali significativi, come già accennato, permette alle aziende di investire in progetti ambiziosi, dall'espansione geografica all'innovazione di prodotto. Tuttavia, oltre alla mera disponibilità finanziaria, la quotazione in borsa offre anche un prestigio e una visibilità che possono facilitare l'ingresso in nuovi mercati. Le aziende quotate

sono percepite come più affidabili e stabili, caratteristiche che possono essere decisive nell'attrarre partner commerciali e clienti in aree geografiche o settori di mercato precedentemente inesplorati.

Inoltre, la quotazione può agevolare l'acquisizione di concorrenti o di aziende che operano in settori complementari. Con l'accesso diretto al mercato dei capitali, le aziende possono finanziare acquisizioni strategiche che accelerano la crescita, espandono la base di clienti e aumentano la quota di mercato. Queste mosse strategiche non solo consolidano la posizione dell'azienda nel proprio settore ma possono anche aprire nuove vie di diversificazione e innovazione, oltre alle possibilità di fusioni e acquisizioni. (Assolombarda, 2010)

In questo contesto, la quotazione in borsa offre alle aziende una valuta particolarmente attraente: le proprie azioni. Utilizzare le azioni come moneta di scambio in queste operazioni presenta diversi vantaggi, tra cui la non necessità di liquidità immediata e la possibilità per gli azionisti dell'azienda acquisita di partecipare alla crescita futura dell'entità combinata. Questo può rendere l'offerta più allettante per i proprietari delle aziende target e facilitare negoziazioni che altrimenti potrebbero arenarsi su questioni di valutazione o di pagamento.

Le azioni vengono impiegate anche per altri scopi, come quello di attrarre e trattenere talenti chiave, forse uno degli aspetti strategici più sottovalutati della quotazione in borsa. Le opzioni azionarie e gli incentivi basati sulle azioni sono strumenti compensativi intensamente attrattivi in ambienti di lavoro altamente competitivi. Questi strumenti non solo offrono ai dipendenti un senso di proprietà e di partecipazione al successo dell'azienda ma rappresentano anche un incentivo finanziario diretto al raggiungimento di obiettivi a lungo termine.

Per i talenti di alto livello, in particolare, la possibilità di acquisire azioni a un prezzo preferenziale può essere un fattore decisivo nella scelta di unirsi a un'azienda piuttosto che a un'altra. Inoltre, il sistema di incentivi basato sulle azioni può contribuire a creare una cultura aziendale orientata alla performance e al successo collettivo, come nel caso di Disney, stimolando i dipendenti a lavorare verso gli obiettivi comuni dell'azienda con maggiore impegno e motivazione. (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)

In ogni caso, la quotazione in borsa non è solo una mossa strategica e finanziaria per le aziende, ma è anche un potente strumento di marketing che può aumentare significativamente la visibilità dell'azienda, rafforzare il suo *brand* e costruire credibilità. Questi fattori, a loro volta, possono avere un impatto diretto sulla capacità dell'azienda di attrarre nuovi clienti, accedere a nuovi mercati e stabilire relazioni di *partnership* più solide. In questo ambito, uno degli aspetti più interessanti è sicuramente il rafforzamento del marchio dell'azienda. Questo processo inizia dalla pubblicità generata dall'offerta pubblica iniziale stessa, un evento che spesso attira l'attenzione dei media e offre un'ampia copertura mediatica. Essere quotati conferisce all'azienda un sigillo di legittimità e successo che può essere difficile da ottenere attraverso altri mezzi. Inoltre, la visibilità continua data dalla quotazione, inclusi i rapporti finanziari trimestrali, le assemblee degli azionisti e le analisi del mercato, mantiene l'azienda sotto gli occhi del pubblico e degli investitori, contribuendo a mantenere e aumentare la consapevolezza del *brand*. Questo aumento della visibilità può tradursi in un vantaggio competitivo, poiché i consumatori tendono a fidarsi di più e a preferire aziende che percepiscono come leader del settore e finanziariamente solide. (Mehran & Peristiani, 2010)

Un'importante conseguenza potrebbe essere l'eventuale accesso in nuovi mercati, sia geograficamente che in termini di segmenti di clientela. Con il rafforzamento del *brand* e la crescente visibilità, l'azienda può attrarre l'attenzione di clienti e *partner* in aree geografiche e settori dove precedentemente aveva poco riconoscimento. Inoltre, essere quotati può facilitare l'ingresso in mercati regolamentati o in settori ad alta barriera d'ingresso, dove la trasparenza finanziaria e la solidità sono requisiti indispensabili. La capacità di attirare nuovi clienti e stabilire *partnership* strategiche in questi contesti può accelerare l'espansione dell'azienda e contribuire al suo successo globale. (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venzani, 2018)

Successivamente, però, l'azienda deve mantenere la propria reputazione e dunque curare la *brand image*, al fine di costruire e mantenere la credibilità presso gli investitori e il mercato in generale. Le aziende quotate sono soggette a rigorosi requisiti di *reporting* finanziario e di *governance*, che forniscono agli *stakeholder* una visione chiara della salute finanziaria e della direzione strategica dell'azienda. Questa trasparenza aiuta a costruire fiducia tra gli investitori, i quali sono più propensi a

investire in un'azienda che percepiscono come aperta e onesta riguardo alla sua situazione finanziaria e ai suoi obiettivi. Inoltre, il rispetto delle normative di mercato e dei principi di buona *governance* può migliorare la reputazione dell'azienda, rendendola più attraente non solo per gli investitori ma anche per i clienti, i fornitori e i potenziali *partner* commerciali. (Meles, 2008)

In conclusione, gli obiettivi di visibilità associati alla quotazione in borsa, dal rafforzamento del marchio e l'accesso a nuovi mercati alla trasparenza e alla costruzione della credibilità, sono elementi chiave che possono influenzare positivamente la percezione e il successo dell'azienda nel lungo termine. Questi fattori non solo aiutano a posizionare l'azienda come *leader* nel suo settore, ma forniscono anche le fondamenta per una crescita sostenibile e per lo sviluppo di relazioni di fiducia con clienti, investitori e *partner*.

La seguente tabella (Table 1) sintetizza tutte le motivazioni per la quotazione suddivise per aree.

Table 1: “Reasons for Listing process”

Obbiettivi	Motivazione	Descrizione
FINANZIARI	Raccolta di capitale	Permette alle aziende di raccogliere fondi significativi per espandere operazioni, investire in R&D, acquisire altre società o ridurre debiti esistenti.
	Ristrutturazione del debito	Attraverso la vendita di azioni, un'azienda può ridurre il livello di indebitamento migliorando la struttura di capitale e le performance finanziarie.
	Valutazione di mercato	Fornisce un meccanismo trasparente e continuo di pricing basato sulla percezione del valore da parte degli investitori.
	Accesso al capitale a condizioni favorevoli	Ottenimento di liquidità a condizioni più favorevoli rispetto ai prestiti bancari tradizionali o ad altre forme di finanziamento privato.

STRATEGICI	Espansione geografica	Permette di investire in progetti ambiziosi e facilita l'ingresso in nuovi mercati geografici e settori.
	Innovazione di prodotto	Consente alle aziende di innovare e lanciare nuovi prodotti.
	Acquisizione di concorrenti	Finanziamento di acquisizioni strategiche per accelerare la crescita e aumentare la quota di mercato.
	Utilizzo delle azioni come valuta di scambio	Utilizzo delle azioni come moneta di scambio per facilitare negoziazioni e acquisizioni.
VISIBILITA'	Aumento della visibilità	Aumenta significativamente la visibilità dell'azienda presso il pubblico e gli investitori.
	Rafforzamento del brand	La quotazione rafforza il brand aziendale, attribuendo un sigillo di legittimità e successo.
	Accesso a nuovi mercati	Facilita l'ingresso in mercati regolamentati o settori ad alta barriera d'ingresso.
	Costruzione e mantenimento della credibilità	Aiuta a costruire fiducia tra gli investitori e migliora la reputazione aziendale.

2.1.1 Il caso “Airbnb”

Airbnb, la rinomata piattaforma di condivisione di alloggi, ha segnato un capitolo importante nella sua storia decidendo di entrare nel mercato azionario con un'offerta pubblica iniziale nel dicembre 2020. Questo passo è stato compiuto nonostante le sfide senza precedenti introdotte dalla pandemia di COVID-19, che aveva notevolmente influenzato il settore del turismo e dell'ospitalità. La scelta di Airbnb di avviare l'IPO è stata guidata da una serie di ragioni finanziarie e strategiche, essenziali per capire le forze che guidano le aziende tecnologiche innovative verso la quotazione in borsa. (Forbes, 2020)

La principale motivazione dietro la decisione di Airbnb di entrare in borsa era il bisogno urgente di accedere a capitali aggiuntivi. Anche se la pandemia aveva pesantemente colpito il settore dell'ospitalità diminuendo drasticamente le prenotazioni, l'IPO ha rappresentato per Airbnb un'occasione per consolidare la sua solidità finanziaria. Questi nuovi fondi hanno permesso all'azienda di attraversare

periodi di incertezza, investendo in iniziative di crescita innovativa, come lo sviluppo di nuove categorie di alloggio e la penetrazione in mercati inesplorati. (Il Sole 24ore, 2020)

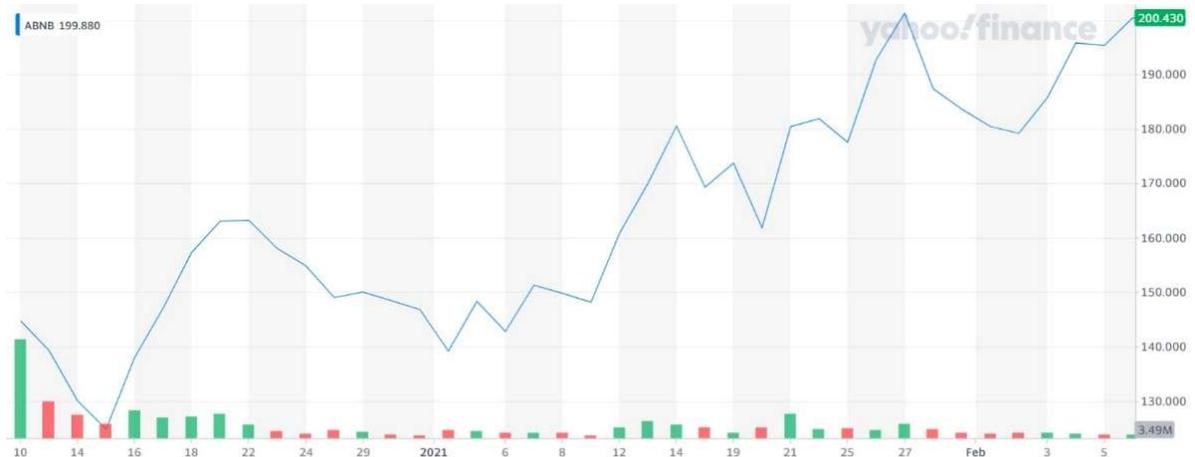
Inoltre, la scelta di quotarsi ha significativamente potenziato la visibilità di Airbnb a livello mondiale. L'attenzione mediatica e l'interesse generato dall'IPO hanno potenziato l'immagine di Airbnb, attirando non solo investitori ma anche potenziali nuovi utenti. La presenza sul mercato azionario ha funzionato come un segno di affidabilità e solidità, incrementando la fiducia nei consumatori e negli investitori verso la piattaforma, un aspetto fondamentale in un periodo di grande incertezza per il settore dell'ospitalità. (*The Wall Street Journal*, 2020)

Un elemento cruciale che ha favorito la decisione di Airbnb di lanciarsi nell'IPO è stata l'opportunità di ottenere una valutazione di mercato ufficiale. Ciò ha permesso agli azionisti iniziali, inclusi i fondatori e i dipendenti, di realizzare il valore dei loro investimenti, offrendo anche l'opportunità di liquidità attraverso la vendita delle azioni in un contesto pubblico. Di conseguenza, la quotazione ha creato benefici significativi per gli azionisti interni, offrendo un meccanismo per monetizzare, totalmente o parzialmente, i loro investimenti. (Sec, 2020)

La transizione di Airbnb verso il mercato pubblico emerge come un caso esemplare che illustra come, anche nei periodi di instabilità economica e incertezza, l'ingresso in borsa possa fungere da catalizzatore per la crescita, la visibilità e il rafforzamento finanziario. Sfruttando abilmente l'IPO, Airbnb ha non solo solidificato le sue basi finanziarie ma ha anche espanso il suo raggio di utenza e ha elevato il suo status nell'industria globale dell'ospitalità. Questa vicenda evidenzia l'importanza di ponderare attentamente le ragioni dietro la decisione di quotarsi e mostra come, con una gestione scrupolosa, tale passaggio possa aprire strade significative per l'innovazione e il progresso aziendale, anche nei momenti di maggiore difficoltà.

Il seguente grafico (Figura 6) mostra l'andamento del prezzo delle azioni di Airbnb (ABNB) dal giorno dell'Offerta Pubblica Iniziale (IPO), che si è tenuta il 10 dicembre 2020, con una frequenza di osservazione giornaliera.

Figura 6: “Performance Airbnb, 10/12/2020 -, daily interval”



Fonte: Yahoo. Finance, Airbnb, Inc. (ABNB) Performance.

Si può notare un forte interesse iniziale, come evidenziato dalla prima grande barra verde, che indica un volume di scambi in cui il prezzo di chiusura era superiore al prezzo di apertura, mentre le barre rosse indicano il contrario. Il picco iniziale di interesse, riflesso nel volume sostanziale di scambi nei primi giorni, riflette l'alta domanda degli investitori per le azioni di Airbnb, suggerendo ottimismo circa la crescita e l'espansione futura dell'azienda nonostante le sfide imposte dalla pandemia globale.

Successivamente, si osserva un *trend* decrescente del prezzo di chiusura, che potrebbe essere interpretato come una reazione del mercato a valutazioni ottimistiche iniziali. Questo periodo di calo è sicuramente correlato alle incertezze legate al contesto pandemico, in cui il settore del turismo e dell'ospitalità è stato tra i più colpiti dalle restrizioni di viaggio e dai lockdown imposti a livello globale.

Nonostante il contesto avverso, il prezzo delle azioni mostra una ripresa, indicando una possibile adattabilità e resilienza dell'azienda alle condizioni mutate. Airbnb ha risposto alla crisi COVID-19 diversificando la sua offerta e adattandosi alle nuove esigenze di viaggio, come le permanenze più lunghe e l'incremento del turismo domestico, fattori che possono aver contribuito a ristabilire la fiducia degli investitori e a rialzare la valutazione dell'azienda nel mercato azionario.

2.2 Requisiti e costi

Nel contesto della quotazione in borsa, le aziende si trovano di fronte a un percorso costellato da requisiti complessi e diversificati, che mirano a garantire che solo le entità più solide, trasparenti e ben governate possano accedere al mercato azionario. A tal fine, le aziende devono soddisfare requisiti sia relativi alla propria struttura societaria che agli strumenti finanziari offerti. In particolare, l'emittente deve essere legalmente costituito e operare secondo uno statuto conforme alle leggi applicabili. Allo stesso tempo, gli strumenti finanziari proposti devono essere emessi nel rispetto delle leggi vigenti, idonei per la liquidazione e liberamente trasferibili, garantendo così la liquidità e la trasferibilità essenziali per la quotabilità sul mercato azionario. In linea di massima, questi requisiti possono essere suddivisi in tre principali classi: criteri generali, requisiti specifici per gli emittenti e norme pertinenti agli strumenti finanziari che si intendono quotare. (Borsa italiana, Requisiti di ammissione, s.d.)

I criteri generali sono i pilastri fondamentali su cui si basa l'intero processo di quotazione. Essi includono la necessità per le aziende di dimostrare una robusta solvibilità e stabilità finanziaria, spesso attraverso il rispetto di determinate soglie di patrimonio netto, capitalizzazione di mercato e livelli di ricavi. Altrettanto importante è la trasparenza, che si traduce nella necessità di fornire bilanci e relazioni finanziarie periodiche in linea con gli standard contabili internazionali accettati, come IFRS o GAAP. Inoltre, le pratiche di *governance* aziendale devono riflettere i più alti *standard*, con un consiglio di amministrazione efficace e indipendente e commissioni dedicate a supervisionare l'audit, le nomine e la politica di remunerazione. Infine, è essenziale una consolidata storia operativa che attesti la capacità dell'azienda di sostenere un'attività duratura e redditizia nel tempo.

Oltre a questi pilastri, ci sono requisiti più dettagliati rivolti specificamente agli emittenti. Tra questi, si annovera la comprovata capacità di generare profitto o, quantomeno, flussi di cassa positivi in un arco temporale definito prima della quotazione. È indispensabile anche la piena aderenza a tutte le leggi e i regolamenti applicabili, locali e internazionali, comprese le normative legate all'ambiente, al sociale e alla *governance* (ESG). In aggiunta, le aziende devono presentare piani di

crescita o espansione chiari, dimostrando come intendono utilizzare i capitali raccolti per far avanzare il business. (Consob, Regolamento concernente gli emittenti, 2009)

Per quanto riguarda gli strumenti finanziari proposti per la quotazione, esistono criteri specifici volti ad assicurare che siano perfettamente adatti al mercato pubblico. La liquidità è un aspetto cruciale, con la necessità di garantire un adeguato volume di scambi per gli investitori. È inoltre fondamentale che tali strumenti siano liberamente trasferibili, senza barriere significative all'acquisto o alla vendita. Un'altra esigenza riguarda la dettagliata divulgazione di informazioni relative ai diritti, agli obblighi e ai rischi per gli investitori. Non meno importante è il requisito di una capitalizzazione di mercato minima che confermi il valore adeguato dell'istituto finanziario in questione. (Borsa italiana, Requisiti e processo di quotazione, s.d.)

Oltre ai requisiti discussi, intraprendere il cammino verso la quotazione in borsa porta con sé una serie di spese considerevoli per le aziende, distribuite lungo l'intero processo e persistendo ben oltre il raggiungimento del mercato pubblico. Questi oneri si presentano in forme diverse e si accumulano in momenti distinti del percorso, influenzando significativamente la realtà finanziaria dell'impresa. (James S. Ang, James C. Brau, 2002)

Durante la fase iniziale, ancor prima di avviare formalmente il processo di quotazione, le imprese devono affrontare costi ingenti relativi alla fase di preparazione. Tale stadio comporta la necessità di avvalersi di consulenze specializzate in ambito finanziario e legale, oltre alla revisione e all'audit dei bilanci in conformità con gli *standard* internazionali vigenti. La natura complessa delle disposizioni che regolano l'accesso al mercato azionario necessita dell'intervento di una varietà di professionisti, il cui supporto ha un peso economico notevole già in questo momento preliminare. (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)

Con il procedere verso la quotazione effettiva, emergono spese legate direttamente all'emissione e all'immissione delle azioni sul mercato. Questa fase si caratterizza per le spese legate alle tasse di quotazione, imposte dalle borse valori, e per i costi associati alla creazione e distribuzione del documento informativo. Le attività promozionali, quali i *roadshow*, essenziali per attirare l'attenzione degli investitori, contribuiscono ulteriormente a incrementare il monte spese.

Dopo aver raggiunto il mercato pubblico, l'azienda si trova a dover gestire spese continue, indispensabili per mantenere la propria posizione in conformità con le regolamentazioni di mercato. Questi costi operativi ricorrenti includono l'elaborazione di bilanci periodici, il mantenimento di una struttura di *governance* interna solida e le consulenze legali per assicurare un costante allineamento con le normative vigenti.

A questi si aggiungono i costi legati alla conformità e alle regolamentazioni, tra cui le tasse annuali necessarie per preservare la quotazione e le spese per l'adeguamento alle normative, che variano a seconda del mercato e della giurisdizione di quotazione. Tali spese richiedono un impegno continuativo per garantire l'aggiornamento delle procedure e della documentazione aziendale rispetto ai requisiti legali e regolamentari. (J.R Ritter, 1987)

Oltre a questi costi più evidenti, ci sono spese indirette che possono influenzare profondamente l'equilibrio finanziario dell'azienda, come il dispendio di risorse manageriali deviate dalle attività core dell'impresa durante il processo di IPO, o l'impatto potenziale sulla reputazione in caso di un'accoglienza tiepida del titolo da parte del mercato. (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venzani, 2018)

Concludendo, la quotazione in borsa si rivela essere un percorso impegnativo e articolato, che esige non solo l'adempimento a una serie stringente di requisiti ma anche l'investimento di risorse finanziarie considerevoli. Le aziende ambiziose che perseguono questo cammino devono dimostrare non solo solidità finanziaria e trasparenza operativa ma anche una *governance* e una strategia di crescita impeccabili. I criteri generali e specifici per l'ammissione alla quotazione, così come le normative relative agli strumenti finanziari proposti, delineano un quadro rigoroso volto a preservare gli interessi degli investitori e l'integrità del mercato azionario. Allo stesso tempo, gli oneri finanziari associati, che emergono già nelle fasi preliminari e si protraggono ben oltre il conseguimento della quotazione, rappresentano una sfida significativa, in particolare per quelle imprese che devono bilanciare le aspirazioni di crescita con la gestione prudente delle proprie risorse economiche. Dunque, le imprese che valutano questa opzione devono ponderare attentamente l'impatto finanziario complessivo che tale scelta avrà sulla loro struttura operativa e finanziaria, assicurandosi che i benefici attesi dalla quotazione superino gli investimenti necessari.

2.3 Perdita di controllo

La perdita di controllo rappresenta uno degli aspetti più sfidanti e potenzialmente controversi per le aziende nel processo di quotazione in borsa. Questo fenomeno si verifica quando i fondatori e i dirigenti, che hanno guidato l'azienda fin dalle sue origini, devono aprire le porte a nuovi azionisti esterni. Con la quotazione, infatti, una parte significativa del controllo decisionale viene trasferita a questi ultimi, attraverso il diritto di voto su decisioni cruciali, inclusa la selezione dei membri del consiglio di amministrazione.

La dinamica di questo trasferimento di potere può essere fonte di tensioni sostanziali all'interno dell'organizzazione. In particolare, quando gli interessi degli azionisti, spesso orientati a risultati finanziari di breve termine, non si allineano con la visione strategica a lungo termine dei fondatori, si possono verificare significativi conflitti interni. Questi disallineamenti possono portare a decisioni strategiche che, sebbene possano garantire rendimenti immediati per gli azionisti, potrebbero compromettere il futuro sostenibile dell'azienda e la sua capacità di innovare e crescere nel lungo termine. La conseguenza è un ambiente in cui le decisioni strategiche sono influenzate, se non dominate, dalla necessità di soddisfare le aspettative di profitto a breve termine degli azionisti, a discapito di obiettivi più ampi e di investimenti innovativi fondamentali per la crescita futura. (Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli, 2019)

In questo contesto, la selezione del consiglio di amministrazione diventa un campo di battaglia chiave. Il consiglio ha un'influenza determinante sulla direzione strategica dell'azienda, e una composizione del consiglio che favorisca gli interessi a breve termine degli azionisti esterni può portare a una deviazione significativa dalla visione originale dei fondatori. Questo non solo può alterare la cultura aziendale ma anche ridirigere l'azienda su un percorso che privilegia i guadagni immediati a discapito di investimenti strategici fondamentali per la crescita futura, come la ricerca e lo sviluppo o l'espansione di mercato.

Inoltre, la pressione esercitata dagli azionisti per la realizzazione di profitti a breve termine può costringere i *manager* a concentrarsi su obiettivi finanziari di breve respiro, trascurando così le iniziative che richiedono tempi più lunghi per maturare ma

che sono cruciali per il successo a lungo termine. Questa pressione può anche portare a una riduzione degli investimenti in innovazione e sviluppo sostenibile, limitando la capacità dell'azienda di adattarsi a un mercato in costante evoluzione. (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venzani, 2018)

Affrontare efficacemente la perdita di controllo e gestire le tensioni che ne derivano richiede una pianificazione strategica attenta e una comunicazione trasparente e continua con tutti gli *stakeholders*. Le aziende possono esplorare strategie per mitigare i potenziali conflitti di interesse e allineare meglio le aspettative e gli obiettivi di *manager* e azionisti, implementando sistemi di *corporate governance* robusti. Questi sistemi comprendono una serie di meccanismi, sia interni che esterni, volti a garantire che i *manager* agiscano nel miglior interesse dei proprietari. Tra questi meccanismi si annoverano: (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)

- **Strutture del Consiglio di Amministrazione:** Un consiglio composto in modo equilibrato da membri interni ed esterni può offrire una supervisione efficace delle decisioni manageriali, assicurando che siano prese in considerazione le prospettive sia degli azionisti che della direzione.
- **Piani di remunerazione:** I piani di remunerazione, come le opzioni azionarie, allineano gli interessi finanziari dei *manager* con quelli degli azionisti, incentivando i primi a lavorare per l'aumento del valore aziendale nel lungo termine.
- **Meccanismi di Controllo e Revisione:** Audit interni ed esterni, insieme a comitati di controllo specializzati all'interno del consiglio, contribuiscono a monitorare le pratiche aziendali e la correttezza delle informazioni finanziarie divulgate.
- **Politiche di Divulgazione Trasparente:** La comunicazione aperta e trasparente con gli azionisti riguardo alla *performance* aziendale e alle strategie future è fondamentale per mantenere la fiducia e prevenire malintesi o conflitti.

Dunque, implementando questi meccanismi di *corporate governance*, le aziende cercano di creare un ambiente in cui la gestione può perseguire obiettivi a lungo

termine che beneficino sia l'azienda sia i suoi azionisti, mantenendo al contempo un controllo efficace e una direzione strategica coerente.

2.4 Forme di finanziamento alternative

Le aziende che cercano finanziamenti possono preferire alternative alla quotazione in borsa ed esplorare diverse opzioni, ognuna con i propri vantaggi e contesti di applicabilità. Queste fonti alternative di finanziamento offrono flessibilità, accesso a capitali e, in alcuni casi, supporto strategico senza la necessità di affrontare le complessità e le pressioni del mercato azionario pubblico. (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)

L'indebitamento è la principale fonte di finanziamento delle imprese, con i prestiti bancari che rimangono una fonte di finanziamento fondamentale per molte aziende. Offrendo una gamma di prodotti creditizi, le banche possono fornire il capitale necessario per operazioni quotidiane o investimenti a lungo termine. Sebbene accessibili, i prestiti bancari richiedono una solida storia creditizia, garanzie e possono limitare la liquidità a causa del servizio del debito.

Inoltre, le aziende possono emettere debiti obbligazionari, cioè obbligazioni che consentono agli emittenti e di raccogliere fondi direttamente dai mercati finanziari attraverso la vendita di titoli di debito. Questa opzione offre flessibilità e, a volte, costi di finanziamento inferiori rispetto ai prestiti bancari, ma richiede una buona reputazione sul mercato e la capacità di affrontare il rigoroso processo di emissione delle obbligazioni verso gli investitori. (Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli, 2019)

In alternativa al *debt* ed al canale bancario, esistono ambiti di finanziamento che nell'ultimo decennio hanno dominato il mercato della finanza alternativa, come il *crowdfunding*, il *private equity* e il *venture capital*.

Il *crowdfunding* è un approccio moderno e alternativo alla raccolta di fondi, che permette alle *start-up* e alle aziende di finanziare progetti e iniziative imprenditoriali attraverso il supporto collettivo di un vasto numero di persone via internet. Questo metodo si distingue per essere particolarmente accessibile, consentendo alle imprese di ottenere finanziamenti tramite la partecipazione finanziaria di un ampio pubblico di

investitori, che contribuiscono con piccole somme di denaro. L'innovazione di questa pratica non risiede soltanto nella modalità di raccolta fondi, ma anche nella possibilità per le piccole e medie imprese (PMI) di ampliare la propria conoscenza del mercato e di costruire una base di potenziali clienti attraverso l'interazione con la comunità online. (Borsa italiana, s.d.)

Le piattaforme online fungono da intermediari tra coloro che cercano finanziamenti e gli investitori, facilitando la raccolta di risorse necessarie per portare avanti progetti specifici. Questi siti *web* agiscono come vetrine virtuali per le proposte imprenditoriali, offrendo un ambiente sicuro e intuitivo per la raccolta di capitali, in cambio di una percentuale sulle somme raccolte, generalmente variabile tra il 2% e il 10%.

Le campagne di raccolta fondi possono spaziare attraverso vari ambiti e finalità. Differenze significative emergono anche tra le piattaforme, alcune delle quali si specializzano in specifici settori o tipologie di progetto. Esistono inoltre diversi modelli di raccolta: il modello "*all or nothing*", dove il finanziamento è condizionato al raggiungimento di un obiettivo prefissato, e il modello "*keep what you raise*", che permette di mantenere tutti i fondi indipendentemente dal conseguimento dell'obiettivo minimo. (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venzani, 2018)

Il *crowdfunding* si articola in quattro principali categorie: due basate su donazioni (donazione e ricompensa) e due su investimenti (*equity* e *lending*), quest'ultime rientranti nel *crowdinvesting*, sottocategoria che prevede raccolte di capitale tramite prestiti remunerati o sottoscrizione di capitale di rischio.

Questi modelli si distinguono a seconda della contropartita offerta agli investitori: (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)

- *Donation-based*: i donatori, motivati da fini sociali o benefici, contribuiscono con denaro senza aspettarsi un ritorno finanziario.
- *Reward-based*: chi contribuisce finanziariamente riceve una ricompensa non monetaria, spesso legata al prodotto o servizio finanziato.
- *Equity crowdfunding*: consente agli investitori di acquisire quote della società, con la possibilità futura di realizzare un guadagno o una perdita.

- *Lending crowdfunding* (o *social lending*): prevede il prestito di capitali a imprese, con la promessa di un rimborso con interessi, distribuendo il prestito tra numerosi investitori per minimizzare i rischi.

Ciascuna di queste tipologie di *crowdfunding* si adatta a specifiche esigenze e obiettivi delle imprese, offrendo varie modalità attraverso le quali è possibile accedere a finanziamenti. La scelta della modalità più adatta dipende dalla natura del progetto, dagli obiettivi di finanziamento e dal tipo di rapporto che l'impresa intende instaurare con i propri finanziatori.

Oltre al *crowdfunding*, le imprese possono ricorrere al *private equity* e/o al *venture capital*.

Il concetto di *private equity* si riferisce a un tipo di investimento effettuato da enti o individui istituzionali nel capitale di società non quotate, identificate per il loro forte potenziale di crescita. Questi investimenti possono essere realizzati sia acquistando quote esistenti dai soci di una società target (attraverso operazioni di *buyout*), sia partecipando a emissioni di nuove azioni, contribuendo così con capitali freschi all'azienda. (Borsa italiana, s.d.)

All'interno del dominio del *private equity* si colloca anche il *venture capital*, una forma di investimento focalizzata sul sostegno a società non quotate in fase di avviamento, caratterizzate da un alto potenziale di espansione. Sia il *private equity* sia il *venture capital* mirano a un ritorno sull'investimento a medio-lungo termine, ottenuto attraverso la rivendita della partecipazione acquisita o tramite la quotazione dell'azienda in borsa. (Thomas Liaw K. 2012)

Le iniziative di *private equity* vengono comunemente gestite da fondi di investimento che raccolgono capitale da soggetti qualificati come banche, compagnie assicurative e fondi pensione. In questo contesto si inseriscono anche i *business angels*, investitori privati che supportano lo sviluppo di *start-up* o di aziende di piccole dimensioni. Il ciclo di finanziamento attraverso il *private equity* si articola in due fasi principali: una fase iniziale di investimento, seguita da una fase di disinvestimento. Nella prima fase, della durata di circa cinque anni, gli investitori valutano e selezionano le opportunità

di investimento, acquisendo quote aziendali e fornendo nuovo capitale, con l'obiettivo di incrementare il valore e la competitività dell'impresa.

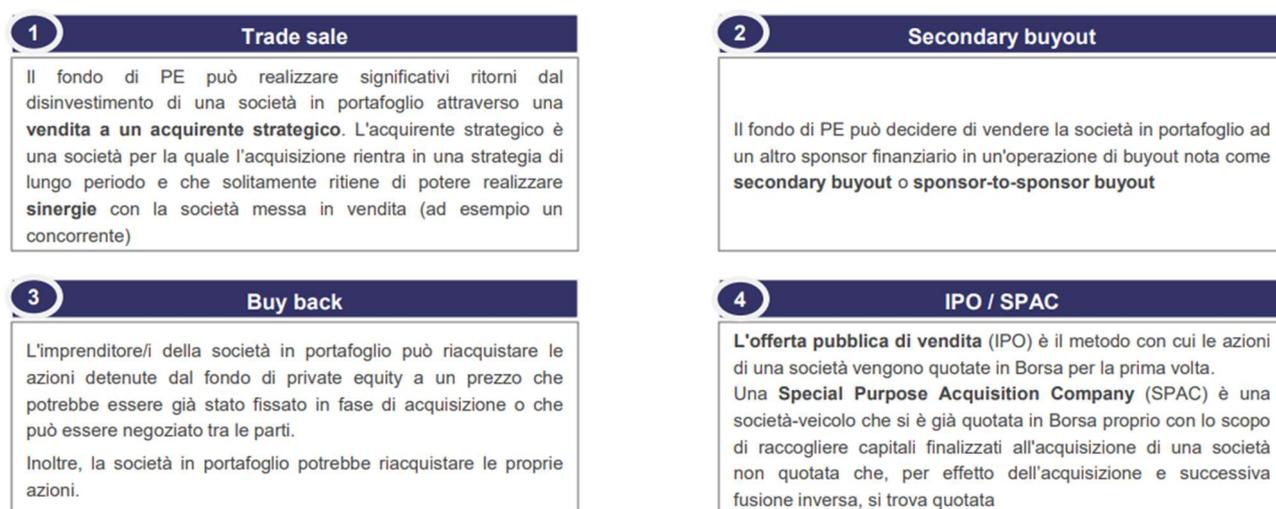
Gli investimenti in *private equity* (PE) variano a seconda della fase di vita dell'impresa e possono essere classificati in: (Maurizio Tamagnini, FSI, 2024)

- *Early stage financing*: investimenti nelle fasi iniziali di vita di un'impresa, per finanziare l'ingresso nel mercato. Il *venture capital* si posiziona in questa categoria, mirando a supportare imprese nascenti con ampie prospettive di crescita.
- *Expansion financing*: investimenti destinati a sostenere la crescita e i piani di sviluppo di aziende già consolidate.
- *Replacement capital*: investimenti volti a rinnovare la base azionaria senza incrementare il capitale sociale, sostituendo azionisti non più attivi nell'impresa.

Il ciclo si completa con la fase di disinvestimento, durante la quale si cerca di valorizzare le aziende partecipate, aumentandone il valore in previsione della vendita dell'investimento. Le strategie di uscita previste possono includere la vendita delle azioni sul mercato borsistico, la cessione a un investitore industriale o a un altro fondo di *private equity*, oppure il riacquisto da parte dei soci originari.

La seguente Figura 7 riporta le strategie di exit dei Fondi di Private Equity, a cura di Maurizio Tamagnini, presidente del FSI (Fondo di Capitale di Rischio in Italia).

Figura 7: “Strategie di exit: quattro alternative per disinvestire”



Fonte: *Maurizio Tamagnini. Il Fondo Strategico Italiano ed il Private Equity. 2024*

In ogni modo, il contributo del *private equity* e del *venture capital* non si limita al mero apporto di capitale, ma comprende anche un supporto strategico e manageriale cruciale per l'evoluzione dell'impresa. Infatti, la presenza di un investitore istituzionale può aumentare il prestigio dell'azienda, migliorare la sua immagine presso banche e mercati finanziari e potenziare le sue capacità contrattuali.

CAPITOLO 3: IL *DELISTING*

In questo capitolo esploriamo il fenomeno opposto alle offerte pubbliche iniziali (IPO): il *delisting*.

Recentemente, il numero di IPO è diminuito, accompagnato da una contemporanea diminuzione del numero di società quotate su vari mercati finanziari. Un numero crescente di aziende precedentemente pubbliche sta scegliendo di tornare allo status di entità privata. IPO e *delisting* sono due eventi diametralmente opposti: nel primo caso, un'azienda privata sceglie di quotarsi per ottenere nuovi finanziamenti; nel secondo, una società decide di ritornare privata per una serie di motivi. Duncan Lamont, responsabile di ricerca e analisi di Schrodgers, ne ha sottolineato le ragioni: in primo luogo, l'aumento dei costi e la difficoltà di diventare un'azienda pubblica. In effetti, altri aspetti che si rivelano dannosi per i mercati pubblici nel compromesso costi-benefici includono la perdita di controllo, la trasparenza non necessaria, la mentalità a breve termine, ecc. Un'altra grande ragione per cui le aziende stanno abbandonando

la quotazione in borsa è che un'altra fonte di finanziamento è diventata più accessibile, una fonte che non presenta molti degli ovvi inconvenienti: il *private equity*. Sono quindi molteplici le ragioni che spingono le imprese a scegliere il sistema privato. Ciò ha sollevato interrogativi sulla causa di questa tendenza e sul motivo per cui le IPO non sono più viste come un'opzione attraente, a favore del ritorno allo stato privato. È quindi essenziale investigare le cause di questo fenomeno in espansione. (Ansa, 2023)

Le ricerche iniziali sul *delisting*, tra le quali emerge quella di Macey del 2008, distinguono tra ritiri volontari e forzati dalla quotazione, indicando che le decisioni possono derivare da strategie aziendali o da circostanze esterne non previste. Queste scelte possono avere un impatto significativo sulla struttura e sulle strategie d'impresa. Il *delisting*, sia volontario che involontario, comporta conseguenze diverse. Mentre il ritiro volontario spesso mira a ridurre certi oneri, portando a esiti positivi, il *delisting* forzato può danneggiare soprattutto gli investitori, erodendo il loro patrimonio. (Macey, J., O'Hara, M., & Pompilio, D., 2008)

Nonostante il *delisting* possa sembrare una pratica negativa, può anche portare a benefici, suggerendo un mercato in salute e competitivo. Tuttavia, è cruciale che il numero di *delisting* non superi quello delle IPO, situazione che purtroppo si è verificata negli ultimi anni. Infatti, nel 1996, il mercato principale della Borsa di Londra contava oltre 2.700 aziende. Tuttavia, alla fine del 2022, tale numero è drasticamente sceso a soli 1.100, evidenziando una decrescita del 60%. Se estendiamo l'analisi temporale a partire dagli anni '60, osserviamo che il declino nel numero di aziende quotate nella borsa britannica raggiunge quasi il 75%. Questa tendenza al ribasso non è un fenomeno isolato, ma interessa vari paesi a livello globale. La Germania, per esempio, ha visto una diminuzione superiore al 40% delle sue imprese pubbliche dal 2007, mentre gli Stati Uniti, nonostante siano spesso considerati un modello, hanno sperimentato una riduzione pari al 40% delle società quotate dal 1996, nonostante il notevole aumento delle IPO nel 2021. (Ansa, 2023)

I principali fattori che hanno influenzato la riduzione delle IPO e l'incremento dei *delisting* includono l'aumento delle fusioni e acquisizioni, la crescita del settore del *private equity* e una regolamentazione più severa. Questi elementi hanno spinto molte

società verso il ritiro dalla quotazione, sia volontariamente che involontariamente. (Martinez I., Serve S., 2017)

In questo capitolo analizzeremo dunque il processo del *delisting*, sia volontario che involontario, le conseguenti implicazioni che ne derivano e le diverse operazioni di privatizzazione (PTP).

3.1 *Delisting* involontario

Il *delisting* involontario è il risultato di fattori esterni, mentre il *delisting* volontario è spesso una decisione strategica interna all'azienda. Le ragioni principali di tale *delisting forzato* sono il mancato rispetto delle regole e degli standard richiesti dalle borse e la *performance* aziendale non conforme alle aspettative. Le questioni riflettono regimi normativi che richiedono alle società quotate di aderire a *standard* specifici, tra cui il numero minimo di azionisti, i volumi degli scambi, la capitalizzazione di mercato e i requisiti di trasparenza e accuratezza contabile. (Macey, J., O'Hara, M., & Pompilio, D., 2008)

La seguente tabella (Table 2), elaborata da Macey nel 2008, riporta le principali cause di *delisting* involontario dalla Borsa di New York (*New York Stock Exchange*) negli anni 1999-2002.

Table 2: “Reasons stated for delistings from NYSE, 1999-2002.”

	Total	1999	2000	2001	2002
<i>NYSE Regulatory Delistings</i>	239	50	61	65	63
Reasons Stated for Delisting					
<i>Price below minimum</i>	123	6	28	46	43
<i>Market cap below minimum</i>	163	25	44	50	44
<i>Bankruptcy</i>	73	13	19	19	22
<i>Delinquent in SEC filings</i>	8	3	1	3	1

<i>Net Tangible Assets / Net Income below minimum</i>	21	21	0	0	0
<i>Other</i>	11	3	2	2	4

Fonte: Macey J., O'Hara M., Pompilio D., 2008

Dunque, il *delisting* forzato avviene quando una società non riesce a rispettare gli *standard* ai quali si è fatto riferimento, spesso per difficoltà finanziarie o di *governance*, che possono condurre a scarsa liquidità o a pratiche contabili inadeguate. (Djama, C., Martinez, I., & Serve, S., 2012)

Questo genere di *delisting* può seriamente compromettere l'integrità e le strategie delle aziende, obbligando i dirigenti a sviluppare nuovi piani per evitare future esclusioni. Dal canto loro, gli investitori potrebbero assistere a una riduzione della liquidità e del valore dei loro investimenti, poiché la vendita delle azioni può diventare più difficile e il prezzo di vendita sarà sicuramente inferiore a quello di mercato, comportando così perdite finanziarie dirette.

Dal punto di vista normativo, sono stati implementati regolamenti significativi, come il *Sarbanes-Oxley Act* negli Stati Uniti e leggi simili in Europa, con l'obiettivo di aumentare la trasparenza e l'affidabilità delle informazioni finanziarie per tutelare gli investitori. Queste normative, pur essendo create al fine di proteggere gli investitori, tendono ad alzare i costi operativi delle aziende, mettendo quelle più piccole in una posizione di svantaggio e spingendole potenzialmente verso il ritiro forzato dalla quotazione. (Daugherty M., Georgieva D., 2011)

Concludendo, la cancellazione involontaria dalla quotazione pone sfide significative sia alle aziende che agli investitori, evidenziando il problema tra la necessità di regolamentazione e trasparenza del mercato e gli oneri che tali requisiti impongono alle società quotate. Affrontare questo contesto complesso richiede una *leadership* aziendale efficace in grado di bilanciare gli obiettivi di crescita con gli esigenti requisiti delle condizioni normative e di mercato.

3.2 *Delisting* volontario

Il *delisting* involontario rappresenta solo una piccola frazione del totale dei *delisting* osservati. Infatti, come riporta la seguente tabella (Table 2), la maggior parte delle cancellazioni dai listini di quotazione è di natura volontaria.

Table 3: “*Voluntary delistings from NYSE, 1998-2002.*”

New York Stock Exchange	1998	1999	2000	2001	2002
Total Delistings	209	254	286	213	145
Voluntary	180	204	225	148	82
Regulatory	29	50	61	65	63

Fonte: Macey J., O’Hara M., Pompilio D., 2008

Il *delisting* volontario si differenzia dal precedente perché non è causato né dalla borsa né dalla *performance* insoddisfacente dell'azienda, ma rappresenta una decisione ponderata da parte del *management* aziendale. Ci sono anche situazioni in cui però la decisione proviene da un soggetto terzo e in questo caso spesso l’acquisizione può essere ostile. Dopo essere state quotate, le aziende hanno il diritto di tornare a essere società private se ritengono che la loro permanenza nel mercato pubblico non sia più necessaria o se esiste un'alternativa più vantaggiosa in grado di migliorare ulteriormente le condizioni dell'azienda. Sarebbe auspicabile, infatti, ottenere un beneficio dall'operazione, in termini di vantaggi economici o di opportunità migliori. Il processo che rimuove l'azienda dal mercato è noto come "*Going Private Transaction*" o anche "*Public-to-Private*" (PTP). È una decisione che spetta a soggetti esterni all'ambiente di mercato, come gli investitori o coloro che hanno interessi nell'azienda. (Fidanza B., 2022)

In linea generale, le motivazioni che portano un'azienda a considerare che il mercato non sia più la giusta fonte di finanziamenti per i propri investimenti sono legate a tutti gli svantaggi della quotazione analizzati nel Capitolo 4. Inoltre, un'altra motivazione "tradizionale" emersa nella letteratura è legata alla visibilità finanziaria. Una delle ragioni per cui le aziende scelgono di essere quotate in borsa è proprio per ottenere

una maggiore visibilità nel mondo finanziario al fine di trarre benefici in termini di profitti. Tuttavia, se dopo la quotazione l'azienda non riesce a mantenere l'interesse o aumentare la visibilità, sarebbe saggio considerare l'opzione di tornare a essere una società privata. Se le aziende quotate, nonostante una buona *performance*, non riescono ad attirare l'interesse degli investitori, sarebbe preferibile per l'azienda tornare al privato.

Oltre a tali motivazioni, la presenza di conflitti di interesse tra il *management* e gli azionisti spesso porta alla decisione di tornare al contesto privato. È estremamente complesso conciliare le diverse visioni tra i due gruppi e uno dei modi per risolvere tale conflitto è attraverso un'operazione chiamata "*going private*", in particolare tramite un *Leverage Buy Out* (LBO), di cui verrà fornita una descrizione più dettagliata in seguito. (Corporate Finance Institute,2023)

In aggiunta, in seguito alle varie crisi finanziarie che si sono verificate nell'ultimo ventennio, si è verificato un aumento delle misure di protezione a favore dei piccoli investitori. Di conseguenza, le imprese sono obbligate a sottostare a una serie di costi onerosi per mantenere la salvaguardia dei consumatori, facendo sì che il *delisting* volontario rappresenti una protezione contro questi costi.

Per questo motivo, molte aziende optano per l'uscita dal mercato pubblico. Un'eccessiva regolamentazione porta a una diminuzione delle offerte pubbliche iniziali (IPO), a un aumento dei *delisting* e a una riduzione dei prezzi delle azioni.

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

un'acquisizione, e le tipologie di acquisizioni più comunemente utilizzate e popolari includono: (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venzani, 2018)

- *Takeover* (acquisizione). Nel panorama finanziario, il termine "*takeover*" indica l'acquisizione del controllo economico di una società da parte di un'altra mediante l'acquisto del pacchetto azionario di maggioranza o lo scambio di capitali azionari; tale operazione è spesso preceduta da un'offerta pubblica d'acquisto (OPA) e il pagamento solitamente avviene in contanti. Questo processo è possibile solamente se la società in questione è pubblica e suscettibile di acquisizione. In presenza di un proprietario unico o di un gruppo di azionisti solidali, il passaggio di proprietà non è classificabile come *takeover*, ma piuttosto come un trasferimento di proprietà.

Le acquisizioni si classificano in amichevoli o ostili. Un *takeover* amichevole avviene con l'approvazione del *management* della società *target*, mentre un'acquisizione ostile si verifica quando manca tale consenso. Le motivazioni per un *takeover* possono essere strategiche, finanziarie o speculative ed esistono diverse categorie di acquisizione, le quali differiscono a seconda degli attori coinvolti e degli strumenti utilizzati, ma condividono l'obiettivo comune di trasformare una società da pubblica a privata. Le operazioni in questione sono:

- a) *Leveraged Buy-Out*: Il *Leveraged Buyout* (Borsa italiana, s.d.) consiste nell'acquisto di una società effettuato ricorrendo in misura maggiore al debito, il quale verrà ripagato con gli utili futuri o con la vendita di parte degli *asset* della società acquisita. Un'acquisizione di questo tipo comporta la creazione di una società veicolo (*Newco*) nella quale confluiscono le risorse finanziarie, il capitale proprio e il capitale di debito (*leveraged*) del fornitore. Nella fase successiva, si procede ad un'operazione di fusione per incorporazione tra le due società *newco* e *target*, con conseguente spostamento del debito sulla società acquisita. Si parla, in questo caso di fusione e acquisizione. Un requisito importante è che la società *target* sia caratterizzata da una da una solida situazione patrimoniale e da un'elevata capacità di generare flussi di cassa, poiché la società acquirente offre a garanzia dei finanziamenti ricevuti le azioni delle società da acquisire o parte dei beni che ne costituiscono il patrimonio.

- b) *Management Buy-Out e Management Buy-In*: Il *Management Buyout* (Borsa italiana, s.d.) consiste in un'operazione in cui il *team di management* acquista il controllo dell'azienda, spesso con l'obiettivo di ritirla dalla quotazione. Per realizzare ciò, il *management* avanza una offerta pubblica di acquisto e viene supportato da intermediari finanziari come banche. Il principale beneficio di questo tipo di operazione è che, tramite la vendita al *management*, si evita il rischio che informazioni confidenziali o sensibili finiscano nelle mani dei concorrenti. Inoltre, il *team* che subentra è già familiare con il *business*, conosce le sue forze e debolezze, e ha una maggiore preparazione sulle operazioni da svolgere rispetto a un acquirente esterno. Questo tipo di transazione si completa solitamente in tempi più rapidi rispetto al caso in cui un acquirente esterno subentri. Inoltre, le probabilità di successo nell'effettuare l'operazione sono elevate, con una bassa probabilità di un repentino cambio di scenario all'ultimo momento. Operazione opposta e più rischiosa è il *Management Buy-In*, in cui un nuovo *manager* o *team management* esterno alla società ne acquisisce la proprietà e gestione. Si ricorre a questa strategia quando si rilevano problemi interni all'azienda che richiedono un rinnovamento al fine di garantire la sua sopravvivenza e stabilità.
- c) *Buy-Out offer with Squeeze-Out*: Questo tipo di acquisizione prevede che, in seguito ad una OPA totalitaria, l'offerente possa forzare tutti gli azionisti minoritari a vendere le loro azioni (*squeeze-out*) al fine di ottenere il completo controllo sull'azienda, a condizione che l'offerente venga a detenere almeno il 90% della proprietà attraverso l'OPA. (Borsa italiana, s.d.). Successivamente, la società viene delistata dalla borsa, poiché i requisiti minimi di *listing*, come il numero minimo di azionisti o la liquidità del titolo, non sono più rispettati. Dunque, il *Buy-Out offer with Squeeze-Out* rappresenta un meccanismo che facilita la privatizzazione di un'entità pubblica (Martinez I., Serve S., 2017). Un esempio di società che si è avvalsa di tale meccanismo è Tod's, il cui presidente e amministratore delegato Diego della Valle ha annunciato che L. Catterton Management Limited, fondo di *private equity* leader mondiale nel settore dei beni di

consumo, ha effettuato una OPA totalitaria di successo che ha consentirà all'azienda di uscire dalla borsa. (La Stampa, 2024)

- Fusioni: Spesso, il processo di *Delisting* avviene attraverso un'operazione di Fusione. Questo avviene quando società pubblica viene acquisita da un'azienda privata, comportando la piena integrazione dell'azienda *target* (pubblica) nella struttura dell'acquirente e la combinazione di risorse, mercati e capacità. (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri, 2020)
- *Delisting* a richiesta dell'azienda, "going dark": Il *delisting* a richiesta, o "going dark", (Marosi A., Massoud N., 2007) è una strategia utilizzata dalle aziende che cercano di uscire dai mercati pubblici. Questa decisione comporta la cancellazione delle azioni della società dalla quotazione e la cessazione del suo status di ente pubblico. A differenza di una fusione o acquisizione, una cancellazione volontaria dalla quotazione non comporta un cambiamento nella proprietà o nei controlli interni di una società, ma riflette una decisione strategica di operare privatamente. Per le aziende, in particolare le piccole e medie imprese, la cancellazione dalla quotazione può avere senso per evitare i costi associati al rispetto delle normative del mercato pubblico e aumentare la flessibilità operativa. L'operazione di "going-dark" può essere eseguita principalmente in due modi: il primo consiste nell'acquistare azioni per ridurre il numero degli azionisti e soddisfare i requisiti per la cancellazione dalla quotazione; l'altro è convertire la società in una società privata senza riacquistare le azioni e bloccando la loro negoziazione nei mercati regolamentati. Negli Stati Uniti, la SEC identifica le società che seguono questa procedura come "società oscure" e consente loro di cessare la negoziazione pubblica, sebbene le loro azioni possano ancora essere negoziate su mercati "over the counter", meno regolamentati.

3.2.1 Quotazione vs *Delisting* volontario: Il percorso di Toshiba

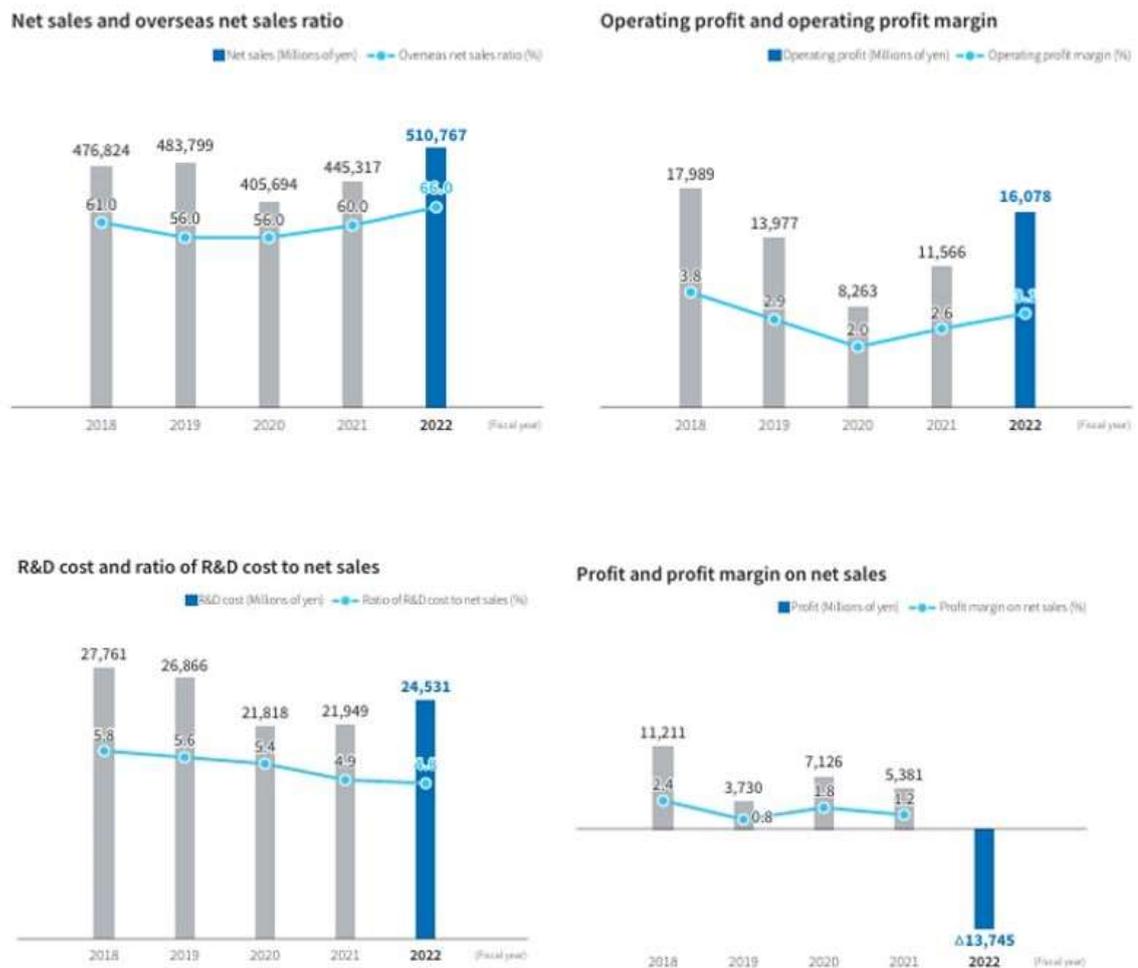
Toshiba, gigante giapponese con una lunga storia come *leader* nei settori dell'elettronica e dell'energia, ha deciso di delistarsi dalla Borsa di Tokyo. La mossa è stata il risultato di un'offerta pubblica d'acquisto da parte di un consorzio di società giapponesi, un'azione strategica che ha posto fine a più di 70 anni di storia come

società quotata. La cancellazione dalla quotazione è più di un semplice cambiamento finanziario; spesso rappresenta una riorganizzazione strategica che può avere un impatto significativo sui controlli interni di un'azienda e sulle prospettive di mercato. La cancellazione di Toshiba avviene in un momento di intensa turbolenza per l'azienda, segnato da scandali finanziari e problemi di gestione. La mossa è stata vista come un tentativo di stabilizzare la società, ridurre la volatilità e concentrarsi sulla trasformazione a lungo termine, lontano dagli occhi del mercato pubblico e dalla pressione degli azionisti sui risultati trimestrali. (Il Sole 24 Ore, 2023)

Questo capitolo esamina il modo in cui il *delisting volontario* ha influenzato la strategia aziendale di Toshiba in un settore in rapida evoluzione. In particolare, viene condotta un'analisi della situazione del mercato e delle *performance* finanziarie di Toshiba prima del *delisting*, per poi esaminare le motivazioni che hanno portato a tale scelta e il modo in cui la cancellazione è avvenuta. Infine, l'analisi verterà sulla valutazione degli effetti del *delisting* sulla *performance* economica e operativa di Toshiba, incluso il cambiamento in termini di struttura azionaria, *governance* e strategie a lungo termine.

Per quanto riguarda l'analisi *pre-delisting*, nel periodo anteriore la cancellazione dalla borsa, Toshiba operava in un contesto di mercato globale caratterizzato da una feroce competizione e da rapidi cambiamenti tecnologici, che ponevano la società sotto pressione per mantenere un'innovazione costante e rispondere alle crescenti aspettative di sostenibilità. Con attività che andavano dall'elettronica di consumo ai semiconduttori, e dai sistemi energetici alle soluzioni infrastrutturali, Toshiba si trovava su più fronti strategici. Gestendo un portafoglio estremamente diversificato, l'azienda sosteneva costosi investimenti in ricerca e sviluppo, come evidenziato dalla Figura 8, per circa 24.531 milioni di yen nel 2022, al fine di stare al passo con l'evoluzione del mercato. La sua presenza globale le permetteva di penetrare mercati emergenti e di mitigare i rischi delle fluttuazioni economiche regionali, sebbene ciò comportasse una complessità gestionale importante. (Toshiba Tec Group, 2023)

Figura 8: “Financial highlights (consolidated)”



Fonte: “Toshiba Tec Group, *Integrated report, 2023*”

L'analisi delle relazioni finanziarie *pre-delisting* di Toshiba rivela che, nonostante robuste vendite nette di 510,8 miliardi di yen e un profitto operativo di 16,1 miliardi di yen nel 2022, l'azienda affrontava sfide interne ed esterne che ne minacciavano la stabilità finanziaria a lungo termine. Infatti, notevole è la perdita netta sulle vendite di 13,7 miliardi di yen, indicativa di più ampi problemi strategici o investimenti infruttuosi. Queste dinamiche illustrano un gigante tecnologico in un momento critico di transizione, dove le pressioni per l'innovazione continua, accompagnate da un mercato volatile e a una struttura aziendale complessa, rendevano il *delisting* una strategia apparentemente necessaria per facilitare una ristrutturazione profonda, lontano dalle pressioni del mercato azionario pubblico. Questo scenario enfatizza l'importanza della flessibilità strategica e della capacità di adattamento in un periodo

di incertezza economica e rapida evoluzione tecnologica, sottolineando come tali sfide possano spingere anche le più storiche società a riconsiderare la loro presenza nei mercati pubblici e optare per il *delisting*.

Il *delisting* volontario di Toshiba dal mercato azionario, completato con l'annuncio dell'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) il 12 novembre 2023 e la cancellazione ufficiale delle azioni dalla Borsa di Tokyo il 20 dicembre 2023, rappresenta l'apice di una serie di sfide interne ed esterne che hanno messo a dura prova l'azienda negli anni, come le irregolarità contabili rilevate nel 2015 (Il Sole 24 Ore, 2023).

Questa mossa strategica è stata adottata per concedere a Toshiba maggiore agilità nella ristrutturazione e nel riposizionamento sul mercato, liberandola dalle incessanti pressioni degli azionisti e dalle turbolenze del mercato pubblico. Le ragioni dietro al *delisting* includono: la necessità di una ristrutturazione aziendale a seguito di scandali contabili e cattiva gestione, che avevano eroso la fiducia degli investitori; una significativa riduzione dei costi, operativi e di gestione, eliminando quelli legati alla permanenza in borsa e liberando così risorse per aree più vitali come la ricerca e sviluppo e l'espansione di mercato; la protezione contro le volatilità del mercato durante un periodo di incertezza economica globale.

L'OPA di circa 2 trilioni di yen (12.670 milioni di euro al cambio attuale) è stata effettuata dal consorzio di aziende giapponesi guidato dal fondo *Japan Industrial Partners (Jip)*, il quale è riuscito ad acquisire il 78,65% del capitale di Toshiba, che aveva espresso il suo sostegno all'offerta pubblica di acquisto. Una volta acquistata una quota sufficiente di azioni, il consorzio ha proceduto con un'operazione "*Buy-Out offer with Squeeze-Out* ", ovvero l'acquisto obbligato delle rimanenti azioni in circolazione forzando gli azionisti minoritari a vendere, al fine di ottenere il completo controllo sull'azienda e permettendo così la completa privatizzazione di Toshiba. (Corriere comunicazioni, 2023) Quest'operazione ha permesso di ritirare le azioni di Toshiba dalla Borsa di Tokyo, liberando l'azienda dalle pressioni del mercato azionario e permettendole di concentrarsi su una ristrutturazione interna e una strategia di riposizionamento di lungo termine senza le distrazioni e le limitazioni tipiche delle società quotate.

Dopo il suo delisting dalla *Tokyo Stock Exchange* e dalla *Nagoya Stock Exchange* il 20 dicembre 2023, Toshiba ha intrapreso una trasformazione strategica e strutturale significativa. Questo cambiamento è stato approvato durante un'assemblea straordinaria degli azionisti il 22 novembre 2023, dove si è deciso per la consolidazione delle azioni e per modifiche sostanziali agli statuti aziendali (Toshiba Corporation, 2023). L'azienda ha espresso gratitudine verso gli azionisti e gli *stakeholder* per il sostegno continuo, annunciando l'ingresso di un nuovo azionista di riferimento e la volontà di perseguire un futuro rinnovato sotto il motto "*Committed to People, Committed to the Future.*"

Con l'introduzione di una nuova struttura di gestione il 22 dicembre 2023, il *CEO* di Toshiba ha annunciato l'implementazione di una nuova strategia di crescita basata su una gestione stabile. La prima riunione del rinnovato consiglio di amministrazione ha visto la partecipazione di sei nuovi direttori, portatori di esperienza e conoscenze volte a rafforzare il valore aziendale. In questo contesto di riforma, Toshiba mira a ottimizzare l'organizzazione interna per promuovere cambiamenti rapidi ed efficaci, puntando a una trasformazione radicale in vista del suo 150° anniversario nel 2025.

Nell'ambito di questi cambiamenti, Toshiba ha deciso di terminare la struttura delle quattro principali società del gruppo (*Energy, Infrastructure, Electronic, Digital*), con il *CEO* che assume direttamente la presidenza di tutte e quattro, segnando un passo decisivo verso l'ottimizzazione della struttura gestionale. Questa integrazione mira a una migliore allocazione delle risorse verso aree di crescita e profitto, sia in Giappone che all'estero, con l'obiettivo di raggiungere un *ROS* del 10% o superiore e rilanciare la crescita dell'azienda. (Toshiba Tec Group, 2023)

Tuttavia, l'analisi delle performance economiche evidenzia alcune sfide. Le vendite nette sono diminuite principalmente a causa della vendita della partecipazione di Toshiba in *Toshiba Carrier Corporation*, una *joint-venture* specializzata nella produzione e vendita di sistemi di condizionamento, che ha avuto un impatto negativo di 94,9 miliardi di yen. Anche il reddito operativo ha mostrato un deterioramento a causa di maggiori provvigioni e di una revisione dei costi dei progetti, nonostante il miglioramento nelle operazioni di trasmissione e distribuzione e infrastrutture pubbliche. Le entrate nette sono diminuite a causa delle perdite di equity da Kioxia,

azienda giapponese specializzata nella produzione di memorie *flash* e partecipata significativamente da Toshiba. Nonostante ciò, i flussi di cassa operativi sono migliorati e gli ordini ricevuti sono aumentati del 6% rispetto all'anno precedente, indicando un potenziale di recupero sotto la nuova gestione e struttura. (Toshiba Corporation, 2024)

Concludendo, Toshiba si trova in una fase di profonda trasformazione *post-delisting*, con ambiziosi piani di ristrutturazione interna e ottimizzazione gestionale per affrontare sfide presenti e future, mirando a un rinnovato percorso di crescita e innovazione. Tale strategia rappresenta un modello per tutte le aziende che si trovano in circostanze simili, enfatizzando l'importanza della flessibilità e dell'adattabilità in un ambiente di *business* in rapido cambiamento.

CONCLUSIONI

L'analisi svolta sulla quotazione in borsa e il *delisting* evidenzia come tali processi siano determinati da una molteplicità di fattori economici, strategici e operativi. La quotazione in borsa rappresenta un'importante opportunità per le aziende di raccogliere ingenti quantità di capitale, consentendo loro di espandere le proprie attività, investire in ricerca e sviluppo, acquisire altre società e ridurre il debito esistente. Questo accesso ai mercati finanziari globali non solo facilita i finanziamenti, ma attrae anche talenti chiave attraverso *stock option* e incentivi azionari, aumentando così la visibilità e la reputazione dell'azienda. Inoltre, la quotazione in borsa aiuta ad entrare in nuovi mercati e settori geografici e a rafforzare la posizione competitiva dell'azienda.

D'altro canto, la quotazione in borsa comporta notevoli costi iniziali e continui, compresi quelli relativi alla conformità normativa, alle commissioni di quotazione e alla consulenza finanziaria e legale. Le società quotate in borsa subiscono pressioni da parte degli azionisti per ottenere prestazioni a breve termine, che potrebbero entrare in conflitto con gli obiettivi strategici a lungo termine. La perdita di controllo da parte dei fondatori e del management originario è un altro svantaggio, che può portare a prendere decisioni influenzate dalla necessità di soddisfare le aspettative degli azionisti piuttosto che dalle esigenze strategiche dell'azienda.

Il fenomeno del *delisting*, volontario o involontario, sta diventando sempre più comune. Le aziende possono scegliere di ritirarsi dal mercato azionario per ridurre i costi associati alla quotazione, perseguire strategie di crescita più flessibili o in seguito a operazioni di acquisizione. I casi di studio, come quello di Toshiba, illustrano come il *delisting* possa essere una risposta a problemi interni all'azienda o ad una riorganizzazione strategica necessaria per affrontare le sfide del mercato.

In sintesi, la decisione di quotarsi o delistarsi deve essere attentamente valutata, tenendo conto sia dei benefici che dei costi, nonché delle implicazioni strategiche a lungo termine. Le aziende devono valutare la propria capacità di gestire le aspettative degli azionisti, i requisiti normativi e i costi associati alla quotazione in borsa. Allo stesso tempo, devono essere pronti a sfruttare le opportunità di crescita ed espansione che derivano dalla quotazione in borsa senza compromettere la loro visione strategica e le capacità di innovazione.

Il mercato azionario offre enormi opportunità, ma anche rischi significativi che devono essere gestiti con attenzione. La scelta di listarsi o rimuoversi deve riflettere una chiara comprensione delle dinamiche di mercato e delle esigenze specifiche dell'azienda per garantire una crescita sostenibile e un successo duraturo.

BIBLIOGRAFIA

- Andrew, B. (2022). *What was the first Company to Issue Stocks?*
- Ansa (2023). *Perché sempre meno società sbarcano in Borsa?*
- Assolombarda (2010). *I 10 perché della quotazione in Borsa*. Milano
- B. Espen Eckbo, Øyvind Norli (2005). *Liquidity risk, leverage, and long-run IPO returns*. *Journal of Corporate Finance*
- Berk, J., De Marzo, P., Morresi O., Venzani D. (2018). *Finanza Aziendale 2*. Pearson Editore.
- Borsa italiana (2001). *Quotarsi in borsa*.
- Borsa italiana (s.d.) *Glossario finanziario – Leveraged Buyout*.
- Borsa Italiana (s.d.) *Glossario Finanziario- Underpricing*
- Borsa Italiana (s.d.). *Clausola di lock-up*
- Borsa italiana (s.d.). *Glossario finanziario – Requisiti di ammissione*
- Borsa italiana (s.d.). *Glossario finanziario – Requisiti e processo di quotazione*
- Borsa italiana (s.d.). *Glossario finanziario- Crowdfunding*
- Borsa italiana (s.d.). *Glossario finanziario- Private equity*
- Borsa Italiana. (2018). *OPA (Offerta Pubblica di Acquisto): significato, funzionamento e nuove soglie*.
- Borsa Italiana. (s.d.). *Glossario Finanziario -Offerta Pubblica Iniziale IPO*.
- Britannica (s.d.). *Stockton and Darlington Railway*
- Consob (2009). *Regolamento concernente gli emittenti*
- Consob (s.d.). *Lo scoppio della bolla delle dot-com*
- Consob. (s.d.). *La crisi finanziaria del 2007-2009*

- Corporate Finance Institute. (2023). *Leveraged Buyout (LBO)*.
- Corriere comunicazioni (2023). *Opa Toshiba, il consorzio guidato da Jip rileva il 78,65% del capitale*
- Corriere della sera (2023). *Opa Toshiba, addio alla Borsa di Tokyo*.
- Daugherty M., Georgieva D. (2011). *Foreign cultures, Sarbanes–Oxley Act and cross-delisting. Journal of Multinational Financial Management*.
- Djama C., Martinez I., Serve S. (2012). *What do we know about delistings? A survey of the literature. HAL*.
- Ferraro, O. (2021). *Le IPO: dal processo di quotazione alla stima del pricing*.
- Fidanza, B. (2022, May 6). *Common Stock Delisting: An Empirical Analysis of Firms Performance. Financial Studies*
- Financial Times (2017). *Principali sottoscrittori di emissioni azionarie nel 2017*
- Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli (2019). *Istituzioni e mercati finanziari. Pearson Editore*.
- Il Sole 24 Ore (2020). *Airbnb, exploit a Wall Street: il titolo raddoppia al debutto. Vale 100 miliardi*
- Il Sole 24 Ore (2023). *Toshiba verso il delisting dopo il successo dell’Opa da 14 mld \$ promossa da un consorzio giapponese*
- Il Sole 24 Ore (2024). *I giovani e il trading online, un fenomeno in forte crescita*.
- J.R. Ritter. (1987). *The cost of going public. Journal of Financial Economics*.
- J.R. Ritter. (2003). *Differences between European and American IPO Markets. European Financial*
- J.R. Ritter (2024). *Initial Public Offerings: Underpricing. University of Florida*.
- James S. Ang, James C. Brau (2002). *Firm Transparency and the Costs of Going Public. The journal of finance*
- La Repubblica (2014). *Alibaba, Ipo record. Vale oltre 230 miliardi di dollari*.

La Stampa (2013), Sandra Riccio e Luigi Grassia. *Per Moncler debutto col botto*.

La Stampa (2024). *Tod's, i Della Valle lanciano OPA totalitaria per delisting*.

Lowry M., Michaely R., Volkova E. (2017). *Initial Public Offerings: A synthesis of the literature and directions for future research*.

Macey J., O'Hara M., Pompilio D. (2008). *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process. The Journal of Law & Economics*.

Macey J., O'Hara M., Pompilio D. (2008). *Economics of the Delisting Process. The Journal of Law & Economics*

Marosi A., Massoud N. (2007). *Why Do Firms Go Dark? The Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Martinez I., Serve S. (2011). *The delisting decision: The case of buyout offers with squeeze-out*.

Martinez I., Serve S. (2017). *Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda. Journal of Economic Surveys*

Maurizio Tamagnini in Luiss Guido Carli (2024). *Il Fondo Strategico Italiano ed il Private Equity*.

Mehran H., Peristiani S. (2010). *Financial Visibility and the Decision to Go Private. The Review of Financial Studies*.

Meles, A. (2008). *Costi di quotazione per le società venture backed*.

Leardini C. (2003). *L'economia della quotazione in borsa, Padova*.

New York University, Department of Finance (2000). *The IPO Lock-Up Period: Implications for Market Efficiency and Downward Sloping Demand Curves*.

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Sandro Sandri (2020). *Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill Editore*

Securities and Exchange Commission (2020). *Registration statement of Airbnb, Inc.*

Sgobba A. (2024). *Akros investment banking*

The Wall Street Journal (2020). *Airbnb's IPO: Stock Price, Valuation and Everything Else You Need to Know*

Thomas Liaw K. (2012). *Venture Capital and Private Equity: Direct Investing in Companies. The journal of Finance*

Toshiba Corporation (2024). *FY2023 Third Quarter Consolidated Business Results*

Toshiba Corporation (December 19, 2023). *Announcement of Delisting of the Company Shares*

Toshiba Tec Group (2023). *Integrated Report*

Treccani (s.d.) *Mercati finanziari e globalizzazione*

Treccani (s.d.). *London Stock Exchange.*

Treccani (s.d.). *New York Stock Exchange.*

Yahoo. Finance (s.d.). *Airbnb, Inc. (ABNB) Performance, 10/12/2020 -.*