

Cattedra

RELATORE

CORRELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

INDICE

INTRODUZIONE	4
1. IL DELISTING	6
1.1 IPO – Initial Public Offer	6
1.1.1. Processo dell'IPO	7
1.1.2. Valutazione di un'azienda che si quota	10
1.2. La storia del delisting	11
1.3. Definizione di delisting	13
1.4. Tipologie di delisting	14
1.4.1. Delisting involontario.....	14
1.4.2. Delisting volontario	16
1.5. Aspetti legali del delisting in Italia	25
2. MOTIVAZIONI DEL DELISTING	30
2.1 Politica d'investimento	31
2.2 Accesso al capitale	32
2.3 Liquidità	33
2.4 Requisiti del listing e costi associati	35
2.5 Miopia del mercato azionario e Short-Termism	37
2.6 Altre motivazioni	39
2.6.1 Uso dei derivati.....	39
2.6.2 Difesa da un takeover	39
2.7 Effetti del delisting sulle parti interessate	40
2.7.1 Effetti del delisting sugli investitori	41
2.7.2 Effetti del delisting sulla società	42
2.8 Possibilità post-delisting	43
2.8.1 Il private equity	44
3. ANALISI DI UN CASO STUDIO: LABOMAR SPA	48
3.1 Labomar e la sua storia	50
3.2 Il mercato dell'industria nutraceutica	53
3.2.1 I competitor di Labomar	55
3.3 La quotazione in borsa	57
3.4 I risultati di Labomar	60
3.4.1 EBITDA Margin	62
3.5 Il delisting	64
3.6 Analisi finanziaria del delisting	67
3.6.1 Variabili per la valutazione tramite il Discounted Cash Flow.....	67
3.6.2 Discounted Cash Flow	71
3.6.3 Metodo dei multipli.....	73
CONCLUSIONI	76

***BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA* 79**

INTRODUZIONE

Il *delisting* è un'attività svolta da quelle società quotate in Borsa, che decidono in modo volontario di rimuovere dal mercato azionario i propri titoli. Questo fenomeno può verificarsi anche su richiesta dell'autorità regolatrice del mercato, rendendo così il fenomeno del *delisting* involontario.

Ovviamente le società, come abbiamo detto, per intraprendere la via del *delisting* devono essere quotate, ed è per questo che verrà discusso all'interno dell'elaborato il processo che le aziende seguono per passare da private a pubbliche, con una particolare attenzione a quelli che sono i metodi valutativi per stabilire quale sia il prezzo corretto da cui far partire lo scambio delle azioni.

A questo punto si riesce a definire il fenomeno del *delisting*, andando poi ad analizzare e comprendere quali siano le due diverse tipologie: *delisting* involontario e *delisting* volontario. Ovviamente le differenze principali si riscontrano negli effetti che le due operazioni causano alle società ed ai loro azionisti; in generale si può dire che nel caso in cui la società prenda la decisione di ritornare privata, le conseguenze possono sia essere positive che negative, mentre nel caso in cui la società sia costretta a delistarsi, gli effetti saranno sempre negativi.

Per analizzare quali siano le motivazioni per cui un'azienda pubblica decide di ritornare privata, si è partiti dall'idea che, data l'opposizione tra il fenomeno di IPO e quello di *delisting*, le motivazioni del primo potessero essere traslate per comprendere le ragioni principali della privatizzazione. Successivamente si è posta l'attenzione su quali potessero essere le possibilità per una società che si delista e si è notato che il 40% delle aziende che nel 2023 hanno deciso di uscire dal mercato della Borsa Italiana, hanno effettuato tale percorso in quanto avevano già stratto accordi e formalizzato partnership con fondi di private equity. Anche per Labomar (l'azienda che si è presa in considerazione per effettuare un'analisi sul processo di valutazione della società prima della data effettiva del *delisting*) la principale motivazione per cui ha deciso di delistarsi è stata la chiusura di un accordo di collaborazione con il fondo di private equity Charterhouse.

La grande forza finanziaria dei fondi di private equity, e il loro importante know-how, porta le aziende che decidono di lavorare con il loro supporto a svilupparsi e crescere,

soprattutto grazie alla disponibilità finanziaria che permette alle stesse di effettuare importanti investimenti, pratica che in un mercato borsistico risulta molto più difficile a causa della maggiore attenzione da parte degli investitori ai ritorni di breve termine.

1. IL DELISTING

1.1 IPO – Initial Public Offer

L'Initial Public Offer (IPO) o in italiano *Offerta Pubblica Iniziale*, è l'offerta fatta al pubblico da una società che vuole quotarsi in Borsa per la prima volta. Le società che decidono di quotarsi sono molto eterogenee: principalmente quelle che si quotano sono le imprese controllate dai fondatori. Vengono poi le società controllate da fondi di Private Equity o Venture Capital che hanno deciso di uscire dall'investimento e inoltre possono essere quotate anche le divisioni non-core di un gruppo, se la controllante decide di non voler finanziare più tale area aziendale, o se le potenzialità di crescita sono abbastanza importanti da potersi staccare dal gruppo a cui appartengono e operare autonomamente. La decisione di una società di diventare pubblica può essere determinata da diverse ragioni, tra le quali, la più tradizionale è quella di generare un'importante liquidità per permettere ai proprietari di monetizzare. L'IPO sostituisce la vendita "in contanti" della società ad un'altra (o ad un fondo di PE) per svariate ragioni: innanzitutto, il ricavato da una quotazione è maggiore grazie ad una valutazione più alta rispetto alla vendita tra privati. L'IPO è utile anche nel caso in cui i proprietari desiderino mantenere il controllo, mettendo a disposizione del mercato una somma prestabilita di azioni (tipicamente il 25% delle azioni); in questo caso, mantenendo ancora importanti quote della società, i proprietari hanno la possibilità di vendere le proprie quote in caso di apprezzamento del titolo.

La letteratura ha inoltre individuato altre principali ragioni che portano una società a quotarsi in Borsa: in primo luogo le società puntano ad aumentare, grazie ai finanziamenti degli investitori, la propria capacità di investimento in nuovi progetti che permettono una crescita più rapida; tali progetti possono comprendere operazioni di M&A, di riorganizzazione del capitale umano, di ricerca e sviluppo o di acquisto di nuovi macchinari o sedi produttive. In secondo luogo, la quotazione in un mercato azionario permette alla società, per definizione, di accedere al mercato dei capitali; tale accesso offre inoltre la possibilità di ottenere nel corso del tempo nuovi capitali vendendo le partecipazioni azionarie dei proprietari; grazie alla loro dimensione, i mercati borsistici sono molto più efficienti di quelli privati nella raccolta dei capitali. Un altro tema che

spinge le società a diventare pubblica è la riduzione della leva finanziaria del bilancio in quanto molto spesso, i capitali ottenuti dalla quotazione vengono utilizzati dalle società per ridurre il debito esistente, riuscendo a migliorare la percezione degli analisti del proprio bilancio e ottenendo una maggiore libertà di crescita. L'ultima ragione, sicuramente non per importanza, è l'aumento della capacità, dopo la quotazione, di attrarre e mantenere i talenti all'interno dell'organizzazione in quanto, la società è in grado di offrire come metodo di retribuzione pacchetti azionari; in questo modo si riesce anche a ridurre uno dei problemi principali della gestione delle aziende private ovvero l'allineamento degli incentivi e degli obiettivi tra management e proprietà¹.

1.1.1. Processo dell'IPO

Il processo che porta una società ad essere effettivamente quotata in Borsa dura dai 5 ai 6 mesi ed è composto da tre principali fasi: preparazione, marketing e fase di offerta. È presente anche una quarta fase definita *Aftermarket* che corrisponde al periodo successivo al giorno dell'IPO.

La fase di preparazione è a sua volta divisa in tre microaree di intervento: la prima, la *Pianificazione* è la fase in cui vengono identificati gli obiettivi che la società vuole raggiungere e le potenziali criticità che si potrebbero incontrare nel percorso. Il lavoro che ha davanti una società che vuole quotarsi viene definito meticolosamente con la stesura del *timetable* del processo e allo stesso tempo viene conferito l'incarico agli *Advisor*. Gli advisor hanno il compito di garantire qualità e completezza delle informazioni condivise dalla società e controllare il corretto svolgimento del processo². Il documento più importante che deriva da questa prima fase è il cosiddetto *pitch*, ovvero la predisposizione di uno studio di fattibilità dell'operazione di quotazione. La seconda fase della preparazione comprende la stesura dell'*equity story*³ della società e l'attività di

¹ J. Rosenbaum, J. Pearl; *Investment Banking*; Capitolo 8

² Glossario Finanziario – Borsa Italiana

³ Equity Story: *è lo strumento principale per fornire ai potenziali investitori una chiara ed efficace visione dell'azienda e delle ragioni per cui investire nelle sue azioni* – Borsa Italiana

*due diligence*⁴. Un altro documento che deve essere redatto in questa fase è il prospetto informativo nel quale vengono fornite le informazioni necessarie riguardanti la società che vuole effettuare l'operazione e le modalità con la quale verrà portata a termine. Il prospetto è fondamentale per far comprendere agli investitori la situazione patrimoniale e finanziaria, i risultati economici e sulle potenzialità di crescita dell'emittente. L'ultima fase della preparazione è la *strutturazione* è composta sia dal processo di revisione della valutazione preliminare che da quello di determinazione del *fair value*⁵; i risultati di questi due documenti, permettono di strutturare l'offerta da proporre al mercato.

Conclusa la fase di preparazione, la società passa alla fase di marketing nella quale innanzitutto viene elaborato il piano marketing dell'offerta e successivamente si predispone la *roadshow* (serie di incontri con investitori istituzionali⁶). Dopo aver annunciato al pubblico la volontà della società di entrare nel mercato azionario, vengono pubblicati i report di ricerca degli analisti finanziari ed infine, viene determinato un livello di prezzo indicativo, così da educare anticipatamente gli investitori.

Nell'ultima fase, quella di offerta, la società mette in atto il roadshow incontrando tutti gli investitori istituzionali che si era prefissata per piazzare i primi pacchetti di nuove azioni; successivamente agli incontri, il Global Coordinator, avvia il processo di *bookbuilding*, che consiste nella redazione di un documento (definito *Book istituzionale*) con la lista di tutti gli investitori istituzionali che hanno effettuato un ordine in relazione all'offerta dei titoli. Con tale processo, viene definito e fissato il prezzo delle azioni. All'interno del Book istituzionale, i diversi investitori sono classificati in base al prezzo di offerta, alla priorità temporale ed eventualmente alla dimensione dell'ordine. Il prezzo dell'offerta non è un numero specifico, ma è un range di valori, con un prezzo massimo fissato dall'ordinante: questo processo permette alla società (seguita dal Global Coordinator) di comprendere i volumi complessivi degli ordini ricevuti, e la curva dei prezzi a cui i diversi volumi verrebbero collocati. Dopo il roadshow ed il bookbuilding, viene effettuato il *pricing*: la determinazione del prezzo al quale le azioni verranno scambiate nel momento in cui saranno pubbliche. Questo valore sarà la conclusione di

⁴ Due Diligence: attività di indagine e di acquisizione di informazioni su una società con lo scopo di valutarne punti di forza e di debolezza in vista di operazioni straordinarie – Borsa Italiana

⁵ Fair Value: rappresenta il valore intrinseco di un'attività reale o finanziaria – Borsa Italiana

⁶ Glossario Finanziario – Borsa Italiana

valutazioni effettuate nel corso di tutto il processo di quotazione e soprattutto dalla percezione che il pubblico (in particolare gli investitori istituzionali) ha della società. Dal momento in cui i titoli vengono allocati sul mercato, si passa alla fase di *aftermarket* che nei trenta giorni successivi all'operazione di IPO monitora l'andamento del prezzo dell'azione al fine di stabilizzarlo ed evitare azioni speculative⁷; durante questo periodo è attiva anche l'opzione *greenshoe* per la società che consiste nella facoltà di aumentare la dimensione dell'offerta così da essere in grado di rispondere al meglio alla domanda di titoli richiesti dagli investitori.



Figura 1. Il processo di IPO

⁷ G. Forestieri; *Corporate Investment Banking*, Egea 2009

1.1.2. Valutazione di un'azienda che si quota

Al fine di raggiungere il corretto prezzo di scambio delle azioni, un aspetto fondamentale del processo di IPO è la valutazione societaria; per effettuarla gli analisti devono disporre di informazioni riguardanti il contesto in cui la società opera, e di informazioni riguardanti aspetti interni dell'azienda. In particolare, sono fondamentali:

- Le informazioni riguardanti le condizioni del mercato attuali e previste per comprendere se la società opera in un ambiente che si sta sviluppando o è in una fase di declino;
- Le analisi delle società concorrenti all'interno del settore, così da posizionare l'azienda e prevedere gli sviluppi del settore stesso;
- I bilanci storici, per analizzare i principali indici e avere una overview sulla situazione attuale della società;
- Informazioni più qualitative, fornite da manager e dirigenti, riguardanti le future strategie aziendali e le principali metodologie di gestione ordinaria della società.

Il processo di valutazione, che comprende la raccolta delle informazioni appena descritte, è finalizzato alla determinazione del prezzo al quale le azioni saranno offerte agli investitori. Il processo è diviso in quattro momenti (*Pitch, Due diligence, Pre-marketing, Pricing*) ed è da considerarsi senza soluzione di continuità.

Durante la fase di Pitch, la società deciderà quale sarà o quali saranno gli intermediari finanziari che la supporteranno nel processo di quotazione: ogni banca d'affari interessata a seguire il processo, proporrà una sua valutazione preliminare della quotanda. La decisione della società è spesso condizionata dalla qualità della banca d'affari piuttosto che dalla valutazione effettiva che viene effettuata. Nella fase di Due diligence la banca propone una prima valutazione della società sulla base del piano industriale fornitogli: verrà fornito un range di valori e si predispongono il documento di Valutazione (parte formalmente necessaria per effettuare la richiesta di quotazione alla Borsa Italiana). Le ultime due fasi del processo corrispondono alla fase di marketing e alla fase di offerta descritte nel paragrafo precedente.

1.2. La storia del delisting

L'anno in cui l'Italia è stata unificata si effettuò la prima IPO alla Borsa di Milano, dove si quotò la *Società delle Strade Ferrate Lombardo Veneto*⁸; da quel momento in poi, come si parlava di “listare” le società nel mercato, si è anche iniziato a trattare l'argomento del delisting. Inizialmente, tutti i fenomeni di uscita dal mercato azionario erano definibili involontarie in quanto le società uscivano dal mercato in quanto non rispettavano i requisiti minimi per poter scambiare i loro titoli. Successivamente si è anche iniziato a trattare il tema del delisting volontario, operato da quelle società che per scelta del proprio management uscivano dal mercato di scambio.

Questo fenomeno però non è ancora stato empiricamente investigato, a differenza del processo di entrata nel mercato che è stato studiato in diversi contributi che cercavano di modellizzare tale fenomeno e capire per quali motivi una società privata decide di *listare* le proprie azioni in un mercato di scambio.

Per quanto riguarda il fenomeno del delisting si può dire che dagli anni '90 la pratica del delisting ha assunto una maggiore rilevanza all'interno del contesto finanziario mondiale, infatti, un numero sempre crescente di società ha optato per la scelta di uscire dal mercato. Dopo il 2000 il numero di imprese delistate è stato spesso maggiore rispetto al numero di nuove società che decidono di quotare le proprie azioni ed entrare nel mercato di scambio; in particolare gli anni in cui le delistate superano le nuove entranti rispecchiano i momenti di crisi del mercato azionario, in particolare tra il 2001 e il 2003 e tra il 2008 e il 2009. Dopo questi ultimo periodo caratterizzato dalla crisi dei mutui subprime e del mercato immobiliare, il numero di imprese entranti ha avuto difficoltà a riprendere la crescita mentre il numero di delisting è rimasto pressoché costante. In alcuni periodi però le nuove aziende listate superano il numero di aziende uscenti specialmente nei periodi di boom economici come, ad esempio, l'esplosione del mercato azionario a cavallo del triennio 2005-2007.

⁸ Cattaneo M.; *Financial regulation and IPOs: Evidence from the history of the Italian stock market*; in *Journal of Corporate Finance*

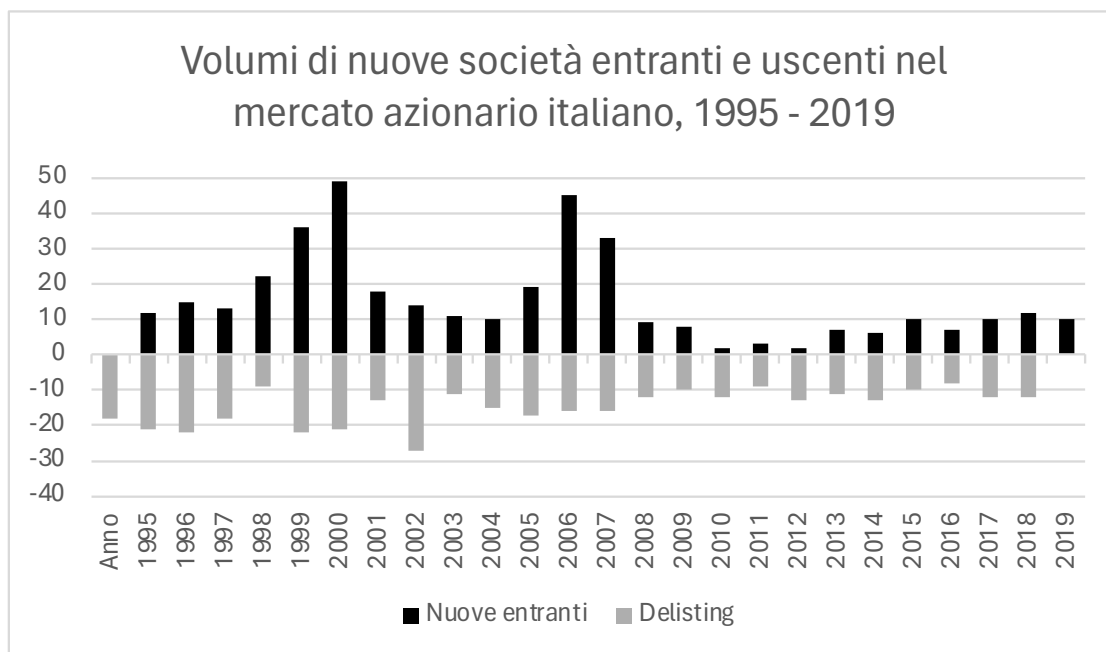


Grafico 1.1 Volumi listate e delistate nel mercato italiano (1995 – 2019)

Questa ciclicità dei due fenomeni può essere spiegata grazie ai fattori del “*market timing*”, basati sulla capacità di manager di avvantaggiarsi delle condizioni di mercato favorevoli e del sentimento degli investitori. Il tema del *market timing* è stato studiato e sviluppato principalmente grazie alle informazioni riguardanti il mercato delle IPO ma uno studio empirico in particolare, svolto da Mitchell and Mulherin 1996 ha evidenziato alcuni elementi simili con le acquisizioni che sono uno dei principali modi per delistare un’azienda quotata. In particolare, lo studio⁹ fornisce prove sulle tempistiche con cui i takeover vengono effettuati, evidenziando un aumento di tale attività durante i periodi di contrazioni industriali ed economiche. Queste epoche storiche sono infatti caratterizzate da forti asimmetrie informative; tali scoperte proposte dallo studio derivano da ricerche che coinvolgono aziende a partecipazione pubblica ma tali tendenze sono state osservate anche nel mercato dei takeover di aziende private. Un altro aspetto degno di nota riguardante la storia del delisting è che tali operazioni (in particolare quella del takeover) si verificano in ondate negativamente correlate con le operazioni di IPO.

⁹ M. Mitchell, J. Mulherin; *The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity*; in *Journal of Financial Economics*

1.3. Definizione di delisting

Il termine *delisting* è utilizzato per identificare quel fenomeno che è caratterizzato dal ritiro, dal mercato di scambio, delle azioni di una società quotata che venivano prima scambiate all'interno dello stesso.

Il delisting può essere classificato rispetto alla volontarietà dell'operazione: esistono infatti due tipi di delisting, quello involontario e quello volontario. Nel primo caso, l'azienda è costretta a cancellarsi dalla Borsa o a causa della violazione dei requisiti minimi e dei regolamenti borsistici o a causa del fallimento/liquidazione della società¹⁰. Quando invece si parla di delisting volontario si intendono quelle operazioni in cui la società decide di rimuovere le proprie azioni dal mercato tramite un'operazione di *Going Private Transaction (GPT)*, *cross-delisting* o *deregistration*; quando si parla di GPT si intendono quelle operazioni che prevedono la cessazione dello scambio di azioni della società mentre le altre due tipologie di delisting volontario possono prevedere un proseguo nelle contrattazioni dei titoli. Ad esempio, nel caso in cui una società italiana sia quotata sia nel mercato italiano (Euronext Milano, EXM) che in quello americano (New York Stock Exchange, NYSE) e decidesse di delistarsi da quello americano, si verifica il fenomeno di *cross-delisting*, cessando la contrattazione nel mercato estero ma proseguendo quelle all'interno del mercato nazionale. Per quanto riguarda un caso di *deregistration*, si verifica quando, ad esempio, un'azienda italiana, quotata nel mercato EXM, decide di passare a scambiare i propri titoli in un mercato deregolamentato (definito *Over The Counter, OTC*); questa operazione viene anche definita *going dark* in quanto la società sarà presente in un mercato in cui i requisiti minimi di partecipazione sono molto meno stringenti rispetto a quelli di un mercato regolamentato e di conseguenza dovrà sostenere inferiori costi di quotazione e successivamente di agenzia.

¹⁰ J. Macey, M. O'Hara, D. Pompilio; Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process; in *The Journal of Law and Economics*

1.4. Tipologie di delisting

Il fenomeno di GPT può anche essere definito come Public To Private (PTP) transaction che allo stesso modo descrive la decisione di una società di diventare privata. Nel loro lavoro di ricerca, Lehn e Poulsen¹¹ definiscono un'azienda che segue una transazione di privatizzazione come una società indipendente, quotata in borsa, che si trasforma in una società a capitale privato. Un'altra definizione di tale processo è fornita dall'European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), all'interno della quale vengono incorporati tutti gli elementi che caratterizzano l'operazione. L'Associazione la definisce *“una transazione che prevede un'offerta per l'intero capitale azionario di una società target quotata da parte di una nuova società - Newco - e la successiva ri-registrazione di tale società target quotata come società privata. Gli azionisti della Newco sono solitamente membri del management della società target e fornitori di private equity. Il finanziamento aggiuntivo dell'offerta è normalmente fornito da altri fornitori di debito.”*

1.4.1. Delisting involontario

Come abbiamo visto in precedenza, si parla di *delisting involontario* quando un'azienda è costretta a ritirarsi dal mercato azionario quando non rispetta i regolamenti o quando fallisce/è in fase di liquidazione; è da sottolineare che, in questo caso, l'iniziatore del delisting è l'autorità di borsa che obbliga la società a delistare. Nel momento in cui la borsa sancisce il delisting di un'azienda, le sue azioni non possono essere più scambiate in quel mercato e il titolo viene automaticamente cancellato dal listino.

La letteratura fornisce una definizione in particolare per i mercati di Stati Uniti d'America e Regno Unito, affermando che *“l'uscita è forzata dalle stesse borse che avevano corteggiato la loro quotazione”*¹². Da questa definizione si può intuire che tale decisione è vincolante e indiscutibile; dunque, non dipende in alcun modo dal potere del management. Questo è parzialmente vero in quanto, il delisting involontario potrebbe

¹¹ K. Lehn, A. Poulsen; *Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions*; in *The Journal of Finance*

¹² J. Macey, M. O'Hara, D. Pompilio; *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*; in *The Journal of Law and Economics*

essere il risultato finale di una serie di azioni probabilmente volontarie da parte delle imprese. Macey et al. (2008), ad esempio, fanno riferimento alla liquidazione volontaria da parte di imprese che hanno deliberatamente presentato istanza di fallimento per motivi strategici. In un simile contesto, il delisting è tecnicamente involontario, ma non va oltre il potere del management.

Sempre Macey et al. (2008), hanno indagato inoltre le principali cause che portano al delisting involontario; il campione selezionato sono tutte le imprese delistate dai mercati borsistici americani (NYSE e NASDAQ) nel periodo compreso tra il 1999 e il 2004. Dai risultati si nota che le principali cause sono (in ordine di frequenza):

- Capitalizzazione di mercato inferiore al minimo (per il 40% dei casi nel NYSE e per il 25% nel NASDAQ);
- Prezzo di offerta inferiore al minimo, pari al prezzo di \$1,00 (per il 30% dei casi nel NYSE e per il 30% nel NASDAQ);
- Fallimento, ristrutturazione finanziaria o liquidazione (per il 19% dei casi nel NYSE e per il 9% nel NASDAQ).

Oltre alle cause, nel loro lavoro di ricerca, Macey et al. (2008) hanno indagato quali fossero i fattori che caratterizzano le società che vengono obbligate a delistarsi. Dagli studi si nota che tali fattori sono principalmente tre:

1) Le dimensioni aziendali

Le dimensioni aziendali sono un indicatore importante della capacità delle società di rimanere attive all'interno del mercato azionario in quanto giocano un ruolo cruciale nella stabilità finanziaria della stessa. Le aziende che dispongono di un vasto patrimonio e un importante capitale azionario risultano tendenzialmente solide; tale solidità riduce notevolmente le probabilità di delisting forzato.

2) La situazione finanziaria all'atto dell'IPO

Le società che registrano, all'inizio della contrattazione del proprio titolo nel mercato, una caduta dei prezzi e prestazioni deludenti, si trovano di conseguenza in una situazione finanziaria precaria. Tale instabilità può aumentare le probabilità di delisting involontario in quanto, data la scarsa performance, gli investitori ed il mercato perde fiducia nell'azienda e nelle sue prospettive future e di conseguenza

il valore delle azioni si riduce. Il soggetto regolatore deciderà di obbligare il delisting se la considera una misura in grado di tutelare gli interessi degli azionisti.

3) Reputazione aziendale

L'immagine e il la *brand awarness* che la società si crea e sviluppa nel corso della sua storia può avere un impatto importante sulla probabilità di delisting involontario. Questo perché, le società molto riconosciute e con particolare prestigio, tendono ad avere notevoli volumi di scambi azionari; al contrario, le società meno “famoso” tendono ad avere bassi volumi di scambio dei propri titoli costruendo così una percezione di interesse limitato da parte degli investitori.

1.4.2. Delisting volontario

Il delisting volontario, al contrario di quello involontario, è definito come processo avviato dall'azienda ed è definito come “*Going Private Transaction – GPT*”. Data l'eterogeneità delle tipologie di delisting volontario, la letteratura esistente studia tale processo tramite un approccio frammentato, non fornendo una chiara classificazione generale ma proponendo diverse tipologie di delisting volontario.

Una prima classificazione fornita da Martinez e Serve¹³ è essere quella che distingue due tipologie particolari di delisting volontario:

- *Con negoziazione successiva*: si tratta di quei casi in cui un'impresa può uscire da un mercato principale ed entrare su un mercato alternativo e/o deregolamentato in cui continuerà a negoziare (questo processo è definito *going dark*). Inoltre, è considerato anche delisting volontario quel processo intrapreso dall'azienda che consiste nel cessare di commerciare i propri titoli su un mercato estero ma continua a negoziarli nel proprio mercato nazionale.
- *Senza negoziazione successiva*: contrariamente a quanto appena descritto, il delisting volontario che comporta una cessazione delle negoziazioni successivamente al delisting stesso elimina ogni tipo di presenza della società in mercati in cui è possibile scambiare titoli.

¹³ I. Martinez, S. Serve; *Reasons for delisting and consequences*; in *Journal of Economic Surveys*

Per effettuare delisting volontario senza negoziazione successiva esistono diverse metodologie, in base alle necessità ed alle motivazioni che portano la società a prendere tale decisione. In primo luogo, il delisting volontario può essere la conseguenza naturale di una fusione (Macey et al., 2008) quando una società quotata viene assorbita da un'altra società e cessa di esistere di per sé. In secondo luogo, il delisting può essere anticipato da un'OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) ed è quindi definibile come una GPT; tendenzialmente, una GPT comprende un'OPA che poi concentra la proprietà aziendale nelle mani di un gruppo di investitori, i quali non sono interessati ad avere il loro patrimonio negoziato in borsa¹⁴.

Come già detto, le classificazioni del delisting volontario sono principalmente definite dalla metodologia con la quale viene effettuato il processo; analizzeremo dunque i principali strumenti con i quali le società possono effettuare un delisting volontario.

1.4.2.1. Fusione ed Acquisizione (M&A)

Le operazioni di fusione e di acquisizione, anche se spesso vengono utilizzate come sinonimi, presentano delle differenze molto importanti che comportano diverse implicazioni economiche e di gestione della società. Si definiscono acquisizioni quelle attività caratterizzate dalla presenza di una società acquirente che vuole entrare in possesso del più del 50% del patrimonio netto dell'impresa o delle imprese bersaglio¹⁵; le operazioni di fusione invece sono riconoscibili per la presenza di due o più imprese che si combinano tra loro per formare una nuova entità giuridica. Lo scopo principale delle operazioni di finanza straordinaria di fusione ed acquisizione è quello di creare sinergie; si parla di *sinergia* quando il valore delle due società fuse risulta superiore alla somma delle due società prese singolarmente.

Le operazioni di fusione ed acquisizione presentano sia dei lati positivi che delle insidie. Il principale rischio derivante dalle operazioni di fusione/acquisizione è l'errata

¹⁴ Leuz, C., Triantis, A. and Wang, T.Y. (2008); *Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations*; in *Journal of Accounting & Economics* 45

¹⁵ J. Piesse, C. Lee, L. Lin, H. Kuo; *Merger and Acquisition: definitions, motives, and market response*; in *Encyclopedia of Finance*, Chapter 27

valutazione della società target che di conseguenza diventa un enorme svantaggio nel caso in cui è stata sopravvalutata e quindi pagata eccessivamente. Il rischio di over rating dipende da diversi fattori tra i quali: l'asimmetria informativa in quanto la società target potrebbe fornire informazioni limitate all'acquirente e l'ottimismo eccessivo sia nella valutazione delle future sinergie che nelle prospettive di crescita futura della società target. Un altro possibile rischio è l'eccessiva divergenza tra le culture aziendali delle due società che si fondono che comporta sia nel breve che nel lungo termine delle difficoltà di organizzazione che ancora una volta comportano una riduzione del valore delle sinergie ipotizzate e di conseguenza una performance inferiore alle aspettative.

Opposto ai rischi e agli svantaggi le operazioni di fusione ed acquisizione la letteratura ci fornisce anche quali possono essere le opportunità e i vantaggi derivanti da tali operazioni. In particolare, le società decidono di acquisire o di fondersi con altre società per avere la possibilità di entrare in nuovi mercati dove in precedenza non operavano o per raggiungere insieme economie di scala. Infatti, i principali driver di tali processi sono quelli di aumentare la propria quota di mercato, diversificare a propria gamma di prodotti offerti ai clienti e accedere a risorse scarse o a know-how che ancora non possiede.

Le operazioni di M&A sono fortemente associate a quelle di delisting. La maggior parte delle imprese target quotate vengono delistate dopo una transazione di fusione e acquisizione in quanto vengono solitamente con l'acquirente e potrebbe inoltre essere eliminata come entità legale. Il delisting dopo una transazione di M&A è una decisione volontaria presa dalla nuova società di controllo – dunque, è definibile come un'operazione di delisting volontario. Alcune società target rimangono comunque sul mercato e quindi i titoli continuano ad essere scambiati; sulla base del campione analizzato nello studio di Bruslerie e Caby¹⁶, le operazioni di delisting dopo un'acquisizione o una fusione costituiscono il 79% degli obiettivi appena acquisiti e controllati.

¹⁶ H. de la Bruslerie, J. Caby; *Ex-ante determinants to delist or not delist after an M&A*; in *Review of Quantitative Finance and Accounting*

1.4.2.2. Offerta Pubblica di Acquisto – OPA

Dall'Articolo 1 del TUF¹⁷ un'OPA è “ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c)”.

L'OPA è composta da due fasi principali, quella iniziale e quella dello svolgimento, entrambe regolamentate dal TUF. Nella fase iniziale, l'offerente deve comunicare tempestivamente la sua decisione di proporre un'OPA alla Consob che pubblicizza la comunicazione in modo da informare ufficialmente gli azionisti; insieme alla comunicazione preventiva, la società emittente deve allegare il *Documento d'Offerta* che contiene tutte le informazioni, richieste dai regolamenti Consob, relative all'operazione di OPA che intende intraprendere. All'interno del documento sono presenti le specifiche dei soggetti coinvolti nell'operazione, i progetti riguardanti la progettazione futura e tutti gli eventuali accordi con gli esponenti della società obbiettivo¹⁸. L'ultimo step della fase iniziale prevede il controllo preventivo della Consob il quale prevede, secondo l'articolo 102 del TUF, comma 4), che entro quindici giorni dalla presentazione del documento di offerta l'autorità lo approvi (nel caso in cui fosse idoneo) così da consentire ai destinatari di giungere ad un giudizio sull'offerta.

La fase di svolgimento dell'OPA è regolamentata dall'articolo 103; in particolare, al comma 1) viene sancita l'irrevocabilità dell'offerta approvata dalla Consob e soprattutto viene sancito che l'offerta è rivolta a qualsiasi titolare dei prodotti finanziari che fanno parte dell'oggetto dell'offerta stessa.

L'OPA è classificata in base alle finalità per le quali viene attuata:

- OPA volontaria: è l'offerta pubblica proposta in modo autonomo da un soggetto (o un gruppo di soggetti) che hanno l'obbiettivo di riuscire ad ottenere il controllo di una società, acquistando i titoli degli azionisti della stessa.
- OPA obbligatoria: l'offerta di acquisto pubblica diventa automaticamente (entro venti giorni dal superamento della soglia) obbligatoria nel momento in cui,

¹⁷ TUF: Testo Unico della Finanza

¹⁸ Borsa Italiana – Glossario Finanziario

l'emittente dell'offerta, raggiunge una partecipazione azionaria almeno pari al 30% del capitale sociale quotato in borsa.

Le operazioni di OPA possono essere utilizzate anche come uno strumento per giungere al fine ultimo del delisting: riuscendo ad ottenere il controllo della società, l'emittente dell'offerta può poi decidere di effettuare un'OPA totalitaria per riuscire a possedere l'intero volume di titoli scambiati nel mercato in modo da poter avviare il processo di privatizzazione della società.

1.4.2.3. Leverage Buy Out (LBO)

Le operazioni di Leverage Buy Out sono processi di acquisizione di una società target: la caratteristica principale è che tale passaggio di proprietà viene finanziato ricorrendo in parte preponderante all'indebitamento.

Il debito utilizzato dalla società acquirente verrà in un secondo momento rimborsato ai creditori in due principali modi: o tramite gli utili generati dopo il passaggio di proprietà e la gestione del nuovo management o tramite la vendita di parte degli asset della società acquisita¹⁹.

Da uno studio effettuato da Jensen (1989)²⁰ si apprende che nel corso degli anni Ottanta le nuove società erano caratterizzate da alcuni aspetti che le differenziavano da quelle già esistenti; i nuovi incumbent nel mercato preferivano non avere all'interno del proprio assetto societario non ci fossero azionisti, di conseguenza non emanavano azioni da scambiare nel mercato. L'ultimo aspetto riguardava la volontà molto distribuita di finanziarsi tramite debito (pubblico o privato) piuttosto che tramite equity; queste caratteristiche evidenziate da Jensen si notano anche dall'aumento di acquisizioni, scorporazioni di divisioni aziendali e soprattutto di operazioni di leverage buy out. La causa principale che ha portato a tali condizioni è stata la debolezza delle società quotate nel mercato, intesa come la difficoltà nella gestione dei conflitti tra il management e gli azionisti per il controllo e l'uso delle risorse aziendali.

¹⁹ Borsa Italiana – Glossario Finanziario

²⁰ M. C. Jensen; *Eclipse of the Public Corporation*; in *Harvard Business Review*, 61-74

Ovviamente, nel corso del tempo le società quotate non sono scomparse, ma si è aggiunto una nuova tipologia di raccolta di capitali per le aziende private; le società che vengono acquisite con l'utilizzo del debito sembrerebbe che non possiedano le caratteristiche vantaggiose tipiche di quelle quotate come la capacità di distribuire il rischio finanziario su portafogli diversificati di milioni di individui e istituzioni e la capacità di consentire agli investitori di personalizzare il rischio.

Le transazioni di LBO sono principalmente utilizzate dal management dell'azienda target, da altre società, da fondi di private equity o da coalizioni nate per investire; spesso il processo di acquisizione tramite l'utilizzo del debito vengono per "trasformare" un'azienda da quotata a privata. Questo spiega per quale motivo le operazioni di LBO sono definibili come *Public To Private (PTP)* transaction; tuttavia, non tutte le operazioni di LBO sono utilizzate per delistare una società.

1.4.2.3.1. Caratteristiche delle operazioni di LBO

Come visto in precedenza, le operazioni di M&A vengono attuate con l'obiettivo di raggiungere economie di scala e di scopo, di ridurre il rischio, di integrarsi verticalmente o di ottenere posizioni monopolistiche. Le operazioni di LBO non sono affini alle caratteristiche di "semplici" acquisizioni in quanto le società target dopo l'acquisto rimangono indipendenti, dunque, non permettono di condividere conoscenze con l'acquirente e quindi non si svilupperanno sinergie utili a portare valore aggiunto. Inoltre, spesso chi acquista tramite LBO sono fondi di private equity i quali possiedono un portafoglio di società che vengono gestite da differenti team di manager che non interagiscono per condividere conoscenze e competenze; di conseguenza le operazioni di LBO vengono utilizzate per trovare diverse metodologie di guadagno, e questo spiega l'elevato premio pagato agli azionisti delle società target, generalmente maggiorato del 40% rispetto al prezzo medio di scambio degli ultimi due mesi prima dell'annuncio dell'acquisizione.

Il primo aspetto che porta le società acquirenti a pagare tale premio è la possibilità di ridurre notevolmente i costi di agenzia grazie ad un miglioramento della corporate governance della società target²¹. Questa affermazione viene sostenuta dallo studio di Jensen (1986)²² spiegando che l'aumento del debito alla struttura del capitale della società è un impegno del management, a pagare i futuri cash flow, molto più credibile rispetto alla proposta di investimento in progetti con VAN negativo. In questo contesto, un'operazione di LBO obbliga il management a generare introiti capaci di pagare l'alta quantità di debito creata per l'acquisizione, espandendo il business in aree di crescita lente per far crescere nel modo più veloce possibile il valore del patrimonio netto.

Il grosso ammontare di debito necessario per acquisire ha anche il controeffetto di aumentare il rischio di bancarotta della società; pur sembrando un aspetto negativo, questo può anche essere letto come un'opportunità in quanto, a causa di questa situazione rischiosa, i manager sono incentivati a rendere la società sempre più efficiente ed efficace così da evitare situazioni scongiurate.

Un altro studio che sostiene la riduzione dei costi di agenzia grazie ad un'operazione di LBO è stato condotto da Jensen e Meckling (1976)²³ nel quale sostengono la tesi che i manager vengono motivati dalla nuova proprietà forti incentivi finanziari che consistono nell'assicurare una posizione di partecipazione azionaria e bonus economici quando l'azienda performa secondo le aspettative.

L'ultimo studio analizzato per trovare supporto all'ipotesi di riduzione dei costi di agenzia è quello condotto da Travlos e Cornett (1993)²⁴ che dimostrano come eliminando l'asimmetria informativa tra manager investitori esterni permette di ottenere ingenti risparmi. Tendenzialmente gli azionisti preferiscono investire, facendo pressione sul management, su progetti a minore rendimento che però hanno payoffs che sono facilmente osservabili; questo accade proprio perché c'è un'asimmetria informativa tra le due parti. Rendendo la società non più quotata, la proprietà ed i manager non devono più

²¹ R. W. Masulis, R. S. Thomas; *Does private equity create wealth? The effects of private equity and derivatives on corporate governance*; in *The University of Chicago Law Review*, 219-259

²² M. C. Jensen; *Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers*; in *The American Economic Review*, 323-329

²³ M. C. Jensen, W. H. Meckling; *Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure*; in *Journal of Financial Economics*, 205-360

²⁴ N. G. Travlos, M. M. Cornett; *Going private buyouts and determinants of shareholder's return*; in *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 1-25

mantenere i rapporti con gli investitori esterni e possono optare per investimenti che ritengono più adatti per l'azienda che gestiscono. Allo stesso modo, il fatto di non dover dipendere da un consiglio di amministrazione, esclude la possibilità che alcuni manager operino esclusivamente per mantenere al sicuro la propria posizione, piuttosto che agire negli interessi della società.

Un ulteriore aspetto da tenere in considerazione per comprendere le motivazioni che portano l'acquirente a pagare un premio elevato è il risparmio generato dai benefici sulla fiscalità; la deducibilità dalle tasse degli interessi sui nuovi prestiti richiesti dall'acquirente rappresenta il principale scudo fiscale. Ovviamente, la dimensione di tale beneficio fiscale dipende: dal regime fiscale del paese in cui opera la società che avvia un processo di LBO e dal tasso fiscale marginale a cui è soggetta la società stessa.

Gli studiosi Schipper e Smith (1991)²⁵ pongono la loro attenzione sul fatto che l'aumento del debito, di conseguenza aumenta il rischio di default della società; questo cambiamento causa un aumento del tasso di interesse che la società dovrà pagare. In particolare, tale aumento sarà osservabile nella porzione di tasso di interesse relativa al risk premium. Dunque, l'aumento dei benefici fiscali di una società dipende in parte dalla percezione che i creditori hanno sulla probabilità che la società non paghi il suo debito (e quindi sulla probabilità di fallimento); maggiore è tale probabilità, maggiore sarà lo scudo fiscale che si riesce ad ottenere, ovviamente pagando sia con maggiori interessi che con la riduzione di buona reputazione con i nostri creditori. Questi aspetti rendono perciò l'effettivo vantaggio dato dal risparmio sul pagamento delle tasse molto incerto e variabile.

1.4.2.4. Deregistration – “Going Dark”

A differenza delle operazioni di LBO appena analizzate, il processo di deregistration (o going dark) è composto principalmente da due fasi: la prima consiste nella cancellazione dalla borsa e l'annuncio del delisting può comprendere al suo interno anche il motivo per

²⁵ K. Schipper, A. Smith; *Effect of managements buyouts on corporate interest and depreciation tax deduction*; in *Journal of Law and Economics*, 295-341

cui viene effettuata tale operazione e nella seconda fase la società si lista nei mercati secondari (OTC).

La letteratura si è concentrata nei casi di going dark nel mercato statunitense: le società quotate al NASDAQ, al NYSE o all'AMEX deve presentare il modulo di cancellazione alla SEC²⁶. Per presentare tale documentazione non è necessario per gli azionisti di maggioranza di effettuare un'offerta pubblica di acquisto in quanto, nel mercato statunitense, è previsto che un'azienda con meno di 300 titolari di azioni registrati può richiedere l'eliminazione dalla SEC esclusivamente con l'approvazione del consiglio di amministrazione. Al posto dell'OPA la società può sfruttare meccanismi di raggruppamenti azionari o offerte pubbliche di acquisto limitate al raggiungimento della soglia dei 300 azionisti; i rimanenti possessori dei titoli della società che diventa *dark* saranno definiti investitori esterni e potranno negoziare le azioni nei mercati secondari (*Pink Sheets*²⁷). Con la richiesta, e la successiva approvazione, di cancellazione del titolo dal listino, la società non è più tenuta a presentare alcuna documentazione informativa sulla propria condizione finanziaria alla SEC; così facendo tutti gli investitori esterni si troveranno in situazioni di asimmetria informativa.

La decisione di delistarsi tramite un'operazione di going dark ha delle conseguenze immediate per i possessori delle azioni di queste società. Gli azionisti subiscono perdite ingenti e significative di ricchezza: lo studio di Marosi e Nassoud (2007)²⁸ dimostra come il giorno stesso della comunicazione al mercato della volontà di deregistrarsi le imprese subiscono rendimenti cumulativi anomali negativi. In particolare, per le imprese quotate in borsa tale perdita risulta pari mediamente a -16.74%.

Tendenzialmente le imprese che hanno più probabilità di intraprendere il processo di deregistrazione sono quelle che:

- Notano una riduzione delle proprie opportunità di crescita;

²⁶ SEC: Securities and Exchange Commission; è l'ente federale degli Stati Uniti d'America incaricato di svolgere compiti di vigilanza della borsa valori. Il corrispondente di tale ente in Italia è la CONSOB.

²⁷ Il *Pink Sheets* è un servizio di quotazione per i market maker che si offrono di negoziare emissioni OTC; non è dunque un servizio di quotazione di emittenti o una borsa. Le società negoziate sui Pink Sheets (ad eccezione di istituzioni finanziarie e società scambiate anche su borse estere) non sono soggette a sorveglianza normativa.

²⁸ A. Marosi, N. Massoud; *Why do firms go dark?*; in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, 421-442

- Sono caratterizzate da *insider ownership*;
- Hanno una scarsa partecipazione istituzionale;
- Riscontrano un basso slancio del mercato;
- Hanno una leva finanziaria molto elevata.

La principale motivazione che porta una società ad adottare la strategia di deregistrarsi è la riduzione dei costi diretti ed indiretti di quotazione; spostandosi verso un mercato non regolamentato, le società non devono più rispondere a obblighi informativi e non devono più sottostare a requisiti e conformità riguardanti la governance aziendale.

Un altro aspetto da considerare come stimolo alla deregistrazione è l'*insider ownership* in quanto se la proprietà manageriale è diffusa, può essere sfruttata a sfavore degli azionisti, rendendo dark la società in modo da ridurre il monitoraggio delle autorità di mercato. Allo stesso modo, quando tra gli azionisti non è presente una significativa quantità di investitori istituzionali, aumenta la probabilità di fuoriuscita dal mercato regolamentato in quanto la società non ha un forte incentivo a rimanere soggetta allo stringente regolamento di governance e divulgazione delle autorità di controllo.

1.5. Aspetti legali del delisting in Italia

Tutte le tipologie analizzate fino a questo punto, inserite nel contesto dell'ordinamento italiano devono rispettare quanto definito dalle autorità nazionali. Come abbiamo visto, le tipologie di delisting possono essere principalmente due: quello involontario e quello volontario.

Per quanto riguarda il delisting involontario, sappiamo che è l'autorità regolatrice a sancire l'esclusione dei titoli di una società dalle negoziazioni; in particolare, in Italia l'autorità titolare di tale responsabilità è la Borsa Italiana che applica le norme presenti all'interno del "Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A"; tale regolamento è anche il punto di riferimento per quelle che società scelgono strategicamente di revocare le proprie azioni dalle contrattazioni.

All'interno del Titolo 2.5 del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.²⁹ intitolato "*Sospensione e Revoca*" vengono normate le due fattispecie di delisting.

Il primo comma dell'Articolo 2.5.1 del Regolamento determina le due modalità tramite le quali è possibile rimuovere dal mercato uno strumento finanziario: la sospensione e la revoca. In particolare, l'Articolo 2.5.1, comma 1) stabilisce che:

"Borsa Italiana può disporre:

a) la sospensione dalle negoziazioni di uno strumento finanziario, se la regolarità del mercato dello strumento stesso non è temporaneamente garantita o rischia di non esserlo ovvero se lo richieda la tutela degli investitori;

b) la revoca dalla quotazione e dalle negoziazioni di uno strumento finanziario, in caso di prolungata carenza di negoziazione ovvero se reputa che, a causa di circostanze particolari, non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento."

Si distinguono, come detto in precedenza, le due modalità tramite cui è possibile bloccare la negoziazione delle azioni di una società; nel caso della sospensione, la Borsa Italiana la definisce "*un'interruzione non programmata del normale processo di contrattazione di uno strumento finanziario*"³⁰. Le sospensioni possono essere di due tipi:

- 1) Discrezionali: quando l'autorità regolatrice ritiene necessario bloccare le negoziazioni a causa di circostanze (quali ad esempio l'assenza di informazioni su un emittente) che potrebbero portare uno svolgimento non ordinato degli scambi.
- 2) Automatiche: vengono intraprese nel momento in cui vengono superate le soglie di variazione del prezzo. Queste sospensioni avvengono, come dice il titolo, in modo automatico nell'istante in cui il contratto che si sta chiudendo comporterebbe il superamento dei limiti ammessi per la variazione dei prezzi.

²⁹ Deliberato dal Consiglio di Amministrazione dell'8 novembre 2023 e approvato dalla CONSOB con delibera n. 22920 del 6 dicembre 2023

³⁰ Glossario Finanziario – Borsa Italiana

Proprio nel comma 2 dello stesso articolo vengono definite le motivazioni che implicano una sospensione:

- a) *“Diffusione o mancata diffusione di notizie che possono incidere sul regolare andamento del mercato;*
- b) *Delibera di azzeramento del capitale sociale e di contemporaneo aumento al di sopra del limite legale;*
- c) *Ammissione dell'emittente a procedure concorsuali;*
- d) *Scioglimento dell'emittente;*
- e) *Giudizio negativo del revisore legale o della società di revisione legale, ovvero impossibilità per il revisore legale o la società di revisione legale di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi.”*

Dunque, si denota che l'autorità Borsa Italiana è dotata di un'ampia libertà nella scelta di sospendere o meno la contrattazione di un titolo nel mercato; questo implica che alcune società potrebbero continuare a negoziare il proprio titolo anche nella circostanza in cui non siano rispettati i requisiti minimi. Questo perché la mancanza dei requisiti minimi costituisce esclusivamente il presupposto per l'esclusione. Tendenzialmente, le società che storicamente hanno dimostrato degli ottimi risultati non saranno obbligate all'uscita alla mancanza di un singolo requisito, cosa che invece potrebbe accadere a realtà aziendali da poco entrate e con poca influenza nel sistema. Ovviamente questa situazione di discrezionalità di Borsa Italiana potrebbe creare situazioni non egualitarie.

Proseguendo l'analisi dell'Articolo 2.5.1 del Regolamento, si osserva che al terzo comma l'autorità si riserva la possibilità di revocare la sospensione nel caso in cui si l'emittente dimostri dei miglioramenti nelle situazioni economico, patrimoniale e/o finanziaria; tali decisioni devono essere prese da Borsa Italiana esclusivamente nel caso in cui siano tutelati gli interessi degli investitori³¹.

Passando all'analisi della seconda modalità di estromissione dalla negoziazione, la revoca, il comma 5) dell'Articolo 2.5.1 stabilisce quali sono gli elementi che Borsa Italiana deve valutare per determinare se una società debba essere revocata dal listino. L'articolo stabilisce sei elementi:

³¹ Articolo 2.5.1, comma 3) del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

- a) *“Controvalore medio giornaliero delle negoziazioni eseguite nel mercato e numero medio di titoli scambiati, rilevati in un periodo di almeno diciotto mesi;*
- b) *Frequenza degli scambi registrati nel medesimo periodo;*
- c) *Grado di diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari in termini di controvalore e di numero dei soggetti detentori;*
- d) *Ammissione dell'emittente a procedure concorsuali;*
- e) *Giudizio negativo del revisore legale o della società di revisione legale, ovvero impossibilità per il revisore legale o la società di revisione legale di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi;*
- f) *Scioglimento dell'emittente;*
- g) *Sospensione dalle negoziazioni per una durata superiore a 18 mesi.”*

Questi, perciò, sono i motivi per cui una società che fa parte del listino di quelle che negoziano i propri sul mercato può essere delistata: in questo caso si verificherebbe dunque un caso di delisting involontario.

Il secondo articolo del Titolo 2.5 si concentra sulla procedura da seguire affinché la revoca possa essere considerata valida. La procedura si avvia tramite l'invio di una comunicazione di Borsa Italiana all'emittente nella quale richiama tutti gli elementi che costituiscono il presupposto per la revoca; dalla data di comunicazione, la società emittente ha la possibilità di presentare, entro quindici giorni, deduzioni scritte all'interno delle quali può anche richiedere un'audizione dove partecipa il legale rappresentante della società. Nello stesso momento in cui la comunicazione viene inviata all'emittente, Borsa Italiana ha l'obbligo di rendere informata anche la Consob. La decisione di Borsa Italiana sulla revoca ha un termine di 60 giorni dall'invio della comunicazione alla società emittente; tale scadenza può essere interrotta dall'autorità nel caso in cui necessiti di *“richiedere ulteriori dati e informazioni in relazione ad eventi rilevanti intervenuti successivamente all'avvio della procedura di revoca. In questo caso, a partire dalla data del ricevimento della relativa documentazione, decorre nuovamente il suddetto termine di 60 giorni.”*³²

³² Articolo 2.5.2, comma 4) del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

L'ultimo articolo che è interessante analizzare è l'Articolo 2.5.5 in cui viene stabilita la normativa che regola l'esclusione su richiesta dalle negoziazioni, ovvero del delisting volontario. Le società emittenti sono tenute a presentare a Borsa Italiana un'apposita richiesta scritta, sottoscritta dal legale rappresentante alla quale è necessario allegare, come descritto dal comma 2), *“a) La delibera dell'assemblea straordinaria di richiesta di esclusione dalle negoziazioni; b) attestato dell'ammissione a quotazione in altro mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione Europea;”*³³.

Dal momento in cui la società emittente ha consegnato tutta la documentazione necessaria, Borsa Italiana deve disporre entro 10 giorni l'esclusione dalle negoziazioni, fornendo la data di decorrenza della stessa; il pubblico sarà informato di tale operazione grazie alla pubblicazione di un Avviso di Borsa. Il comma 3) stabilisce che *“Dalla pubblicazione dell'Avviso alla effettiva esclusione dalle negoziazioni decorre almeno un mese”*.

³³ Articolo 2.5.5, comma 2) del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

2. MOTIVAZIONI DEL DELISTING

Dagli ultimi dati forniti da *Il Sole 24 Ore*³⁴, negli ultimi mesi molte società italiane hanno intrapreso la via del delisting, cessando la compravendita delle proprie azioni nel mercato di Borsa Italiana. Come abbiamo visto nel primo capitolo ci sono diverse metodologie e cause che portano una società a delistarsi: i principali casi di delisting nel mercato italiano, derivanti da un'acquisizione, sono quelli di Atlantia e di Autogrill. Il caso Tod's invece si può classificare come un caso di delisting volontario, in quanto la società ha intravisto nella privatizzazione la possibilità di prendere decisioni riguardanti investimenti di medio e lungo termine in modo più semplice, così da accelerare il processo di sviluppo.

La scelta effettuata da Tod's ha dei fondamenti teorici riguardanti le richieste del mercato; infatti, gli investimenti che permettono alle società di crescere sono principalmente quelli in ricerca e sviluppo e soprattutto quelli in progetti innovativi, che permettono appunto di raggiungere un nuovo vantaggio competitivo. Essendo però tali sfide molto incerte e proiettate su orizzonti temporali di medio-lungo termine, queste vanno in contrasto con ciò che gli investitori si aspettano dalla società. Questi, infatti, richiedono all'azienda di essere capace di generare profitti con scadenza trimestrale, cosa molto difficile quando si effettuano ingenti investimenti volti ad accrescere il valore aziendale nell'arco di diversi anni. Dunque, una società quotata che decide di investire nell'innovazione, verrà penalizzata dal mercato in quanto è ovviamente meno capace di generare profitti a breve termine: si sviluppa in tal modo lo *short-termism*³⁵ che, per aziende innovative può portare a decidere di delistarsi per proseguire il loro percorso di crescita.

Anche per questa ragione, il numero delle imprese che decidono di quotarsi nel mercato azionario è in diminuzione in quanto le aziende innovative, come ad esempio le start-up sono più preposte a stipulare contratti con fondi di private equity e ventura capital per riuscire a finanziarsi con l'obiettivo di crescere.

³⁴ Equilibrio e crescita, perché le imprese lasciano la borsa, *Il Sole 24 Ore*

³⁵ Short-termism: è il concetto per cui l'investitore dà priorità ai risultati a breve termine e quindi al profitto immediato piuttosto che alla visione lungimirante e al raggiungimento di obiettivi di lungo termine – *CFA Institute*

Nei seguenti paragrafi si analizzeranno i driver che comportano la decisione da parte del management di delistare la società; Bharath e Dittmar (2010)³⁶ utilizzano un approccio basato su due pilastri per studiare le motivazioni che portano ad uscire dal mercato:

- a) Una società decide di diventare pubblica dopo aver effettuato un'analisi dei costi e dei benefici che comporta questa scelta. Se i benefici superano i costi la società si quoterà, altrimenti rimarrà privata. La *benefit-cost analysis* viene condotta anche mentre la società scambia i suoi titoli nel mercato e se i risultati determinano che i costi sono maggiori dei benefici, l'azienda opta per il delisting.
- b) Dal momento in cui l'analisi di costi e benefici è reversibile (nel senso che serve sia per decidere se quotarsi sia per decidere se delistarsi) allora si possono invertire sistematicamente motivazioni che spingono una società a diventare pubblica per ottenere informazioni e determinare i fattori che influenzano la scelta di going-private.

Ora, quindi, si prenderanno le principali motivazioni teoriche che spiegano la quotazione di una società così da aiutare la comprensione delle motivazioni del delisting. Le principali motivazioni sono:

- Politica d'investimento
- Accesso al capitale
- Liquidità
- Requisiti del listing e costi associati
- Miopia del mercato azionario e Short-Termism
- Uso dei derivati
- Difesa da un takeover

2.1 Politica d'investimento

Il momento in cui una società diventa pubblica, la stessa subisce diverse trasformazioni. È ragionevole pensare che i capitali raccolti dalla società durante l'offerta vengano utilizzati, almeno in parte, per finanziare nuovi progetti e investimenti. Infatti, solitamente

³⁶ S. T. Bharath, A. K. Dittmar (2010); *Why do firms use private equity to opt out of public markets?*; in *The Review of Financial Studies*, 22(2), 1771-1818

le società che si quotano sono realtà che hanno in previsione l'attuazione di notevoli investimenti per cogliere opportunità di investimento; da qui, ci si aspetta che le evidenze empiriche ci confermino che nel periodo seguente alla quotazione, si noti un importante incremento degli investimenti. Da uno studio condotto da Kim e Weisbach (2008)³⁷ su un campione internazionale di operazioni di IPO, si nota che effettivamente il capitale raccolto viene utilizzato dalle società per investire in progetti innovativi, in attività di ricerca e sviluppo molto onerose o per l'acquisto di attività materiali.

Da qui, l'intuizione per la scelta di delisting: se un'azienda non ritiene di poter sfruttare nuove opportunità di investimento, di conseguenza non necessita di nuovi capitali. A questo punto i vantaggi di rimanere pubblici potrebbero risultare inferiori agli effettivi svantaggi e la scelta di diventare privati è motivata.

2.2 Accesso al capitale

Come si è detto in precedenza l'entrata in borsa permette alla società di ottenere l'accesso a risorse finanziarie che non sarebbero disponibili nel mercato dei capitali privati; l'azienda che si quota lo fa in quanto ritiene che il costo della raccolta delle risorse sia inferiore rispetto a finanziarsi privatamente. I capitali ottenuti dalla quotazione possono essere anche utilizzati dalla società, oltre che per l'attuazione di nuovi investimenti, per ridurre la leva finanziaria, così da migliorare la situazione finanziaria ed avere accesso al debito privato a migliori condizioni. Inoltre, un'impresa pubblica risulta molto più visibile nel mercato; se riesce a costruirsi una buona reputazione nel mercato dei fornitori di capitali, sarà in grado di negoziare con le istituzioni finanziarie a condizioni più favorevoli. Quindi, la quotazione non solo espande la base di investitori per il capitale azionario, ma rende accessibili anche ulteriori forme di finanziamento come, ad esempio: a) obbligazioni quotate in borsa, b) obbligazioni convertibili, c) azioni privilegiate³⁸. Il

³⁷ W. Kim, M. S. Weisbach (2008); *Motivations for public equity offers: an international perspective*; in *The Journal of Financial Economics*, 43, 131-148

³⁸ a) Obbligazioni quotate in borsa: sono titoli che conferiscono a chi li compra il diritto a ricevere, alla scadenza definita nel titolo, il rimborso della somma versata e una remunerazione a titolo di interesse. Per il soggetto emittente l'obbligazione rappresenta un debito in quanto utilizza tale somma per finanziarsi. – *Banca d'Italia*

maggior accesso al capitale esterno e la riduzione del costo dovrebbero riuscire a ridurre il vincolo finanziario. Si definisce finanziariamente vincolata quella società la cui spesa per gli investimenti dipende fortemente dalla disponibilità di fondi interni; sono aziende i cui investimenti sono molto sensibili ai flussi di cassa dell'impresa. Un'azienda finanziariamente vincolata è costretta a ridurre la sua spesa per gli investimenti a causa della sua scarsa capacità di attingere a fondi esterni, dunque, uno shock dei flussi di cassa comporterebbe un'importante riduzione degli investimenti. Al contrario, le aziende non vincolate sono poco sensibili a shock dei flussi di cassa perché hanno facile accesso a capitali esterni per sostenere nuovi investimenti.

Quindi il vincolo finanziario e la propensione di un'azienda a diventare privata sono inversamente proporzionali: minore è il vincolo finanziario, maggiore sarà la propensione della società a delistarsi. Uscendo dalla quotazione, una società può mantenere il suo vincolo finanziario basso, stipulando contratti di finanziamento con qualsivoglia istituzione finanziaria (banche, fondi di private equity e venture capital).

2.3 Liquidità

La liquidità dei titoli di una società dipende dalla possibilità di negoziarli nel mercato nel più breve tempo possibile e al minor costo. Per poter vendere (o acquistare) un titolo, gli investitori incorrono nei *costi di liquidità*, composti da due elementi:

- Costi di negoziazione diretta: si qualificano come tali tutte le commissioni di intermediazione, le commissioni di cambio e le tasse;
- Costi di impatto sui prezzi: consiste in un premio che l'acquirente dovrà pagare al venditore del titolo. Lato suo, il venditore per poter vendere il titolo posseduto, dovrà applicare uno sconto per far sì che l'operazione venga effettuata.

b) Obbligazioni convertibili: titolo obbligazionario il cui possessore ha la facoltà di decidere se convertirlo in un titolo azionario (azioni di compendio) oppure no. – *Glossario Finanziario, Borsa Italiana*

c) Azioni privilegiate: sono una categoria di azioni che attribuisce ai titolari un diritto di priorità rispetto agli azionisti ordinari in sede di distribuzione degli utili e di rimborso del capitale allo scioglimento della società, comportando, tuttavia, la limitazione dei diritti amministrativi (diritto di voto, diritto di impugnativa delle delibere assembleari, diritto di recesso, diritto di opzione). – *Glossario Finanziario, Borsa Italiana*

L'attuazione di uno sconto da parte del venditore e il pagamento di un premio da parte dell'acquirente sono causate dall'asimmetria informativa: maggiore è la differenza delle informazioni possedute dalle due parti, maggiore sarà l'impatto su prezzo e di conseguenza maggiori saranno i costi del trading (o costi di liquidità).

Sono stati condotti diversi studi per analizzare l'esistenza di una relazione tra la liquidità dei titoli societari e il loro rendimento atteso; Amihud e Mendelson (1986)³⁹ hanno dimostrato che il rendimento atteso e i costi di liquidità sono direttamente proporzionali in quanto i venditori richiederanno un importante risarcimento per sostenere alti costi di liquidità.

Per connettere la liquidità al tema della scelta di uscire o meno dal mercato è fondamentale comprendere che una società, nel momento in cui si delista, perderà i benefici di liquidità connessi al flottante. La scelta può essere determinata dal fatto che il grado di liquidità della società scenda al di sotto di soglie critiche: rimanere quotati sarebbe esclusivamente uno spreco di risorse e il delisting permetterebbe all'azienda di raggiungere valori più elevati. In particolare, le società altamente rischiose come quelle che operano in industrie ad alta tecnologia, hanno maggiori possibilità di avere azioni meno e liquide e, a parità di altre condizioni, potrebbero ritenere utile ritornare private. Allo stesso modo, tra imprese piccole e poco conosciute e imprese grandi e "famosi" c'è una grande differenza di grado di liquidità: le prime soffrono di difficoltà di comunicazione con gli investitori, dunque l'asimmetria informativa è molto maggiore nella negoziazione con possessori di titoli di piccole società. Al contrario le grandi società sono molto capaci di comunicare efficacemente e di divulgare le informazioni grazie alla vicinanza con la stampa finanziaria, gli investitori istituzionali e gli analisti. Quindi, a parità di condizioni, aziende più piccole sono più incentivate a privatizzarsi, sempre a causa del ridotto grado di liquidità (Fama e French, 1995)⁴⁰.

³⁹ Y. Amihud, H. Mendelson (1986); *Asset pricing and the bid-ask spread*; in *Journal of Financial Economics* 17(2), 223-249

⁴⁰ E. F. Fama, K.R. French (1995); *Size and book-to-market factors in earnings and return*; in *Journal of Finance*, 50(1), 131-155

2.4 Requisiti del listing e costi associati

La teoria riguardante la materia della raccolta dei capitali nel mercato pubblico ha dimostrato che minori sono i costi e gli ostacoli che un potenziale azionista deve sostenere per raccogliere informazioni sull'azienda su cui vuole investire, maggiore sarà la facilità con cui la società stessa riesce ad ottenere capitali: questo si tramuta in una maggiore liquidità, minore costo del capitale e maggiore diversificazione. La pubblicazione di un numero considerevole di informazioni da parte della società può però anche avere dei risvolti negativi sulla vita aziendale, in particolare se si condividessero informazioni sensibili, potrebbe venir meno il vantaggio competitivo della società a causa di azioni di conformazione da parte dei competitor. Ovviamente, la condivisione delle informazioni comporta anche importanti costi di diffusione che possono incidere sulla volontà di una società di delistarsi.

Le autorità di regolazione dei mercati e le loro decisioni riguardo i requisiti di trasparenza e divulgazione delle informazioni, sono i due fattori più influenti nella decisione di privatizzarsi di una società; le riforme attuate e imposte possono modificare sia la quantità che la qualità delle informazioni che necessariamente devono essere condivise per poter rimanere quotati. Un esempio di come le nuove normative impattino sulla vita nei mercati delle società è l'emanazione del *Sarbanes-Oxley Act (SOX)* del 2002 nel mercato statunitense. A seguito dei scandali finanziari e fallimenti di diverse società americane quotate, l'autorità regolatrice ha ritenuto necessario imporre una normativa più stringente per mantenere alta la fiducia degli investitori nei mercati dei capitali, che stava via via scemando.

In particolare, la legge ha introdotto un complesso sistema di disposizioni che coinvolgono i principali attori che partecipano alla vita aziendale come, ad esempio, direttori e società di revisione; la SOX richiede ad amministratori delegati e direttori finanziari (CFO) di certificare le relazioni finanziarie delle società, oltre a richiedere una maggiore tempestività e completezza delle informazioni condivise (ad esempio, si è ridotto da dieci giorni prima della fine del mese a due giorni effettivi il termine massimo di comunicazioni di operazioni privilegiate svolte da dirigenti). Inoltre, viene richiesto ad ogni società di strutturare al proprio interno un meccanismo di controllo per la rendicontazione finanziaria: i direttori a fine di ogni anno dovranno poi eseguire una

valutazione riguardo l'efficacia di tali sistemi (che dovrà poi essere attestata dai revisori esterni). Tutte queste nuove strette imposte dalla legge culminano con l'introduzione di nuove pene (sia pecuniarie, fino a 5 milioni di dollari, che penali, fino a 20 anni di reclusione) per i dirigenti che certificano consapevolmente rapporti finanziari falsi o che ostacolano la giustizia durante un'eventuale indagine.

Questi nuovi requisiti portati all'interno del mercato dei capitali, comportano:

- Costi diretti: ad esempio quelli di conformità alla legge o come le spese di revisione che una società è tenuta ad effettuare;
- Costi indiretti: come, ad esempio, il costo-opportunità del tempo che i manager sostengono per conformarsi alla legge o una maggiore avversione al rischio a causa della pressione percepita per controlli finanziari molto più severi.

I costi indiretti, a differenza di quelli diretti, hanno un impatto molto inferiore (anche se difficili da misurare) in quanto nel corso del tempo tendono a svanire: una volta conformati alla legge, per i manager diventa abitudine e possono tornare a svolgere a tempo pieno le loro principali attività. Dunque, la SOX, può essere anche vista come un incentivo per le società a investire in processi revisione interni e auditing che permettono di ottenere benefici a lungo termine in quanto permettono di ridurre il rischio di perdite per gli azionisti causate da frodi e furti e il rischio di consumo di beni aziendali (a spese degli azionisti), provando così ad eliminare i costi di agenzia derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo. Inoltre, la corretta e trasparente divulgazione delle informazioni permette di ridurre al minimo le asimmetrie tra i trader, implicando una riduzione del premio di liquidità.

Da uno studio condotto da Holmstrom e Kaplan (2003)⁴¹ si nota che, non ci sono differenze in termini di costi assoluti per conformarsi alle nuove normative della SOX, dunque gli effetti di tali oneri incideranno in misura molto maggiore su società medio-piccole. Questo implica che le aziende che valutano il delisting, a seguito dell'emanazione della nuova legge, sono principalmente di dimensioni ridotte, in quanto non riescono a sostenere i costi di conformità.

⁴¹ B. Holmstrom, S.N. Kaplan (2003); *The state of US corporate governance: what's right and what's wrong*; in *Journal of Applied Corporate Finance*, 1027-1042

Un'altra implicazione analizzata dallo studio appena citato riguarda l'effetto che avrà nel lungo termine la SOX sugli azionisti: si è riflettuto sul fatto che gli effetti positivi saranno molto limitati per gli azionisti delle società ben governate già prima dell'emanazione della legge. A causa di ciò, i costi di conformità saranno maggiori rispetto ai benefici futuri, dunque le imprese che prima di un nuovo regolamento più stringente erano già gestite in modo quasi ottimale, sono più propense a privatizzarsi. Diversi studi, in principale quello condotto da Kamar et al. (2009)⁴², si sono concentrati sul compromesso tra costi e benefici di riforme regolatrici: l'ipotesi è che se i costi superano i benefici di una regolamentazione più rigorosa, si osserverà un maggior numero di imprese che si delistano. Questo è quello che è successo dopo SOX.

2.5 Miopia del mercato azionario e Short-Termism

La *miopia del mercato azionario* colpisce gli investitori che prendono decisioni concentrandosi e valutando esclusivamente le conseguenze di breve periodo, non curandosi delle ripercussioni che potrebbe avere nel lungo periodo⁴³. Graham et al. (2005)⁴⁴ hanno condotto uno studio nel mercato americano, cercando di comprendere tramite diverse interviste ai dirigenti di società quotate quali fossero i principali fattori che condizionano le loro decisioni rispetto agli investimenti da fare e a cosa comunicare al mercato. I risultati dimostrano come circa l'80% dei dirigenti preferisce ottenere guadagni regolari piuttosto che accrescere il valore economico prodotto dalla società (tramite investimenti di lungo termine); la motivazione principale che porta a questa scelta è secondo l'indagine la preferenza dei manager a sacrificare il valore a lungo termine per evitare turbolenze (intese come reazioni eccessive del mercato) nel breve termine. Le turbolenze sono nella maggior parte dei casi scatenate da un'eccessiva attenzione da parte degli analisti di mercato e dai gestori dei fondi sugli utili trimestrali;

⁴² E. Kamar, P. Karaca-Mandic, E. Talley (2009); *Going-private decision and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: a cross-country analysis*; in *The Journal of Law, Economics & Organization*, 25(1), 107-133

⁴³ Dizionario di Economia e Finanza – Treccani, <https://www.treccani.it/enciclopedia>

⁴⁴ J. R. Graham, C. R. Harvey, S. Rajgopal (2005); *The economic implications of corporate financial reporting*; in *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73

dunque, la miopia azionaria degli investitori rischia di danneggiare le partecipazioni azionarie che opterebbero per una crescita sostenibile del valore e di conseguenza anche dei guadagni. Il peggior epilogo che potrebbe verificarsi è che le società e i loro dirigenti, si concentrino esageratamente sugli utili di breve termine, senza avere una strategia di crescita a lungo termine, rischiando l'esistenza futura dell'azienda.

Questo comportamento dei manager è dimostrato anche da un altro studio condotto da Stein (1989)⁴⁵. Nella sua ricerca ha scoperto che i manager, pur essendo in possesso di maggiori informazioni sull'azienda rispetto agli investitori, si comportano (anche nel caso fossero perfettamente razionali) in modo miope a causa delle pressioni del mercato. Nel contesto di mercato caratterizzato da asimmetria informativa, gli investitori non sono in grado di comprendere se profitti di breve periodo siano causati da una pessima gestione o da investimenti di lungo termine; questa mancanza di conoscenza porta gli azionisti a non avere fiducia nel titolo e sotto investire in tale azienda.

Di conseguenza, dato che la miopia del mercato pubblico non consente ai manager di tenere conto della creazione di valore economico a lungo termine di un'impresa, i dirigenti possono decidere di andare privati al fine di evitare la pressione del mercato sugli obiettivi a breve termine e concentrarsi su piani di investimento lungimiranti volti a creare valore a lungo termine.

La decisione di delistarsi a causa della miopia finanziaria degli investitori porta ad alcuni ragionamenti. In primo luogo, si suppone che i manager che operano in aziende che si sono privatizzate siano meno miopi rispetto a quelli che operano in società pubbliche grazie alla mancanza delle pressioni del mercato; dunque, le imprese che si sono delistate dovrebbero essere capaci di investire per migliorare la propria produttività e aumentare il proprio valore, in volume maggiore rispetto ad una pari società pubblica (Bharath et al. 2014⁴⁶).

⁴⁵ J. C. Stein (1989); *Efficient markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behaviour*; in *The Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 655-669

⁴⁶ S. T. Bharath, A. K. Dittmar, J. Sivadasan (2014); *Do going-private transactions affect plant efficiency and investment*; in *The Review of Financial Studies*, 27(7), 1929-1976

2.6 Altre motivazioni

2.6.1 Uso dei derivati

Uno studio sostenuto da Merton (1995)⁴⁷ sostiene e dimostra che uno dei principali motivi, che si trasforma poi in vantaggio, che spinge le società a quotarsi e rimanere pubbliche è la condivisione del rischio con gli investitori; il rischio che avrebbe il proprietario privato della società viene diffuso e diversificato tra tutti gli azionisti nel momento in cui comprano le azioni. Dunque, data l'enorme diffusione dei derivati tra le imprese negli ultimi decenni potrebbe aver diminuito l'attrattiva della proprietà pubblica tra le imprese a causa della riduzione dei benefici di condivisione del rischio derivanti dall'essere una società quotata⁴⁸

2.6.2. Difesa da un takeover

L'ultima motivazione che può portare una società a valutare l'opportunità di delisting è la strategia di difesa da un takeover ostile⁴⁹. Questa strategia difensiva è tendenzialmente una delle ultime che l'azienda mette in atto per evitare di perdere il controllo e per preservare la posizione dei manager. Tale operazione di difesa viene attuata nel momento in cui un fondo di private equity o un'altra azienda vuole ottenere il controllo dell'attaccata.

⁴⁷ R. C. Merton (1995); Financial innovation and the management and regulation of financial institutions; in *Journal of Banking and Finance*, 34(4), 411-433

⁴⁸ R. W. Masulis, R. S. Thomas (2009); *Does private equity create wealth? The effects of private equity and derivatives on corporate governance*; *The University of Chicago Law Review*, 76(1), 219-259

⁴⁹ Takeover ostile: è un'offerta pubblica di acquisto lanciata da un'azionista non gradito al management della società. Un azionista può infatti promuovere un takeover ostile per **acquisire il controllo** di una società, diventandone il principale azionista e sostituendone i manager.

2.7 Effetti del delisting sulle parti interessate

Come ogni operazione, anche quella del delisting comporta delle conseguenze. Ovviamente, la prima conseguenza è il cambio della proprietà societaria: se prima tutta o parte della società era quotata e quindi pubblica, dopo l'operazione, l'azienda diventa privata. Le conseguenze economiche e finanziarie del delisting, ovviamente, variano a seconda della volontarietà dell'operazione: in tutte le circostanze in cui la società viene obbligata dall'autorità di regolazione ad uscire dal mercato, si assiste ad una distruzione del valore aziendale. L'esclusione dalla negoziazione dei titoli della società è, come già visto, causata da un'eccessiva riduzione del prezzo o dal persistere di una situazione finanziaria particolarmente negativa; dunque, gli effetti di un'operazione di delisting involontario è una sconfitta per tutti i soggetti coinvolti. In primis, gli investitori subiscono delle perdite, più o meno gravi a secondo del loro capitale investito nella società; anche il mercato esce da questa operazione indebolito in quanto subisce una perdita di valore, ed infine, come già detto, la società sarà colpita da uno sgretolamento del proprio capitale e della propria immagine. Quando il delisting è legato a difficoltà finanziarie della società (dunque nel caso di delisting involontario), la qualità del titolo si deteriora e i volumi di scambio perdono due terzi del loro valore. Sanger e Peterson (1990)⁵⁰ hanno notato che, il giorno della comunicazione del delisting, il titolo perde in media l'8.5%.

Quando invece il management di una società decide volontariamente di delistarsi, le conseguenze economiche finanziarie dell'operazione dipendono dalle motivazioni e dalle strategie che stanno alla base della scelta; il driver fondamentale capace di creare valore per l'azienda a seguito dell'uscita dal mercato è la capacità di creare sinergie una volta diventata privata. Queste sinergie vengono valutate prima del delisting e si rispecchiano nel premio pagato agli azionisti. Tale premio, secondo uno studio condotto da Sannajust (2010)⁵¹, risulta essere differente a seconda dell'ubicazione geografica della società che decide di delistarsi: in particolare, per gli azionisti delle società quotate in mercati europei,

⁵⁰ G.C. Sanger, J.D. Peterson, (1990); *An empirical analysis of common stock delisting*; in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 261-273

⁵¹ A. Sannajust, (2010); *Motivations and performance of public to private operations: an international study*; in *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 6, 1-19.

il premio è il più basso, pari in media al 20% del prezzo delle azioni. Gli azionisti di società quotate nel mercato statunitense sono quelli che vengono maggiormente remunerati (in media il premio è pari al 34% del prezzo delle azioni); infine, nel mercato azionario del Regno Unito gli azionisti ricevono un premio del 29%. Dunque, da questo studio, si può concludere che il delisting volontario ha un effetto positivo per gli azionisti, anche se in misure differenti rispetto alla posizione geografica in cui viene svolta l'operazione.

2.7.1 Effetti del delisting sugli investitori

Come si è anticipato, il delisting ha impatti rilevanti sugli investitori: uno tra questi è la perdita di liquidità. Gli investitori, nel momento in cui viene effettuata l'operazione di delisting, avranno molta più difficoltà a comprare o vendere il titolo in quanto, come detto, la sua liquidità si riduce drasticamente, fino a non essere più scambiato. Dal momento che gli azionisti non hanno più la possibilità di vendere in modo rapido i titoli che possedevano, devono trovare delle alternative: se la società esce da un mercato regolamentato, l'investitore dovrà scambiare i propri titoli in un mercato OTC che però non è caratterizzato dalla stessa trasparenza e liquidità di un mercato regolamentato dunque lo scambio dei titoli è più complesso. Un'ulteriore conseguenza della perdita di liquidità è la riduzione della capacità degli azionisti di gestire la propria strategia di investimento: nel momento in cui si delista la società, l'investitore non ha più il potere di rispondere ai cambiamenti delle condizioni del mercato in quanto non può vendere facilmente i titoli posseduti della società in via di privatizzazione. Data questa condizione di difficoltà a vendere i titoli della società, molti investitori saranno molto propensi ad offrire sul mercato i propri titoli, andando così ad influenzare il prezzo delle azioni e causando una generale perdita di valore.

La perdita di liquidità è un effetto negativo che colpisce esclusivamente gli investitori delle società che hanno effettuato un delisting involontario; dunque, si parla di azionisti che già stavano finanziando una società che non era in ottimo stato di salute. Come visto, per gli azionisti di società che effettuano il delisting come scelta strategica la perdita di liquidità non persiste in quanto ottengono un premio per la vendita delle proprie azioni.

Un ulteriore effetto negativo che colpisce gli azionisti delle società obbligate a delistarsi è la riduzione dell'accesso alle informazioni aziendali: in particolare, per le società non più quotate in mercati regolamentati, vengono meno i requisiti di trasparenza e comunicazione delle relazioni finanziarie trimestrali ed annuali. Dunque, gli investitori, in assenza di tali informazioni non sono più in grado di valutare in modo ottimale lo stato di salute economico-finanziario della società; inoltre non avendo più informazioni riguardanti le strategie future dell'azienda (tipicamente pubblicate all'interno dei piani industriali, pubblicati esclusivamente dalle società quotate), non riescono ad esaminare le potenzialità di crescita.

Ancora una volta, per gli azionisti di società delistate volontariamente, questo problema non sussiste in quanto vengono liquidati nel momento in cui la società stessa riacquista le proprie azioni appena prima di diventare privata.

2.7.2 Effetti del delisting sulla società

Uno dei primi effetti che incidono sulla vita aziendale della società riguarda la perdita dello status di azienda pubblica: da questo evento, ne derivano alcune conseguenze. In primo luogo, la società non è più tenuta a rispettare i requisiti di rendicontazione finanziaria richiesti dalle autorità di regolazione; è quindi chiaro che l'organizzazione sarà maggiormente flessibile nella gestione operativa e risparmierà notevoli somme di denaro di solito utilizzati per remunerare le attività di revisione e certificazione dei bilanci, effettuate da organi esterni. L'altra faccia della medaglia evidenzia però la mancanza di trasparenza verso i soggetti esterni alla società, e renderà sicuramente maggiormente complicata la ricerca di eventuali nuovi capitali da introdurre nell'azienda. Un altro possibile effetto negativo della privatizzazione è la riduzione della "fama" della società: uscendo da un mercato regolamentato, non si scambiano più i titoli della società e di conseguenza verrà meno la conoscenza della stessa; dunque, si può dire che il delisting potrebbe causare un danno d'immagine al brand.

2.8 Possibilità post-delisting

Uno dei casi più recenti ed importanti di delisting riguarda IMA⁵²: nel 2020 la società con sede legale a Bologna ha deciso di comunicare la propria volontà ad uscire dal mercato pubblico dando come motivazione principale la necessità di trovare altre metodologie di finanziamento per riuscire a raggiungere i propri obiettivi di espansione globale. La scelta come partner finanziatore, al posto degli azionisti pubblici, è stato un fondo di private equity (BC Partners) che ha rilevato il 45% della società garantendo capitali per ottenere i risultati attesi da IMA. Questa operazione ha posto notevole attenzione al tema della crescita all'interno del mercato dei capitali e ha fatto intendere che il contesto pubblico non fosse in grado di garantire all'azienda di conseguire i target di crescita previsti: era perciò necessario per IMA delistarsi per crescere.

Dai dati forniti da Borsa Italiana, si nota come nel corso del 2023, le società delistate sono 23: di queste circa il 40% (precisamente, 9 aziende su 23) hanno deciso di tornare private in quanto hanno chiuso un accordo con un fondo di Private equity.

BORSA ADDIO					
Tutti i delisting del 2023 e il relativo motivo					
DATA	SOCIETÀ	MOTIVO DELISTING	DATA	SOCIETÀ	MOTIVO DELISTING
07/03	Prima Industrie	Private equity	08/08	Reevo	Private equity
08/03	Dea Capital	Delisting volontario	09/08	Cover 50	Private equity
08/03	Nice Footwear	Private equity	17/08	Igeamed	Delisting volontario
16/03	Biancamano	Proc. concorsuale	05/09	BB Biotech	Delisting volontario
20/04	Net Insurance	Operaz industriale	06/09	Labomar	Private equity
27/04	Aedes	Operaz industriale	12/09	Ki Group	Assenza requisiti
03/05	Fabilia	Proc. concorsuale	12/09	Sebino	Private equity
23/05	Sababa Security	Operaz industriale	27/09	Kolinpharma	Private equity
06/06	Portale Sardegna	Operaz industriale	25/10	Digital360	Private equity
20/06	Finlogic	Private equity	15/12	The Lifestyle Gr.	Assenza requisiti
21/07	Bfc Media	Delisting volontario	18/12	Mondo Tv Suisse	Operaz industriale
24/07	Autogrill	Operaz industriale			

Figura 2. Società delistate nel 2023 – Borsa Italiana

⁵² IMA Group, Automated Solutions for Packaging Industry

Dando ancora una volta delle motivazioni al fenomeno del delisting, si può riassumere che questo avviene nel momento in cui una società non identifica più il mercato lo strumento ideale per valorizzare la propria azienda e per poter finanziare la propria crescita e il proprio sviluppo; il mercato è visto, per le società che si privatizzano come un onere che non genera effettivi benefici.

Data la tendenza di accordi con fondi di private equity analizzata in precedenza, proviamo a comprendere quali siano i vantaggi e le motivazioni per cui le società preferiscono tali metodologie di raccolta dei capitali piuttosto che i mercati borsistici.

2.8.1 Il private equity

La Borsa Italiana definisce il private equity come un’*“attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo”*⁵³.

I fondi di private equity sono classificabili come istituzioni finanziarie impegnate nella realizzazione di investimenti grazie alle importanti disponibilità finanziarie di cui dispongono. Gli investimenti vengono sempre effettuati mediante capitale di rischio e si limitano ad un arco temporale in cui il fondo si trova nella fase definita *“investment period”*; nella seconda fase di vita, denominata *“disinvestment period”*, il fondo deve esclusivamente concentrarsi sulla gestione delle società in cui ha delle partecipazioni così da massimizzare la loro valutazione ed ottenere la più alta plusvalenza in fase di vendita. Infatti, i fondi di private equity hanno come scopo quello di ottenere un notevole profitto dalla vendita delle partecipazioni nelle aziende ad alto potenziale di crescita: il fondo investe (tendenzialmente acquisendo una quota importante nelle società che gli interessano) con un orizzonte temporale di medio-lungo termine (in media l’investimento è di 10 anni). La scelta della società target per il fondo si basa su un meccanismo di analisi che ha l’obiettivo di comprendere le potenzialità di sviluppo e crescita della società e dei suoi ricavi: il fondo supporta la società nella realizzazione di tali potenzialità identificando nuovi prodotti o paesi in cui espandere il business o proponendo (grazie al

⁵³ Glossario Finanziario – Borsa Italiana
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/private-equity.html>

proprio network) acquisizioni con altre realtà che possono generare sinergie. Questo supporto è ovviamente garantito grazie alla capacità del fondo di apportare nella società ingenti somme di capitale.

Oltre a procurare il capitale per finanziare progetti di crescita, il fondo apporta anche le proprie competenze professionali, da quelle organizzative a quelle manageriali, con il fine ultimo di sviluppare al meglio e rapidamente la società; la gestione operativa giornaliera dell'azienda è comunque lasciata in capo ai manager aziendali. Un altro ruolo importante del fondo, allo stesso modo strategico, è quello di rendere il più possibile nota e conosciuta l'azienda nei contesti finanziari più prestigiosi in cui opera, in modo da rendere (nel momento in cui si deciderà) più appetibile l'acquisto dell'azienda.

Si è parlato dello scopo dei fondi di private equity di generare plusvalenze tra l'acquisto e la vendita di partecipazioni in società che ritengono di valore nel momento dell'acquisizione. Per aumentare il valore delle stesse prima della liquidazione delle quote il fondo può attuare due differenti strategie:

1) Riduzione del debito

Livelli di indebitamento eccessivamente alti possono rendere la società vulnerabile ad eventi imprevedibili; la strategia di riduzione del debito migliora la stabilità e la solidità finanziaria della società rendendo l'azienda meno esposta ai rischi tipici associati all'indebitamento. Oltre ciò tale strategia rende la società maggiormente flessibile finanziariamente avendo così maggiori risorse per poter investire in opportunità di sviluppo del business o in ambiziosi progetti di ricerca e sviluppo capaci di fornire ulteriore vantaggio competitivo all'organizzazione. In ultima analisi, una società con un basso livello di indebitamento è percepita più attraente da potenziali investitori strategici o acquirenti.

2) Miglioramento delle operazioni aziendali

L'obiettivo principale della strategia di miglioramento delle operazioni aziendali è l'ottimizzazione dei processi interni, così da massimizzare l'efficienza complessiva della società, così da portare ad un tangibile aumento di valore complessivo. L'ottimizzazione è possibile grazie alle competenze manageriali e il know-how operativo che i fondi di private equity portano all'interno della società. Il miglioramento dei processi è anche un mezzo per migliorare la qualità del

prodotto o del servizio offerto dall'azienda ai propri clienti: in questo modo, oltre a migliorare la reputazione del brand, la società incrementerà i propri margini (sia riducendo i costi dovuti a difetti dei prodotti, che a una maggiore redditività). Operations rinnovate ed innovative sono più facili da adattare ai nuovi requisiti di sostenibilità richiesti dai consumatori e dal mercato; così facendo cresce la reputazione del marchio e si attirano investitori ed acquirenti molto attenti alle tematiche di corporate social responsibility.

Ovviamente le due strategie possono essere attuate contemporaneamente, permettendo una crescita ancora maggiore del valore societario.

Benefici del private equity

Un primo beneficio che un fondo di private equity porta alla società acquisita è la creazione di incentivi molto potenti agli amministratori della società stessa; in questo modo, i consigli di amministrazione saranno molto più motivati a monitorare costantemente e in modo preciso i manager dell'azienda, rendendo il loro lavoro quanto più efficace ed efficiente, favorendo la crescita della società. Allo stesso modo, grazie al proprio know-how sviluppato nel tempo, il fondo apporta dei notevoli miglioramenti nella corporate governance; in particolare, nel contesto delle PMI italiane, le istituzioni di private equity si concentrano sulla promozione della *managerializzazione* della gestione, introducendo nella loro quotidianità l'uso di best practices e policy che hanno come obiettivo il miglioramento interno della società e dunque aumentare la sua attrattività per nuovi potenziali investitori.

Inoltre, rispetto al mercato borsistico, il capitale che una società ottiene dalla stipula di un contratto con il fondo di private equity è definibile *paziente*. Con questo termine, già di per sé esplicativo, si fa riferimento al fatto che il capitale fornito dal fondo verrà poi impiegato per investimenti di natura pluriennali, che generano risultati positivi nel lungo termine. In particolare, a differenza del capitale raccolto tramite le azioni quotate nel mercato, il capitale fornito dal fondo è privo delle caratteristiche di natura speculativa, che possono indurre il management della società ad effettuare investimenti molto più conservativi per soddisfare le richieste degli investitori a breve termine, piuttosto che considerare la sostenibilità e la crescita futura dell'azienda.

I fondi di private equity possono supportare le società private anche nella gestione di un passaggio generazionale; nel contesto delle PMI italiane, questo aspetto è molto rilevante in quanto, le aziende fondate dalle generazioni precedenti sono spesso in mano alle decisioni dei padroni, che non sempre effettuano scelte razionali ed ottimali. Il supporto di un fondo di private equity, nel momento in cui apporta il capitale, consiste nel modificare l'assetto manageriale della società, dando sempre più un ruolo marginale al vecchio "padrone" e fornendo ai nuovi figli e a nuovi esperti la possibilità di gestire al meglio le operazioni aziendali.

2.8.1.1 Performance dei fondi di private equity

Da uno studio condotto da Harris, Jenkinson e Kaplan (2014)⁵⁴ sui risultati dei fondi di private equity dal 1980 al primo trimestre del 2011 forniti dal Burgiss⁵⁵, si possono evidenziare alcuni punti chiave.

I fondi di private equity hanno sovra performato rispetto al mercato pubblico (preso come riferimento l'indice S&P 500); ogni dollaro investito nel fondo di private equity ha generato in media un rendimento del 20% complessivo in più rispetto ad un dollaro investito nell'S&P 500. Per rendimento complessivo si intende il rendimento maturato nel corso degli anni dell'investimento: si può dire che ogni anno, il dollaro investito in private equity ha reso il 3% in più rispetto ad un dollaro nell'S&P 500.

Questi rendimenti nettamente superiori ai mercati pubblici non tengono conto però delle incertezze e dei potenziali costi legati all'impiego a lungo termine del capitale, all'incertezza dei flussi di cassa della società gestite dal fondo e ai costi di liquidità delle partecipazioni che differiscono da quelli del mercato pubblico. È dunque necessario considerare in modo positivo il maggior rendimento dei fondi, ma non dimenticandosi di porre attenzione all'entità dei premi di cui gli investitori hanno bisogno per sostenere i rischi ed i costi legati all'incertezza.

⁵⁴ R. S. Harris, T. Jenkinson, S. N. Kaplan; *Private Equity Performance: What do we know?*; in *The Journal of Finance* 69(5), 1851-1882

⁵⁵ Data provider americano, riconosciuto a livello internazionale

3. ANALISI DI UN CASO STUDIO: LABOMAR SPA

Nel seguente capitolo si andrà ad analizzare un caso di delisting avvenuto durante il 2023. Dopo un'analisi qualitativa della società e dell'operazione effettuata, verrà svolta anche un'analisi quantitativa per valutare il prezzo delle azioni durante l'ultimo periodo di negoziazione. Grazie a questo studio si riuscirà a comprendere se il prezzo pagato dalla società per riacquistare i propri titoli sia corretto e se gli investitori hanno ottenuto un buon premio.

Per quanto riguarda l'analisi quantitativa si utilizzeranno due metodi: il *Discounted Cash Flow – DCF* (o metodo dei flussi di cassa attualizzati) e il metodo dei multipli.

Il Discounted Cash Flow – DCF

Il Discounted Cash Flow – DCF è un metodo di valutazione che si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi di una società; per una corretta applicazione è fondamentale prevedere nel modo più accurato possibile i flussi di cassa futuri. La valutazione può essere effettuata tenendo in considerazione i flussi generati dalla società in due periodi di riferimento:

- Periodo *esplicito*: arco temporale compreso tipicamente compreso tra i 3 e i 5 anni;
- Periodo *sintetico*: considera un arco temporale infinito. Per poter definire i flussi di cassa “infiniti” è necessario utilizzare la formula del *terminal value*⁵⁶.

Oltre alla previsione dei flussi di cassa futuri, per utilizzare correttamente il metodo del Discounted Cash Flow è necessario considerare ulteriori variabili come il costo del capitale e il tasso di crescita. L'utilizzo di tali variabili permette di raggiungere la stima dell'*enterprise value* che misura il valore di una società; tale risultato si può ottenere tramite due approcci, *equity side* oppure *asset side*.

⁵⁶ Terminal Value: $TV = \frac{FC_{t+1}}{(WACC-g)}$, con g inteso come tasso di crescita a lungo termine, tendenzialmente stimato pari all'inflazione attesa.

Nel primo caso si trova si vanno a calcolare i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE) e l'equity value si trova attualizzando la somma dei flussi di cassa per il costo del capitale k_e che rappresenta il tasso di rendimento richiesto dall'azionista per investire su un titolo. Il costo del capitale viene stimato come somma tra il tasso privo di rischio (*risk free*) e il premio per il rischio di mercato (*PR*):

$$k_e = r_f + PR$$

Il tasso privo di rischio rappresenta il rendimento di un titolo che il mercato considera privo di rischio di insolvenza e di reinvestimento; solitamente viene utilizzato il rendimento di un titolo di Stato a lungo termine.

Il premio per il rischio di mercato è il risultato della seguente formula: $PR = \beta_e(E(r_m - r_f))$. Il beta rappresenta la volatilità di un titolo rispetto al mercato e va a ponderare la differenza tra il premio per il rischio dell'equity ed il tasso privo di rischio. Quando invece si utilizza l'approccio dell'*asset side* si vanno a calcolare tutti i flussi di cassa disponibili per l'impresa che verranno utilizzati per pagare investitori, azionisti e detentori del debito. I flussi di cassa futuri vengono questa volta attualizzati per il *WACC*, ovvero il costo medio ponderato del capitale:

$$WACC = k_e \frac{E}{E + D} + k_d(1 - t_c) \frac{D}{E + D}^{57}$$

Da questa formula, si comprende come l'utilizzo del debito può essere un aspetto vantaggioso per la società in quanto gli interessi passivi sul debito sono defiscalizzati (e quindi deducibili).

Dunque, la struttura finanziaria della società incide sulla valutazione aziendale in quanto il livello d'indebitamento dell'azienda influisce direttamente il rendimento atteso e richiesto dagli investitori. Dunque, con l'*asset side* si trova il valore totale della società (equity e debito), detto anche *enterprise value*; se a questo risultato si somma la posizione finanziaria netta (debito + liquidità) si ottiene, come detto in precedenza, l'*equity value*. Le due tipologie di approccio sono allo stesso modo valide in quanto entrambe forniscono lo stesso risultato finale.

⁵⁷ k_d = costo del debito, t_c = aliquota fiscale della società

Il metodo dei multipli

Il metodo dei multipli permette di determinare il valore della società tramite l'utilizzo di multipli di alcune specifiche misure finanziarie riferite a società comparabili a quella oggetto di valutazione; le società comparabili devono essere quotate in quanto il valore dell'azienda target si stima tenendo in considerazione i valori finanziari espressi nel mercato delle comparabili.

Questo approccio di valutazione garantisce una bassa complessità nel calcolo dei multipli stessi e fornisce una sorta di via più veloce rispetto alla metodologia valutativa vista in precedenza; un altro aspetto positivo riguarda il fatto che tutto il metodo è basato sui prezzi di mercato dando garanzia della veridicità dei valori ma allo stesso tempo questo può essere considerato uno svantaggio in quanto il mercato è molto sensibile alle circostanze e potrebbe quindi non rispecchiare la realtà di una società. Un ulteriore punto che va a sfavore del metodo dei multipli riguarda la difficoltà nella scelta delle società comparabili in quanto bisogna definire dei parametri secondo i quali una società può essere definita comparabile o meno. Allo stesso modo, non è facile decidere quali fattori moltiplicativi utilizzare; questo aspetto garantisce un alto grado di discrezionalità agli analisti rendendo la metodologia basata sui multipli molto soggettiva, arrivando a fornire risultati meno affidabili rispetto ad altri approcci. Infatti, tendenzialmente il metodo dei multipli viene utilizzato come metodo complementare ad altre pratiche di valutazione; può essere usato come metodo di controllo, ma diventa cruciale quando è difficile utilizzare il Discount Cash Flow a causa di gradi di incertezza dei flussi di cassa troppo elevati. Spesso i due metodi vengono utilizzati in modo complementare.

3.1 Labomar e la sua storia

Labomar è una società italiana che opera nell'industria farmaceutica, cosmetica e nutraceutica; il business è basato *“sullo studio e la realizzazione di soluzioni nutraceutiche all'avanguardia, su scala industriale di integratori alimentari, dispositivi medici, cosmetici, alimenti ai fini medici speciali sicuri efficaci e distintivi”*.

La società è stata fondata nel 1998 dall'attuale proprietario ed amministratore delegato, Walter Bertin. Inizialmente l'azienda è nata come piccolo laboratorio, all'interno della

farmacia familiare, nata ad Istrana (in provincia di Treviso) nel 1917. Con la nascita della società viene implementata la prima linea produttiva di Labomar e fin dai primi istanti la vision aziendale ha fatto da guida per tutti i dipendenti: *“Miglioriamo il benessere e la qualità della vita delle persone”*.

Dal 1998 ad oggi l'azienda è sempre cresciuta: nel 2003 viene ufficialmente aperta la *Fondazione Labomar Research* che ha lo scopo di ricercare, sviluppare ed infine brevettare nuove tecnologie per i propri clienti, utilizzando per i propri prodotti materie prime di alta qualità e strumenti all'avanguardia. Al fine di svolgere al meglio quest'attività, fondamentale per l'azienda, il team di ricerca e sviluppo collabora costantemente con altri studi clinici ed atenei universitari italiani garantendo costanti innovazioni e pubblicazioni di livello.

La crescita della società raggiunge nel 2010 il primo obiettivo importante, viene registrato il primo brevetto: il *Nanoemulsion delivery system*⁵⁸. Data l'importanza del centro di ricerca per il business di Labomar, nel 2013 viene inaugurato il nuovo centro che dà una forte spinta alla generazione di brevetti, depositandone quattro in un solo anno. Nel 2014 la società si espande producendo per la prima volta delle commesse per il mercato estero e nel 2018, al compimento del ventesimo anno d'età, viene assunto il duecentesimo dipendente: questo evento fa comprendere la dimensione raggiunta dalla società in due decenni. In termini di fatturato, nel 2018 la società ha concluso l'anno con ricavi pari a 43 milioni di euro, con un utile netto di quasi 4,5 milioni di euro.

Nel 2019, per sviluppare la rete commerciale e il know-how della società, il gruppo Labomar ha deciso di intraprendere una strategia basata sulle acquisizioni. La prima società acquisita è Importfab, azienda operante nel settore farmaceutico in Canada: in questo modo Labomar ha avuto accesso rapido nel mercato nordamericano e ha inglobato tutte le conoscenze tecniche e specifiche riguardanti i prodotti farmaceutici. Per sostenere questa strategia e riuscire ad ottenere importanti capitali da poter investire, Labomar nel 2020 si quota nel mercato AIM Italia di Borsa Italiana, segmento dedicato alle piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita; grazie all'ottima riuscita della quotazione,

⁵⁸ Nanoemulsion delivery system è un sistema di nano emulsione (utile al sistema di delivery) costituita da un pool di eccipienti selezionati per solubilizzare molecole lipofile (insolubili in soluzioni acquose), migliorare la biodisponibilità di molecole poco assorbibili ed aumentare la rapidità d'azione del prodotto.

<https://labomar.com/labomar-research/tecnologie-e-brevetti/delivery-patents/>

nel 2021 Labomar ha proseguito con la strategia iniziata due anni prima, acquisendo in ordine *Welcare* (Gruppo che produce e commercializza dispositivi medici per la prevenzione e il trattamento di infezioni, e per la gestione di lesioni cutanee) e *LaBiotre* (azienda specializzata nella produzione di estratti vegetali).

Nel 2022 Labomar ha chiuso l'anno con un fatturato di 92 milioni di euro, facendo registrare un aumento del 52% negli ultimi 5 anni; nonostante questi ottimi risultati, la società ha deciso di uscire dalle negoziazioni nel mercato quotato dando come motivazione principale la mancanza di capacità di raccogliere capitali per poter investire in nuove opportunità di mercato che si stavano presentando. Lo stesso fondatore Bertin ha affermato che la scelta di uscire dal mercato pubblico è stato principalmente causato dall'assenza di possibilità di passare al segmento Star in quanto la società non veniva valorizzata, secondo lui, nel modo più appropriato. In concomitanza con il processo di delisting, Labomar ha stipulato un contratto bilaterale con il fondo di private equity *Charterhouse* con l'obiettivo di sostenere le prossime fasi di sviluppo della società, in modo rapido e flessibile.

Ad oggi il Gruppo Labomar è composto da circa 350 dipendenti, 20 dei quali sono impegnati completamente in laboratorio e si dedicano alla ricerca e sviluppo di nuovi prodotti e tecnologie; la società vende i propri prodotti a 180 clienti, situati in trenta paesi diversi. Labomar, ad oggi, ha partecipazioni di maggioranza nelle seguenti società:

- Enterprise Importfab Inc. (Labomar Canada);
- Labomar Next S.r.l.;
- Welcare Research;
- Labomar S.r.l. (Newco istituita nel 2022 per sviluppare l'e-commerce dei prodotti Labomar in Cina);
- Labiotre S.r.l.

Il Gruppo Labomar ha delle partecipazioni di minoranza in altre due società: Printing Pack S.r.l. e Project Zero S.r.l.

In una delle ultime interviste rilasciate alla stampa, il fondatore di Labomar ha dichiarato di voler diventare un polo internazionale della nutraceutica e della cosmetica, mettendo la società al centro come strumento aggregatore della filiera. Nella stessa intervista Bertin ha motivato la scelta del fondo Charterhouse affermando che è stato scelto come partner

grazie alla sua rete di network internazionali e alla loro riconosciuta capacità di effettuare ottime operazioni di M&A; questo è il mezzo per riuscire a diventare gli aggregatori della filiera, mantenendo delle solide radici nel territorio italiano. La strategia di crescita che la società persegue è da considerarsi quasi un obbligo in quanto, mantenere una dimensione ridotta comporta dei grossi rischi di sopravvivenza a causa dei molteplici costi che una società basata sulla ricerca e sullo sviluppo deve sostenere.

Proprio per questo, la società si è data un obiettivo già nel 2024, assicurando che in questo anno solare verrà effettuata almeno un'acquisizione così da aumentare la propria capacità produttiva e soprattutto garantendosi la possibilità di entrare in nuovi mercati geografici.

3.2 Il mercato dell'industria nutraceutica

Il mercato di riferimento in cui Labomar opera è quello della nutraceutica; per comprendere a pieno di cosa si occupa tale industria è fondamentale citare la definizione del termine, coniata dal fondatore ed ex presidente della Fondazione per l'Innovazione Medica, Stephen Defelice: *“a nutraceutical is any substance that is a food or a part of food and provides medical or health benefits, including the prevention and treatment of disease”*. In generale, si può affermare che i prodotti nutraceutici siano sostanze di origine naturale che hanno lo scopo di favorire i processi fisiologici dell'organismo umano; non sono però prodotti da paragonare a quelli farmaceutici in quanto gli effetti che si manifestano sull'essere umano sono tendenzialmente molto più blandi e non capaci di risolvere alcun tipo di eventuale patologia⁵⁹.

Il mercato della nutraceutica, secondo uno studio condotto dagli analisti di Grand View Research⁶⁰, ha una dimensione intorno ai 300 miliardi di dollari e arriverà a superare i 500 miliardi di dollari entro il 2030 grazie ad una crescita attesa costante di circa il 9% annuo. La motivazione principale di tale crescita è dovuta alla sempre maggiore attenzione da parte dei consumatori alla prevenzione delle malattie e soprattutto ad uno

⁵⁹ SIF – Società Italiana di Farmacologia

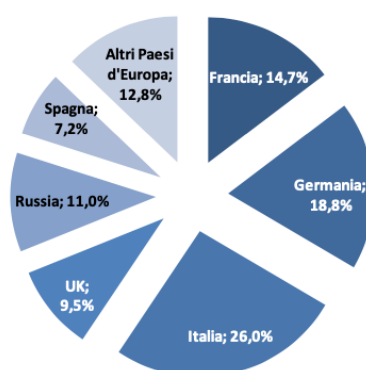
<https://www.sifweb.org/sif-magazine/articolo/cosa-sono-i-nutraceutici-a-cosa-servono-cosa-possano-fare-e-cosa-non-devono-fare-2021-01-30>

⁶⁰ <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/nutraceuticals-market>

stile di vita più sano e caratterizzato dall'integrazione alimentare. L'incremento di utilizzo dei prodotti nutraceutici da parte dei consumatori ha portato ovviamente ad un incremento dei ricavi delle società operanti nel settore, permettendo loro di avere maggiori capacità di investimento nella ricerca e lo sviluppo di nuovi prodotti e tecnologie che vadano a migliorare sempre di più il benessere dei consumatori.

In un articolo pubblicato su AboutPharma⁶¹, si analizza uno dei trend principali all'interno del mercato della nutraceutica, quello delle acquisizioni: negli ultimi due anni, tra l'inizio del 2022 e la fine del 2024 ci sono state nel mercato 230 acquisizioni, per un valore complessivo di 25 miliardi di euro. I principali attori di queste operazioni sono aziende operanti nel settore farmaceutico o in quello dei consumer goods; allo stesso modo è notevolmente aumentata l'attenzione posta nella nutraceutica da parte dei fondi di private equity e degli operatori finanziari. Alcuni esempi sono le operazioni di joint venture tra Procter & Gamble e Merck oppure quella tra GSK e Pfizer; un altro esempio di operazione è quella effettuata proprio da Labomar che ha fatto entrare nel capitale della società il fondo inglese Charterhouse.

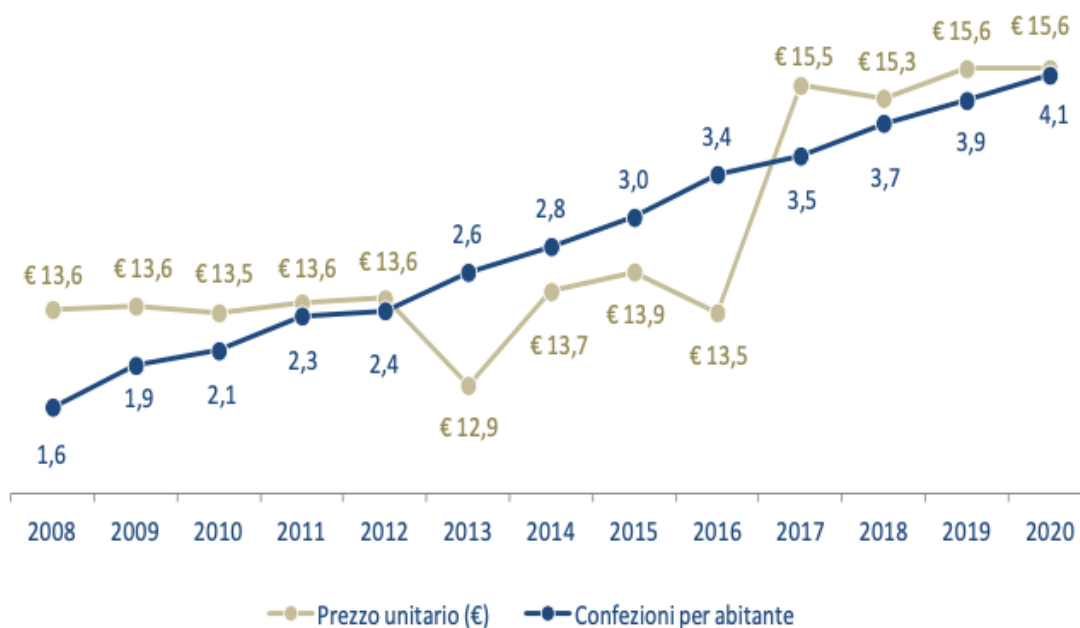
Da uno studio condotto dall'area studi di Mediobanca⁶² risulta che il mercato della nutraceutica italiano nel 2020 aveva un valore di poco inferiore ai 4 miliardi di euro; tale volume d'affari faceva sì che l'Italia fosse in grado di imporsi come il maggior mercato europeo (stimato nel suo complesso attorno ai 14,6 miliardi di euro). Infatti grazie ad una market share pari al 26%, l'Italia era davanti al mercato tedesco (18,8%, 2,7 miliardi di euro) e a quello francese (14,7%, 2,1 miliardi di euro).



⁶¹ <https://www.aboutpharma.com/business-e-mercato/nutraceutica-le-tre-leve-per-la-competitivita/>

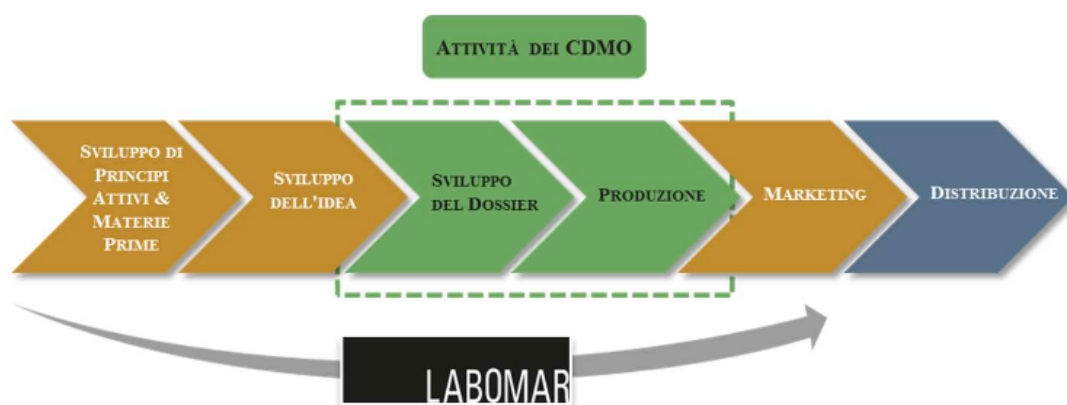
⁶² Nutraceutica e novel food: tra salute e sostenibilità – Overview internazionale, MEDIOBANCA

Un ulteriore dato molto significativo che permette di comprendere la crescita del settore della nutraceutica (principalmente trainato da quello degli integratori alimentari) è l'aumento nel corso degli ultimi 12 anni (dal 2008 al 2020) del consumo pro-capite che è passato da 1,6 a 4 confezioni e al prezzo di ogni confezione, passato da 13,6 euro a raggiungere l'apice nel 2020, toccando i 15,6 euro.



3.2.1 I competitor di Labomar

In questo contesto di mercato la società Labomar deve affrontare una forte competizione; dunque, in questo paragrafo si analizzeranno i diversi competitor. Labomar compete prevalentemente con CDMO focalizzati sulla produzione di integratori alimentari e dispositivi medici e cosmetici funzionali rispetto ai quali Labomar vanta un portafoglio d'offerta più ampio e offre alcuni dei servizi tipici di un CRO, diventando per i propri clienti un fornitore "one-stop-shop" che copre l'intera catena del valore.



Molti CDMO servono i propri mercati di riferimento, e soltanto il 13% ha una presenza globale. Il mercato dei CDMO globale è fortemente frammentato: oltre il 75% dei player ha generato ricavi inferiori a \$50 mln e solo l'11% dei CDMO ha un fatturato superiore a \$100 mln.

Labomar ha un portafoglio prodotti più ampio dei suoi diretti competitor, offrendo:

- Integratori alimentari
- Dispositivi medici
- Alimenti con fini medici speciali
- Cosmetici funzionali
- Alimenti funzionali

SOCIETÀ	FATTURATO (milioni di euro)	INTEGRATORI ALIMENTARI	DISPOSITIVI MEDICI	ALIMENTI FINI MEDICI SPECIALI	COSMETICI FUNZIONALI	ALIMENTI FUNZIONALI
LABOMAR	103	X	X	X	X	X
Bachem Holding	622	X	X		X	
Boiron SA	537	X	X			
Catalent	4.263	X	X			
Dermapharm	1.157	X	X		X	
Fine Foods	208	X	X		X	
ICON	7.348	X	X	X		
Laboratorios Rovi	834	X	X		X	
LANXESS	6.789	X	X	X		
PharmaNutra	101	X	X		X	

C'è però da notare come Labomar sia, a livello di volume d'affari, la più piccola realtà, e compete quindi con operatori che hanno un fatturato di oltre un miliardo.

3.3 La quotazione in borsa

In questo paragrafo si andrà ad analizzare sia dal punto di vista strategico che finanziario la scelta effettuata dalla società nel 2020 di quotarsi nel segmento AIM di Borsa Italiana. Come visto, nel biennio precedente alla quotazione la società ha registrato una crescita media dei ricavi del 10%, avvicinandosi a fine 2019 alla soglia dei 50 milioni di euro di fatturato.

La società in netta crescita e con grandi prospettive di sviluppo necessitava di un importante apporto di capitale in quanto il fondatore Bertin riteneva che *“il mercato degli integratori è in forte crescita sia in Italia che in Europa; ci saranno opportunità per le imprese che investono in innovazione”* ed ancora *“la quotazione in Borsa darà modo di accelerare il raggiungimento degli obiettivi prefissati e di pensare ad altri progetti”*.

Dunque, il piano strategico di Labomar è chiaro: la quotazione è uno strumento utile a raccogliere capitali per poter cogliere nuove opportunità di investimento che il mercato offre. Inoltre, il capitale raccolto verrà utilizzato dalla società per altri due scopi principali:

- 1) Perseguire la strategia di M&A: lo scopo è quello di acquisire società estere che operano nello stesso mercato per entrare rapidamente in mercati esteri in cui attualmente non ha grande rilevanza Labomar;
- 2) Sviluppare il centro di ricerca interno: Labomar fa della ricerca e dello sviluppo il suo cardine per poter crescere; dunque, sono fondamentali gli investimenti sia sulla struttura (fisica e del personale) sia su progetti di ricerca volti a generare innovazioni.

Il 5 ottobre del 2020 le azioni di Labomar hanno iniziato ad essere negoziabili nel mercato Aim Italia; il titolo ha debuttato in forte rialzo, registrando un progresso del 20% passando dai 6 euro prefissati in sede di IPO a 7,28 euro come prezzo di chiusura. Il collocamento ha avuto ad oggetto 4.333.333 azioni di nuova emissione e 649.917 azioni rivenienti dall'esercizio delle opzioni di *over allotment*⁶³ (o *greenshoe*) concesse dall'azionista a

⁶³ Over-allotment (o greenshoe): è la facoltà riconosciuta al global coordinator di assegnare un quantitativo di azioni superiore a quello oggetto di offerta.

IMI – Intesa Sanpaolo (in qualità di Global Coordinator); dunque, l’offerta ha riguardato un totale di azioni ordinarie pari a 4.983.250, per un controvalore pari circa a 29,9 milioni di euro. Il flottante al momento dell’emissione era del 19,86% con una capitalizzazione iniziale pari a 110,9 milioni di euro.

Questo traguardo era inatteso per il fondatore di Labomar, che fornisce in un’intervista a Milano Finanza⁶⁴ alcune motivazioni che secondo lui hanno portato a tale risultato. Bertin ritiene che tale successo sia stato possibile grazie all’interesse del mercato per un settore che ha come scopo principale il benessere delle persone e si impegna a diffondere uno stile di vita sano basato sulla prevenzione. Inoltre, ritiene che l’azienda, la sua storia e il modo in cui è stata raccontata agli investitori, dando una visione delle prospettive future molto positiva, ha attirato gli stessi; in ultima analisi, ma non per importanza, hanno garantito un notevole interesse verso la società anche le qualità e le capacità del management, ben strutturato, di Labomar.



Il risultato ottenuto dalla società nel primo giorno di negoziazione del proprio titolo, si è poi rispecchiato nel medio termine; il 30 giugno del 2021 le azioni hanno raggiunto il prezzo massimo arrivando ad essere scambiate a 14,85 euro per azione. Nel primo anno di scambio, si registra un trend di crescita, anche se nei giorni in cui si celebrava

Glossario Finanziario – Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/over-allotment.html>

⁶⁴ https://www.milanofinanza.it/news/labomar-vola-del-20-nel-1-giorno-di-quotazione-sull-aim-202010051340487819?refresh_cens

l'anniversario di Labomar in Borsa, il titolo ha subito un forte calo che ha ridotto il prezzo delle azioni di circa il 20% (nel periodo compreso tra il 22 settembre e il 5 ottobre 2021). I due anni successivi hanno fatto registrare una riduzione del prezzo delle azioni, ma nel corso di tutto il periodo in cui il titolo è stato scambiato, non è mai sceso sotto il prezzo a cui era stato listato nel giorno dell'IPO.

Gli ultimi mesi di presenza di Labomar nel mercato hanno fatto registrare una leggera ripresa arrivando ad essere scambiato intorno ai 10 euro per azione, grazie alla pubblicazione dei risultati del 2022.

In generale l'amministratore delegato della società, Walter Bertin, si è ritenuto molto soddisfatto dell'esperienza vissuta all'interno del mercato, in quanto ha permesso alla società di farsi maggiormente conoscere nel mercato e soprattutto grazie ai capitali raccolti ha permesso di sviluppare e far crescere l'azienda. Anche per gli investitori, sempre secondo Bertin, l'esperienza è stata positiva in quanto nel corso dei (quasi) tre anni passati sui listini, il titolo si è apprezzato del 65,88%.

3.4 I risultati di Labomar

Per comprendere lo stato di salute di Labomar, si sono analizzati gli ultimi cinque bilanci disponibili della società. Questa attività risulterà in seguito utile per la stima di alcuni parametri fondamentali per l'applicazione della metodologia di valutazione del discounted cash flow.

Bilancio Labomar S.p.A.	2018	2019	2020	2021	2022
Ricavi da contratti con clienti	43.471.054	48.343.554	61.059.449	65.412.049	91.824.432
Altri proventi	696.213	793.921	431.576	1.088.013	1.152.618
Totale Ricavi	44.167.267	49.137.475	61.491.025	66.500.062	92.977.050
<i>Crescita annua</i>		11,3%	25,1%	8,1%	39,8%
Costo di acquisto materie prime	-19.174.352	-24.446.557	-27.986.499	-30.947.242	-47.190.696
Variazione delle rimanenze	-721.433	2.042.715	1.411.599	1.017.809	6.717.204
Margine di contribuzione	24.271.482	26.733.633	34.916.125	36.570.629	52.503.558
<i>Margine %</i>	55,0%	54,4%	56,8%	55,0%	56,5%
Costi per servizi	-6.480.046	-7.336.675	-9.968.423	-11.900.586	-16.537.726
Costo del personale	-8.647.822	-10.105.949	-13.456.040	-14.266.516	-18.752.122
Altri oneri	-152.302	-195.134	-167.311	-287.389	-663.338
EBITDA	8.991.312	9.095.875	11.324.351	10.116.138	16.550.372
<i>Margine %</i>	20,4%	18,5%	18,4%	15,2%	17,8%
Ammortamenti e svalutazioni attività	-2.836.267	-3.273.151	-4.048.764	-7.412.858	-7.092.439
Accantonamenti	-5.000			-312.500	-7.470
Reddito Operativo	6.150.045	5.822.724	7.275.587	2.390.780	9.450.463
Proventi finanziari	32.844	79.565	443.896	744.607	127.300
Oneri finanziari	-333.780	-319.736	-684.198	-521.351	-910.404
Utili (perdite) su cambi netti	-469	-57.867	-644.106	458.359	-140.163
Rettifiche di valore di attività finanziarie	127.763	38.128	497.942	5.919.193	-18.898
Reddito Ante Imposte	5.976.403	5.562.814	6.889.121	8.991.588	8.508.298
Imposte	-1.627.406	-1.416.849	-797.115	-726.778	-2.495.846
Utile Netto	4.348.997	4.145.965	6.092.006	8.264.810	6.012.452

Il primo valore osservabile nel conto economico della società sono i ricavi: come si nota, dal 2018 al 2022 la società ha registrato sempre una crescita positiva ma con trend irregolare. Paragonando i risultati al 31 dicembre 2018 e al 31 dicembre 2019, si osserva una crescita dei ricavi dell'11,25%, considerata in linea con quella del settore proposta da Damodaran (9,23%); nel periodo successivo la società ha invece fatto registrare un forte balzo dei ricavi passando dai 48 milioni di fine 2019 ai 61 milioni di fine 2020. Tale risultato è impattato dall'acquisizione della società ImportFab; già nel 2019 questa società era parte del gruppo ma era effettivamente operativa negli ultimi mesi dell'anno, non andando ad impattare in modo significativo sui risultati del gruppo. Nel 2020, grazie alla controllata canadese, Labomar ha registrato una crescita del fatturato extra-europeo del

272%, passando da ricavi per due milioni di euro a raggiungere la soglia dei 10 milioni. La crescita del 2020 non si registra anche nel 2021 per diversi fattori:

- L'epidemia del Coronavirus COVID-19 e l'applicazione delle restrizioni al fine di contenere la sua diffusione ha impattato negativamente sui risultati di Labomar. In particolare, l'utilizzo della mascherina come dispositivo di protezione ha comportato una riduzione della diffusione anche dei virus comuni: questo evento ha comportato un importante calo nelle vendite dei prodotti nutraceutici "*cough&cold*", parte fondamentale delle vendite di Labomar.
- Sempre a causa delle restrizioni imposte dalle autorità, anche l'attività commerciale degli informatori medico-scientifici verso i medici prescrittori si è ridotta notevolmente e di conseguenza anche le vendite sono rallentate; per Labomar l'attività commerciale fatta dagli informatori è una delle attività più redditizie.
- Un'analisi interna condotta dalla società ha dimostrato come nel 2021 non è stato possibile per fattori esogeni poter sfruttare e monetizzare le ultime novità prodotte dal centro di studi, ricerca e sviluppo di Labomar; anche questo ha impattato negativamente sulla performance della società.

Nonostante questi elementi che hanno impattato negativamente sulle vendite del gruppo Labomar, la società ha chiuso il 2021 con un incremento dell'8,1% del fatturato, dimostrando di saper resistere anche a situazioni di difficoltà.

Dai risultati dell'ultimo bilancio disponibile della società si osserva una crescita record: il fatturato arriva quasi a 93 milioni di euro, facendo registrare una crescita del 39,81%. Anche in questo caso tale risultato è impattato dal fatto che la società ha effettuato due acquisizioni (Welcare e Labiotre); oltre a tali acquisizioni che hanno determinato un crescita del fatturato su base non organica, la società ha comunque dimostrato che i ricavi su base organica della capogruppo Labomar e quelli della controllata canadese ImportFab sono cresciuti rispettivamente del 31,5% e del 12,2%. Questi risultati sono la realizzazione e la monetizzazione delle novità introdotte dal centro di ricerca che non era riuscita alla società nel 2021; da ciò si evince la grande forza del team di ricerca e sviluppo dell'azienda, che grazie alle innovazioni che propongono, permettono alla società di crescere ed ottenere ottimi risultati.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Totale Ricavi	44.167.267	49.137.475	61.491.025	66.500.062	92.977.050	103.600.000
Crescita %		11,25%	25,14%	8,15%	39,81%	11,43%
Motivazione		Crescita normale dei ricavi	Nuova acquisita: ImportFab	Coronavirus ed effetti collegati	Nuove acquisizioni: Welcare, Labiotre Monetizzazione e novità R&D	
Crescita media		19,16%				

In questa tabella riassuntiva si è inserito anche il risultato ottenuto dal gruppo Labomar nel 2023, pubblicizzato ufficialmente dalla società tramite un comunicato stampa sul proprio sito. Non si sono effettuate analisi riguardanti il 2023 in quanto il bilancio non è ancora stato reso pubblico: si può però commentare il superamento dei 100 milioni di euro di fatturato, osservando come il tasso di crescita risulta pari a circa l'11%.

Come si osserva dall'ultima tabella, nel periodo dal 2018 al 2023, la società è in media cresciuta del 19,16% all'anno; un dato decisamente superiore alle aspettative del settore proposte da Damodaran (12,57%) per lo stesso periodo di tempo.

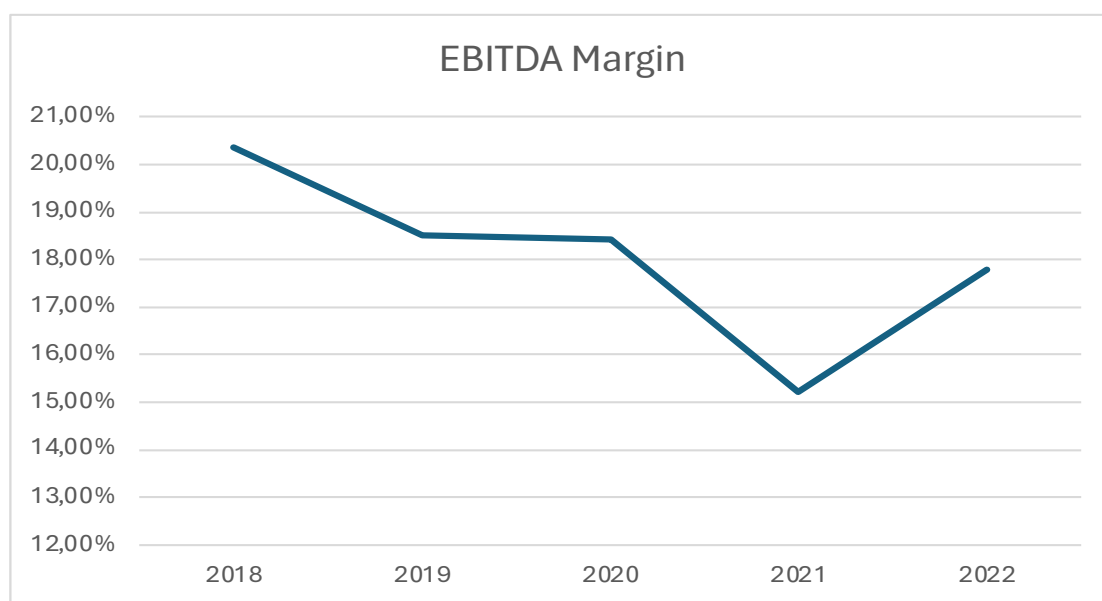
3.4.1 EBITDA Margin

Prima di definire l'EBITDA Margin, è importante comprendere cosa significa l'acronimo EBITDA. L'EBITDA sta per *Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*; dunque, permette di comprendere quanta parte dei ricavi serve per coprire i costi operativi della società. L'EBITDA Margin permette di misurare, in termini percentuali, il profitto operativo della società; questo è un indice molto utilizzato dagli analisti per comparare la società con altri competitor.

Per arrivare all'EBITDA si parte dal valore della produzione della società al quale vanno sottratti tutti i costi operativi. I principali costi che una società sostiene per la sua operatività sono i seguenti: costi per l'acquisto di materie prime (o prodotti finiti), costi per servizi (nel quale sono compresi le utenze), il costo del personale ed infine la variazione delle rimanenze del magazzino. Da qua, il calcolo dell'EBITDA Margin è un semplice rapporto tra l'EBITDA stesso ed il valore della produzione.

	2018	2019	2020	2021	2022
Valore della Produzione	44.167.267 €	49.137.475 €	61.491.025 €	66.500.062 €	92.977.050 €
Acquisto prodotti, merci e materie prime	19.174.352 €	24.446.557 €	27.986.499 €	30.624.370 €	47.190.696 €
Variazioni delle rimanenze	721.433 €	-2.042.715 €	-1.411.599 €	-694.937 €	-6.717.204 €
Costi per servizi	6.480.046 €	7.336.675 €	9.968.423 €	11.900.586 €	16.537.726 €
Costo del personale	8.647.822 €	10.105.949 €	13.456.040 €	14.266.516 €	18.752.122 €
Altri costi operativi	152.302 €	195.134 €	167.311 €	287.389 €	663.338 €
EBITDA	8.991.312 €	9.095.875 €	11.324.351 €	10.116.138 €	16.550.372 €
EBITDA Margin	20,36%	18,51%	18,42%	15,21%	17,80%

L'EBITDA Margin per il Gruppo Labomar, nel periodo compreso tra il 2018 e il 2022, mostra un andamento poco lineare come si può osservare dal seguente grafico.



Andando ad analizzare i fattori che incidono sull'EBITDA Margin si riesce a comprendere quali sono i motivi che implicano tale andamento poco costante e leggermente negativo. Si è deciso di analizzare i valori della tabella in termini percentuali, rapportandoli tutti al valore della produzione dell'anno di competenza, arrivando a questo risultato:

	2018	2019	2020	2021	2022
delta % ricavi		11,25%	25,14%	8,15%	39,81%
% costo materie prime / valore produzione	43,41%	49,75%	45,51%	46,05%	50,76%
% var. rimanenze / valore produzione	1,63%	-4,62%	-3,20%	-1,57%	-15,21%
% costi per servizi / valore produzione	14,67%	16,61%	22,57%	26,94%	37,44%
% costo personale / valore produzione	19,58%	20,57%	21,88%	21,45%	20,17%

Come si è analizzato in precedenza, i ricavi non seguono una crescita lineare a causa di diversi fattori, tra i quali il COVID e le acquisizioni effettuate da Labomar.

Analizzando l'impatto dei costi per le materie prime e le merci sui ricavi, si nota che tale voce tra il 2018 e il 2019 aumenta del 6%, sfiorando la soglia del 50% andando sicuramente ad erodere parte del valore dell'EBITDA Margin; anche nell'ultimo anno i costi per le materie prime impattano significativamente sull'EBITDA, dimezzando il suo valore. Questo evento ha sicuramente impattato sulla crescita del margine: infatti, nonostante un'elevata crescita dei ricavi (+39,81%) l'EBITDA Margin è cresciuto solo di 2,59 punti percentuali. Un altro aspetto che ha sicuramente inciso sul ridotto incremento del margine del 2022 è l'aumento dei costi per i servizi; come abbiamo visto in precedenza questi includono i costi per le utenze che durante quest'anno sono incrementate in modo importante arrivando a far pesare i costi per servizi il 37,44% dei ricavi complessivi.

Il costo del personale invece, essendo pressoché costante nel corso del quinquennio (intorno al 20%), non permette di fornire motivazioni riguardanti l'andamento altalenante dell'EBITDA Margin.

Sull'andamento della marginalità hanno anche impattato le operazioni di crescita non organica che hanno portato a consolidare nei risultati finanziari del gruppo le nuove società acquisite con marginalità diverse.

3.5 Il delisting

Come anticipato, il titolo Labomar è stato revocato dal listino di Aim il 6 settembre 2023. Tale decisione è stata presa dalla società in quanto il management e la dirigenza hanno ritenuto che, nel contesto in cui è inserita la società (molto dinamico e che richiede la capacità di prendere decisioni rapidamente e con molta determinazione) è più conveniente uscire dal mercato per poter cogliere le opportunità di sviluppo che si presentano. Ovviamente, le decisioni prese da una società privata hanno meno complicazioni grazie alla possibilità di effettuare delle scelte strategiche senza doverlo comunicare immediatamente agli azionisti.

Per effettuare l'operazione di delisting, Labomar ha istituito una nuova società LBM Next che ha lanciato, di concerto con il fondo di private equity Charterhouse, un'OPA per acquistare tutte le azioni circolanti nel mercato così da effettuare successivamente l'uscita dal listino. L'OPA è stata lanciata da LBM Next il 22 maggio del 2023, ed era condizionata al raggiungimento del 90% del capitale sociale; l'offerta proponeva l'acquisto dei titoli al prezzo di 10 euro per ogni azione. Tale prezzo garantiva i seguenti premi:

- 14,1% rispetto al prezzo di chiusura del 19 maggio 2022;
- 17,6% rispetto alla media aritmetica ponderata del prezzo di ogni azione dell'ultimo mese;
- 17,8% rispetto alla media aritmetica ponderata del prezzo di ogni azione degli ultimi tre mesi;
- 19,0% rispetto alla media aritmetica ponderata del prezzo di ogni azione degli ultimi sei mesi;
- 20,1% rispetto alla media aritmetica ponderata del prezzo di ogni azione degli ultimi dodici mesi.

L'8 giugno LBM Next S.p.A. ha comunicato e depositato presso la CONSOB (in nome e per conto delle persone che agiscono di concerto, LBM Holding S.r.l. e Claudio De Nadai) un'offerta pubblica di acquisto volontaria e totalitaria (Documento d'Offerta). L'OPA aveva ad oggetto 5.987.486 azioni che corrispondevano al 32,393% del capitale sociale; dunque, in caso di totale adesione all'Offerta, il controvalore massimo complessivo dell'Offerta era pari a 59.874.860 euro.

Il 16 giugno 2023 la CONSOB ha disposto la sospensione dei termini dell'istruttoria per l'approvazione del Documento d'Offerta per richiedere ulteriori elementi informativi e alcuni chiarimenti riguardanti alcuni aspetti specifici dell'Offerta. Nel periodo che intercorre fino al 3 luglio 2023, data in cui la CONSOB ha disposto il riavvio dei termini del procedimento amministrativo volto all'approvazione del Documento d'Offerta, le azioni facenti parte dell'Offerta erano diminuite in quanto erano già state acquistate da persone che agivano di concerto con l'Offerente. Per la precisione, dopo l'approvazione (avvenuta il 7 luglio 2023) del Documento di Offerta da parte di CONSOB, l'Offerta è stata promossa su un numero massimo di azioni pari a 4.617.486 che rappresentavano il 24,981% del capitale sociale dell'Emittente. La pubblicazione dell'Offerta è stata

effettuata l'8 luglio 2023 e il periodo di adesione deciso di concerto tra CONSOB ed Emittente dal 10 luglio 2023 al 31 luglio 2023 (estremi inclusi).

Con un comunicato del 2 agosto 2023, LBM Next ha pubblicato i risultati definitivi dell'offerta pubblica di acquisto volontaria e totalitari; in particolare risultavano portate in adesione all'Offerta 3.135.156 azioni corrispondenti al 16,961% del capitale sociale dell'Emittente e pari al 67,897% delle Azioni Oggetto dell'Offerta, per un controvalore complessivo di 31.351.560 euro. Dunque, gli Offerenti detenevano, dopo il pagamento, 17.392.713 azioni che corrispondevano al 94,096% del capitale sociale dell'Emittente emesso ed in circolazione alla data del comunicato. La data di pagamento (pari a 10,00 euro per azione) era fissata per il quarto giorno, di Borsa aperta, successivo alla chiusura del periodo di Adesione (ovvero il 4 agosto 2023).

Sulla base dei risultati raggiunti, LBM Next ha dovuto obbligatoriamente acquisire le restanti azioni, pari a 1.083.830 (equivalenti al 5,864% del capitale sociale dell'Emittente). Il periodo, definito di *Sell-Out*, durante il quale l'Offerente ha dovuto adempiere all'Obbligo di Acquisto è stato compreso tra il 7 ed il 31 agosto 2023 con data di pagamento del relativo corrispettivo fissata per il giorno 1° settembre 2023. Il comunicato di LBM Next S.p.A. del 29 agosto 2023 informa il mercato riguardo i risultati della procedura di sell-out, constatando che l'Offerente e le persone che agiscono di concerto saranno titolari, dopo la data di pagamento, del 100% del capitale sociale dell'Emittente emesso ed in circolazione alla data del comunicato. Nello stesso documento è stato comunicato che le azioni di Labomar sarebbero state sospese dalla negoziazione sul mercato nelle sedute del 4 e 5 settembre 2023 e revocate dalle negoziazioni dal 6 settembre 2023.

Durante tutto il processo di delisting, LBM Next è stata supportata con un aumento di capitale di 59,9 milioni in denaro, da CCP No. 7.2 Limited, veicolo societario inglese controllato da Charterhouse. Infatti, la società proseguirà il suo sviluppo e la sua crescita al fianco dello stesso fondo di private equity inglese; la scelta di Bertin è stata dettata dalla robusta conoscenza da parte di Charterhouse, dei mercati su cui Labomar opera. Inoltre, il fondo è dotato di una solida esperienza nella guida di processi di crescita di aziende tramite strategie di acquisizioni che aiuterà l'azienda trevigiana nella crescita

della propria quota di mercato, anche grazie all'arricchimento della propria offerta di prodotti (anche questa conoscenza fa parte del know-how del fondo inglese).

3.6 Analisi finanziaria del delisting

3.6.1 Variabili per la valutazione tramite il Discounted Cash Flow

3.6.1.1 Beta e WACC

Per la stima del beta si è utilizzato il beta unlevered del settore “*Healthcare Products*” preso dal database Damodaran⁶⁵; il valore pari a 1,02 è stato poi riportato a levered, considerando l'aliquota fiscale dell'IRES e il rapporto tra il debito e l'equity aziendale (nel 2022) arrivando ad un risultato di beta levered pari a 1,16. Si è poi calcolato il beta levered della società Labomar per gli ultimi due anni (pari a 0,53) e infine si è fatta la media tra i due valori, arrivando ad un beta levered finale pari a 0,85, valore coerente con quello applicato anche da alcuni analisti finanziari riportati in documenti di equity research che si sono presi come riferimento per un benchmark.

Per la stima del costo del capitale invece sono stati utilizzati il beta calcolato precedentemente, il premio per il rischio di mercato maturo italiano pari al 5,94% (fonte Damodaran) e il tasso privo di rischio (r_f) dei BTP a 10 anni pari al 4,19 %. Per quanto riguarda il costo del debito è stato utilizzato nuovamente il tasso privo di rischio (r_f), a cui si è aggiunto uno spread pari al 1% relativo al rating AA⁶⁶ del debito a lungo termine di Labomar, ottenendo un costo del debito K_d pari a 5,19 %. Il costo del debito e del capitale sono poi stati ponderati rispettivamente per l'ammontare di debito e capitale; considerato poi lo scudo fiscale del debito calcolato con l'aliquota fiscale dell'IRES pari al 24%, si è arrivati ad un WACC finale pari a 8,40%.

⁶⁵ <http://www.damodaran.com>

⁶⁶ https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/syntrating.html

3.6.1.2 Tasse

Per la stima dei flussi di cassa di Labomar nel quinquennio 2023-2027, si è dovuto stimare anche la percentuale di utile ante imposte che la società dovrà versare nelle casse dello stato. Per trovare questa percentuale si è condotta un'analisi storica riguardante il tax rate di Labomar.

TAX RATE	2019	2020	2021	2022
Valore effettivoTasse	1.416.849	797.115	726.778	2.495.846
% TAXES / UTILE ANTE IMPOSTE	25,47%	11,57%	8,08%	29,33%

Come si nota dall'analisi, nel corso degli anni Labomar ha pagato sempre una percentuale diversa di tasse. I due dati che necessitano una spiegazione sono quelli relativi al 2020 e al 2021: nel primo anno il tasso molto basso (pari a 11,57% dell'utile ante imposte) è generato dai notevoli investimenti sostenuti dalla società. Tutti questi investimenti hanno permesso alla società di beneficiare di incentivi fiscali che hanno ridotto il tax rate; in più la società nel 2020 è riuscita ad abbassare ancora di più le tasse da pagare ottenendo il beneficio della *Patent Box*⁶⁷ per un valore che si aggira intorno agli 800 mila euro.

Nell'anno successivo Labomar è riuscita a ridurre di più del 3% il tax rate grazie all'effetto fiscale sui proventi generato dalla nuova misurazione del *fair value* della partecipazione che la società detiene in Labiotre S.r.l.; tale partecipazione beneficia dell'agevolazione fiscale *participation exemption*⁶⁸.

Nel 2022 l'incidenza delle tasse sull'utile ante imposte è pari al 29,33%, quasi quadruplicata rispetto all'anno precedente. Tale livello di incidenza è da considerarsi quello ricorrente in quanto in questo esercizio non risultano impatti straordinari significativi.

⁶⁷ Patent Box: l'articolo 1 della legge n. 190 del 23 dicembre 2019 prevede un regime fiscale agevolato “*connesso alle spese sostenute nello svolgimento di attività di ricerca e sviluppo in relazione a software protetti da copyright, brevetti industriali e modelli giuridicamente tutelati*” <https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/web/guest/schede/agevolazioni/patent-box/cose-patent-box-imprese>

⁶⁸ Participation exemption: l'articolo 87 del TUIR prevede la parziale irrilevanza fiscale delle plusvalenze relative alle cessioni di partecipazioni che presentano determinati requisiti. La ratio di tale agevolazione è evitare la duplicazione di tassazione del reddito societario in capo alla società e al partecipante. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/participation-exemption.htm>

Per ottenere i flussi di cassa previsionali si è deciso quindi di utilizzare l’aliquota registrata nel 2022, pari al 29%, in quanto la media degli ultimi cinque anni del tax rate di Labomar è viziata per difetto dallo sfruttamento delle agevolazioni fiscali.

3.6.1.3 Capitale Circolante Netto

All’interno del metodo del Discounted Cash Flow, prima di arrivare alla determinazione dei flussi di cassa, si devono sottrarre al *NOPAT* (Net Operating Profit After Taxes), gli investimenti che la società intende sostenere in quell’anno (*Capex*) e la differenza tra il capitale circolante netto dell’anno corrente e il capitale circolante netto dell’anno precedente e infine si sommano gli ammortamenti e le svalutazioni delle attività.

Tornando al capitale circolante netto, per trovare quello previsionale si è seguito il seguente procedimento. La formula del capitale circolante netto prevede la somma delle rimanenze di magazzino, dei crediti commerciali e dei debiti commerciali (ovviamente considerati come valore negativo); da qui si è deciso di calcolare per le tre componenti del capitale circolante il tempo rispettivamente, di giacenza delle merci, di incasso dei crediti e di pagamento dei debiti. A questo punto si è calcolata la media negli ultimi cinque anni dei giorni e si è ottenuto il seguente risultato:

	NUMERO DI GIORNI MEDI (ULTIMI 5 ANNI)
DI GIACENZA MERCI	154
DI INCASSO CREDITI	69
DI PAGAMENTO DEBITI	121

Per la previsione del magazzino nel quinquennio 2023-2027, si è deciso di ridurre costantemente di anno in anno il numero di giorni medi di giacenza di 5 giorni (per anno) per effetto dell’investimento effettuato nel nuovo polo logistico. Mentre per la previsione dei crediti e dei debiti si è deciso di mantenere costante il numero di giorni medi calcolato in precedenza.

Si sono utilizzati poi questi valori per calcolare tramite la formula inversa e con i valori previsionali del costo del venduto (per ottenere il valore delle rimanenze del magazzino), dei ricavi (per ottenere il valore dei crediti verso i clienti) e degli acquisti (per ottenere il

valore dei debiti verso i fornitori) per ogni anno, dal 2023 al 2027. Grazie a questo processo si è riuscito ad ottenere i valori previsionali di magazzino, crediti e debiti, riassunti nella seguente tabella:

CCN PROSPETTICO	2023	2024	2025	2026	2027
Magazzino	23.059.953 €	24.664.454 €	25.879.997 €	26.629.726 €	26.859.722 €
Crediti v/ Clienti	25.421.393 €	27.963.532 €	30.200.615 €	32.012.652 €	33.293.158 €
Debiti v/ Fornitori	33.043.981 €	35.356.367 €	37.770.820 €	39.726.526 €	37.442.430 €
CCN	15.437.366 €	17.271.620 €	18.309.792 €	18.915.852 €	22.710.450 €

Da questi risultati, si è poi ottenuto il delta del capitale circolante netto tra i diversi anni, per successivamente arrivare ai flussi di cassa previsionali.

3.6.1.4 Capex

Come accennato in precedenza, gli investimenti che la società sostiene durante il quinquennio 2023-2027, dovranno essere sottratti ai profitti operativi al netto delle tasse. Per ottenere gli investimenti che Labomar sosterrà nei prossimi anni si sono analizzati i documenti di equity research che le banche di investimento hanno effettuato sulla società. In particolare, si sono presi come riferimento i report redatti da Intesa San Paolo (IMI) e Corporate Family Office SIM (CFO, società specializzata in Wealth Advisory, gestione del patrimonio mobiliare e creazione di prodotti finanziari “su misura”). Entrambe le banche hanno considerato nei loro modelli previsionali un piano di espansione della capacità produttiva, implementato dal management di Labomar, che consiste nell’investimento di una cifra compresa tra i 30 e i 35 milioni di euro tra il 2024 e il 2026. L’equity research di CFO SIM inoltre considera per il 2023 anche un importante investimento di 13 milioni di euro per costruire un nuovo polo logistico che ha lo scopo di rendere sempre più efficienti tutti i processi di immagazzinamento e di spedizione dei prodotti finiti per i clienti.

	2023	2024	2025	2026	2027
CAPEX	13.000.000 €	12.000.000 €	12.000.000 €	12.000.000 €	3.500.000 €

Dunque, dalle informazioni ricavate dai report dagli istituti finanziari che seguono il titolo Labomar, si è predisposta la previsione dei Capex di Labomar per il prossimo quinquennio.

Per il 2027 si ipotizza un livello di Capex molto inferiore rispetto a quello sostenuto dalla società negli anni precedenti, in quanto con gli investimenti precedenti si presuppone di raggiungere un buon livello di efficienza ed i nuovi impianti di produzione necessiteranno in misure minori di nuovi investimenti, limitati quindi al puro mantenimento (in coerenza con le ipotesi di crescita di lungo periodo ipotizzate pari al tasso di inflazione atteso, pari al 2%).

3.6.2 Discounted Cash Flow

Grazie alle ipotesi effettuate fino a questo punto, si è potuto implementare il modello di valutazione del Discounted Cash Flow, con lo scopo finale di valutare il prezzo delle azioni di Labomar, prima della fase di delisting. Di seguito si andrà ad analizzare il modello costruito e a commentare i risultati ottenuti.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV
Ricavi	92.977.050	104.664.265	115.130.692	124.341.147	131.801.616	137.073.680	139.815.154
<i>Crescita annua</i>		12,6%	10,0%	8,0%	6,0%	4,0%	2,0%
COGS	-40.473.492	-46.553.709	-51.209.080	-55.305.806	-58.624.155	-60.969.121	-62.188.503
Margine di contribuzione	52.503.558	58.110.556	63.921.612	69.035.341	73.177.461	76.104.560	77.626.651
<i>Margine %</i>	56,5%	55,5%	55,5%	55,5%	55,5%	55,5%	55,5%
Costi per servizi	-16.537.726	-17.059.479	-18.765.426	-20.266.660	-21.482.660	-22.341.967	-22.788.806
Costo del personale	-18.752.122	-21.697.166	-23.291.229	-24.532.822	-25.345.783	-25.674.246	-25.488.655
Altri Oneri	-663.338	-452.075	-497.283	-537.065	-569.289	-592.061	-603.902
EBITDA	16.550.372	18.901.836	21.367.673	23.698.793	25.779.729	27.496.286	28.745.288
<i>Margine %</i>	17,8%	18,1%	18,6%	19,1%	19,6%	20,1%	20,6%
Ammortamenti e svalutazioni attività	-7.099.909	-8.047.108	-8.851.819	-9.559.965	-10.133.563	-10.538.905	-3.500.000
EBIT	9.450.463	10.854.728	12.515.854	14.138.828	15.646.166	16.957.381	25.245.288
Tasse	-2.725.514	-3.130.503	-3.609.572	-4.077.638	-4.512.354	-4.890.509	-7.280.741
NOPAT	6.724.949	7.724.224	8.906.282	10.061.190	11.133.812	12.066.872	17.964.547
CCN	12.296.721	15.437.366	17.271.620	18.309.792	18.915.852	22.710.450	
ΔCCN		-3.140.645	-1.834.254	-1.038.173	-606.060	-3.794.598	0
Capex		-13.000.000	-12.000.000	-12.000.000	-12.000.000	-3.500.000	-3.500.000
Ammortamenti e svalutazioni attività		8.047.108	8.851.819	9.559.965	10.133.563	10.538.905	3.500.000
Flussi di cassa		-369.312	3.923.847	6.582.982	8.661.315	15.311.179	17.964.547
Terminal Value						280.547.615	
FCF		-369.312	3.923.847	6.582.982	8.661.315	295.858.794	

Partendo dai ricavi registrati dalla società nel 2022 si è ottenuto il fatturato prospettico fino al 2027, moltiplicando i 92 milioni del primo anno per il tasso di crescita che si è deciso di utilizzare (12,57%), come motivato nel Paragrafo 3.3, “I Risultati di Labomar”. Dal 2024 in poi ci si aspetta una riduzione del tasso di crescita della società, ipotizzata

del 2% per ogni anno. In questo modo, si prevede che la società nel corso dei cinque anni arrivi ad incrementare le proprie entrate di circa un terzo rispetto al valore del 2022. Per quanto riguarda la stima dei COGS (Cost of Goods Sold) si è deciso di calcolare la percentuale media di tale voce sui ricavi della società nel quinquennio precedente, ipotizzando una crescita costante dei costi del venduto. Si è seguito lo stesso processo anche per la voce *Costi per Servizi*; per la voce *Costi del personale* si ipotizza un peso progressivamente minore nel corso degli anni in quanto si trattano di costi che non variano necessariamente allo stesso tasso delle vendite. Da questi primi valori si è calcolato l'EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization): al valore dei Ricavi si sono sottratte tutte le altre voci. In questo caso, il valore dell'EBITDA nel corso del quinquennio è quasi raddoppiato, passando dai 16 milioni di euro a quasi 29 nel 2027. Dopodiché si sono sottratti gli ammortamenti e le svalutazioni e si è arrivati all'EBIT (quasi triplicato nel quinquennio, da 9.5 a 25 milioni).

A questo punto si è sottratto all'EBIT il valore delle tasse che Labomar dovrà sostenere e si è arrivati al NOPAT (Net Operating Profit After Taxes); per arrivare all'effettivo valore dei flussi di cassa della società si è aggiunto il valore degli Ammortamenti e allo stesso tempo si sono tolti gli investimenti (Capex) che la società prevede di effettuare e la differenza tra il capitale circolante netto dell'anno di riferimento e quello dell'anno precedente. Arrivati ad un primo valore dei flussi di cassa, si è calcolato il *Terminal Value*⁶⁹ della società rapportando il flusso di cassa del 2028 alla differenza tra il costo ponderato del capitale (WACC) e il tasso di crescita di lungo periodo (g, pari all'inflazione prevista nel lungo termine). Andando poi a sommare il Terminal Value con il flusso di cassa del 2027, si ottengono i flussi di cassa finali, i quali saranno utilizzati per calcolare l'Enterprise Value.

Enterprise Value (EV)	212.076.055 €
Posizione Finanziaria Netta (PFN)	27.600.000 €
Equity Value (EQ)	184.476.055 €
N° azioni	18.484.043
Prezzo azione	10,0 €

⁶⁹ Terminal Value: è il valore di un bene, di un'attività o di un progetto oltre il periodo in cui è possibile stimare i flussi di cassa. Tale valore presuppone che un'azienda crescerà a un tasso di crescita fisso per sempre dopo il periodo di previsione.

Per ottenere il valore dell'Enterprise Value (EV, pari a 212 milioni di euro) si utilizza la formula del Valore Attuale Netto (VAN):

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{FC_t}{(1 + WACC)^t}$$

Il passo successivo è quello di ottenere l'Equity Value (EQ) della società che servirà per calcolare il prezzo delle singole azioni. Per passare dall'EV all'EQ è necessario sottrarre al primo il valore della posizione finanziaria netta (calcolata come differenza tra il valore dei debiti finanziari e la liquidità della società) e si ottiene un EQ pari a 184 milioni di euro.

Dividendo l'EQ per il numero delle azioni di Labomar che erano in circolazione, si ottiene che un prezzo per ogni azione di 10 euro, superiore di circa il 5% rispetto a quanto era scambiato all'epoca (9,6€ per azione).

3.6.3 Metodo dei multipli

Tramite il metodo dei multipli si va ad analizzare il prezzo delle azioni di Labomar; tale metodo è basato sull'idea che le azioni di società che vendono lo stesso prodotto o servizio (definibili, dunque, competitors) sono scambiate nel mercato azionario a prezzi diversi ma si presume che il rapporto tra i principali valori dell'azienda sia lo stesso per le società del settore. I multipli utilizzati per calcolare il prezzo delle azioni di Labomar sono stati EV/RICAVI, P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT ed EV/TOTAL ASSET, utilizzati nella maggior parte delle grandi operazioni finanziarie nel settore farmaceutico.

In particolare, per andare a stimare il prezzo delle azioni Labomar si è deciso di prendere come società comparables le seguenti: Boiron SA, Dermapharm, ICON, Laboratorios Rovi, PharmaNutra. Non sono state considerate nel gruppo delle società comparabili aziende che non hanno margini positivi o che presentano comunque dei valori molto

distanti da quelli medi. Tutti i dati utilizzati per la stesura dell'analisi tramite il metodo dei multipli sono stati estratti dalla banca dati Orbis⁷⁰

AZIENDA	P/E	EV / EBITDA	EV / EBIT
Boiron SA	13,16	8,06	8,91
Dermapharm	32,07	10,19	27,55
ICON	47,55	21,48	52,38
Laboratorios Rovi	26,36	18,52	20,55
PharmaNutra	36,15	17,77	20,24
MEDIA	31,1	15,2	25,9
Minimo	13,2	8,1	8,9
Massimo	47,6	21,5	52,4

Dai risultati dell'analisi tramite il metodo dei multipli si nota che ci sono alcune discrepanze tra i valori di Labomar e la media dei multipli delle società comparabili. Questo può essere causato dal fatto che, la società italiana è di dimensione decisamente ridotta rispetto a quella delle società comparabili analizzate.

I valori medi dei multipli delle società comparabili sono poi stati moltiplicati per i rispettivi valori di EBITDA, EBIT ed EPS (riportati nella tabella sottostante), per ottenere l'Equity Value di Labomar.

AZIENDA	EPS	EBITDA	EBIT
LABOMAR	0,33	16.550.372	9.450.463

Dalla moltiplicazione tra la media dei multipli e i valori di Labomar, si ottengono dunque i diversi valori dell'Equity Value (c'è da precisare che per tutti i multipli, ad esclusione del multiplo P/E, al risultato della moltiplicazione si deve sottrarre la posizione finanziaria netta della società); a questo punto, dividendo i valori dell'Equity Value per il numero di azioni in circolazione di Labomar (18,5 milioni), si ottengono i diversi prezzi delle azioni.

⁷⁰ <https://orbis-r1.bvdinfo.com/version-20240325-7-0/Orbis>

	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT
Equity Market (EQ)	186.731.274,94	224.062.587,81	217.400.062,65
Prezzo per azione	10,09	12,11	11,75
Prezzo minimo	4,28	5,72	3,06
Prezzo massimo	15,45	17,73	25,26

Come si nota dai risultati, il range di prezzi al quale secondo tale metodo le azioni di Labomar dovrebbero essere scambiate nel mercato varia tra un prezzo minimo, ricavato tramite il multiplo P/E di €10,09 ad un valore massimo di €12,11 ottenuto con il multiplo EV/EBITDA. Facendo invece una media dei diversi valori dei prezzi si arriva ad un prezzo medio di 11,32 €, leggermente superiore rispetto a quanto trovato tramite il metodo del Discounted Cash Flow. Tale risultato, come detto anche in precedenza, può derivare dal fatto che Labomar ha dimensione più ridotte rispetto ai competitors oltre ad essere anche quotata da un periodo limitato.

CONCLUSIONI

La stesura di questo elaborato ha permesso di approfondire il tema del delisting, chiarendo le differenze tra le due principali tipologie principali: volontario e involontario.

Il delisting volontario viene effettuato come conseguenza di una scelta della società e segue specifiche normative; può essere motivato da diverse ragioni strategiche o finanziarie, come la concentrazione del capitale o l'uscita da un mercato non redditizio. Gli effetti risultano essere differenti (per le società che si delistano volontariamente, e per i suoi azionisti) e possono portare ad una crescita più rapida della società, grazie alla possibilità di utilizzare il capitale per investire in progetti a lungo termine che permettono di raggiungere un vantaggio competitivo e aumentare il profitto; così facendo le società riescono a “curare” il problema, tipico del mercato azionario, della miopia che impatta sulle scelte di investimento della società stessa. Come si è visto, il delisting volontario può essere attuato con diverse modalità come i processi di M&A, processi di Offerta Pubblica d’Acquisto o operazioni di Leverage Buy Out.

Il delisting involontario, invece, viene imposto dalla borsa se la società non rispetta più i requisiti minimi di quotazione, spesso a causa di inadeguate performance finanziarie o violazioni delle norme. Le sue conseguenze sono tendenzialmente negative per la società, con un calo del valore delle azioni, una perdita di reputazione e difficoltà nell'accedere ai finanziamenti. Anche per gli azionisti le conseguenze sono spesso negative, con una riduzione della liquidità delle azioni e potenziali perdite economiche significative.

Oltre agli effetti per la società e gli azionisti, il delisting può avere un impatto significativo anche su altri stakeholders, come dipendenti, creditori e fornitori. La decisione di procedere al delisting (in questo caso volontario) deve essere valutata attentamente considerando le implicazioni per tutti gli stakeholders coinvolti. È fondamentale adottare una strategia ben definita per minimizzare i potenziali danni e tutelare gli interessi di tutte le parti in causa. La comprensione delle diverse sfaccettature del delisting e delle sue implicazioni è fondamentale per gli investitori, le aziende e gli altri attori economici che si trovano ad affrontare situazioni di delisting.

Si sono analizzate poi le motivazioni per cui una società intraprende la strategia del delisting riuscendo a comprendere che uno dei driver fondamentali è la riduzione dei costi associati al mantenimento dello status di società quotata, la possibilità di non dover motivare costantemente agli investitori le decisioni strategiche societarie e di poter prendere decisioni in modo veloce senza preoccuparsi di eventuali impatti negativi nel breve termine. Infatti, le società hanno trovato negli accordi con i fondi di private-equity l'opportunità di ristrutturarsi e crescere lontano dalle pressioni del mercato pubblico, ottenendo dalla partnership con i fondi ingenti capacità liquide e la mentalità manageriale (garantita dal know-how del fondo) necessari per competere nel mercato. Dall'analisi dei risultati dei fondi di private equity si nota come le loro performance (basate sulla plusvalenza generata dall'acquisto, la gestione e la vendita delle società) siano molto buone: grazie a queste informazioni si può dedurre che siano in grado effettivamente di traghettare le società verso una crescita rapida e sostenibile. Un'altra motivazione che impatta notevolmente sulla volontà delle società di delistarsi sono gli scarsi volumi di scambio delle azioni durante le giornate di compravendita per società piccole come Labomar; in particolare, si è notato che questo è stato un importante fattore che non ha permesso alla società di accedere alla categoria Star di Borsa Italiana; dunque, la società e il consiglio di amministrazione ha ritenuto più opportuno l'uscita dal mercato per ottenere maggiori vantaggi dalla collaborazione con un fondo di private equity.

Labomar, società operante nel settore farmaceutico e nutraceutico, si è analizzata dal punto di vista finanziario l'operazione del delisting avvenuta nel corso del 2023. In particolare, si è posta l'attenzione sul prezzo di 10 € per azione pagato dalla società ai propri azionisti per analizzare rispetto alla valutazione che il mercato dava del titolo LBM il premio pagato agli azionisti.

L'analisi finanziaria di Labomar, condotta mediante i metodi dei multipli e del DCF, ha stimato il valore intrinseco della società al momento del delisting a 11,38 € per azione (tramite il metodo dei multipli) e di 10,0 € per azione (tramite il metodo del DCF). Entrambi i valori trovati tramite le analisi effettuate sono risultati superiori al prezzo di borsa il giorno della comunicazione della volontà della società di delistarsi, pari a 9,6 € per azione. Il premio offerto agli azionisti, pari al 14,1%; riprendendo il paragrafo

riguardante gli effetti del delisting sugli azionisti, si nota come tale premio sia inferiore al premio medio pagato dalle società europee.

La decisione di delisting, sebbene influenzata da potenziali fattori come la scarsa liquidità delle azioni o la volontà di maggiore controllo da parte della proprietà, deve essere valutata nel suo complesso, considerando gli effetti a lungo termine sugli azionisti e le prospettive future della società. C'è inoltre da considerare il fatto che, per un investitore di Labomar che ha deciso di puntare da subito sulla società, il premio finale è stato del 66.7% nell'arco di poco più di tre anni.

In conclusione, è opportuno analizzare la strategia che la società ha deciso di scegliere per il futuro: Labomar ha intrapreso la via della partnership con il fondo di private equity Charterhouse, esperto in industrie farmaceutiche e con grande esperienza nell'attività di M&A (trend principale del mercato nutraceutico e strategia su cui Labomar vuole concentrarsi nei prossimi anni). Ad oggi non è ancora possibile valutare i risultati che le due società hanno raggiunto dato che sono pochi mesi che stanno collaborando, ma sicuramente la strategia intrapresa dall'azienda italiana è in linea con i fondamenti teorici analizzati in questo elaborato. La società ha chiuso il 2023 con un fatturato pari a 103,6 milioni di euro (+12,6%); questo risultato è stato in gran parte frutto del lavoro svolto dalla società fino a settembre ma anche dei primi risultati ottenuti dalla collaborazione tra Labomar e Charterhouse.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

- 1) A. Marosi, N. Massoud; *Why do firms go dark?*; in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, 421-442
- 2) A. Sannajust, (2010); *Motivations and performance of public to private operations: an international study*; in *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 6, 1-19.
- 3) Articolo 2.5.1, comma 3) del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.
- 4) Articolo 2.5.2, comma 4) del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.
- 5) Articolo 2.5.5, comma 2) del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.
- 6) B. Holmstrom, S.N. Kaplan (2003); *The state of US corporate governance: what's right an what's wrong*; in *Journal of Applied Corporate Finance*, 1027-1042
- 7) Borsa Italiana – Glossario Finanziario
- 8) Borsa Italiana – Glossario Finanziario
- 9) Cattaneo M.; *Financial regulation and IPOs: Evidence from the history of the Italian stock market*; in *Journal of Corporate Finance*
- 10) Dizionario di Economia e Finanza – Treccani
- 11) E. F. Fama, K.R. French (1995); *Size and book-to-market factors in earnings and return*; in *Journal of Finance*, 50(1), 131-155
- 12) E. Kamar, P. Karaca-Mandic, E. Talley (200); *Going-private decision and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: a cross-country analysis*; in *The Journal of Law, Economics & Organization*, 25(1), 107-133
- 13) Equilibrio e crescita, perché le imprese lasciano la borsa, Il Sole 24 Ore
- 14) G. Forestieri; *Corporate Investment Banking*, Egea 2009
- 15) G.C. Sanger, J.D. Peterson, (1990); *An empirical analysis of common stock delisting*; in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 261-273
- 16) Glossario Finanziario – Borsa Italiana
- 17) H. de la Bruslerie, J. Caby; *Ex-ante determinants to delist or not delist after an M&A*; in *Review of Quantitative Finance and Accounting*

- 18) I. Martinez, S. Serve; *Reasons for delisting and consequences*; in *Journal of Economic Surveys*
- 19) IMA Group, Automated Solutions for Packaging Industry
- 20) J. C. Stein (1989); *Efficient markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behaviour*; in *The Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 655-669
- 21) J. Macey, M. O'Hara, D. Pompilio; *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*; in *The Journal of Law and Economics*
- 22) J. Macey, M. O'Hara, D. Pompilio; *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*; in *The Journal of Law and Economics*
- 23) J. Piesse, C. Lee, L. Lin, H. Kuo; *Merger and Acquisition: definitions, motives, and market response*; in *Encyclopedia of Finance*, Chapter 27
- 24) J. R. Graham, C. R. Harvey, S. Rajgopal (2005); *The economic implications of corporate financial reporting*; in *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73
- 25) J. Rosenbaum, J. Pearl; *Investment Banking*; Capitolo 8
- 26) K. Lehn, A. Poulsen; *Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions*; in *The Journal of Finance*
- 27) K. Schipper, A. Smith; *Effect of managements buyouts on corporate interest and depreciation tax deduction*; in *Journal of Law and Economics*, 295-341
- 28) Leuz, C., Triantis, A. and Wang, T.Y. (2008); *Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations*; in *Journal of Accounting & Economics* 45
- 29) M. C. Jensen, W. H. Meckling; *Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure*; in *Journal of Financial Economics*, 205-360
- 30) M. C. Jensen; *Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers*; in *The American Economic Review*, 323-329
- 31) M. C. Jensen; *Eclipse of the Public Corporation*; in *Harvard Business Review*, 61-74
- 32) M. Mitchell, J. Mulherin; *The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity*; in *Journal of Financial Economics*

- 33) Nutraceutica e novel food: tra salute e sostenibilità – Overview internazionale, MEDIOBANCA
- 34) N. G. Travlos, M. M. Cornett; *Going private buyouts and determinants of shareholder's return*; in *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 1-25
- 35) R. C. Merton (1995); Financial innovation and the management and regulation of financial institutions; in *Journal of Banking and Finance*, 34(4), 411-433
- 36) R. S. Harris, T. Jenkinson, S. N. Kaplan; *Private Equity Performance: What do we know?*; in *The Journal of Finance* 69(5), 1851-1882
- 37) R. W. Masulis, R. S. Thomas (2009); *Does private equity create wealth? The effects of private equity and derivatives on corporate governance*; *The University of Chicago Law Review*, 76(1), 219-259
- 38) R. W. Masulis, R. S. Thomas; *Does private equity create wealth? The effects of private equity and derivatives on corporate governance*; in *The University of Chicago Law Review*, 219-259
- 39) S. T. Bharath, A. K. Dittmar (2010); *Why do firms use private equity to opt out of public markets?*; in *The Review of Financial Studies*, 22(2), 1771-1818
- 40) S. T. Bharath, A. K. Dittmar, J. Sivadasan (2014); *Do going-private transactions affect plant efficiency and investment*; in *The Review of Financial Studies*, 27(7), 1929-1976
- 41) TUF: Testo Unico della Finanza
- 42) W. Kim, M. S. Weisbach (2008); *Motivations for public equity offers: an international perspective*; in *The Journal of Financial Economics*, 43, 131-148
- 43) Y. Amihud, H. Mendelson (1986); *Asset pricing and the bid-ask spread*; in *Journal of Financial Economics* 17(2), 223-249
- A. <https://www.aboutpharma.com/business-e-mercato/nutraceutica-le-tre-leve-per-la-competitivita/>
- B. <http://www.damodaran.com>
- C. <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/nutraceuticals-market>
- D. <https://labomar.com/labomar-research/tecnologie-e-brevetti/delivery-patents/>
- E. <https://orbis-r1.bvdinfo.com/version-20240325-7-0/Orbis>

- F. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/syntrating.html
<https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/web/guest/schede/agevolazioni/patent-box/cose-patent-box-impres>
- G. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/over-allotment.html>
- H. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/private-equity.html>
- I. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/partecipation-exemption.htm>
- J. https://www.milanofinanza.it/news/labomar-vola-del-20-nel-1-giorno-di-quotazione-sull-aim-202010051340487819?refresh_cens
- K. <https://www.sifweb.org/sif-magazine/articolo/cosa-sono-i-nutraceutici-a-cosa-servono-cosa-possono-fare-e-cosa-non-devono-fare-2021-01-30>
- L. <https://www.treccani.it/enciclopedia>