



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza aziendale

IL DELISTING NEL MERCATO ITALIANO,  
IL CASO TOD'S

Relatore:

Prof. Matteo Rossi

Candidata:

Chiara Belfiore - 265951

Anno accademico: 2023 – 2024

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>4</b>
<b>CAPITOLO I</b> .....	<b>6</b>
<b>CONTESTO: BORSA ITALIANA</b> .....	<b>6</b>
1.1 <i>Cos'è la borsa</i> .....	6
1.2 <i>Come funziona il mercato azionario</i> .....	7
1.3 <i>La storia</i> .....	8
1.4 <i>Le operazioni di Borsa</i> .....	9
1.5 <i>Perché quotarsi in Borsa</i> .....	10
1.6 <i>La IPO</i> .....	12
1.6.1 <i>Le fasi di una IPO</i> .....	13
1.6.2 <i>IPO e Direct listing a confronto</i> .....	14
1.7 <i>Le società quotate</i> .....	15
<b>CAPITOLO II</b> .....	<b>18</b>
<b>IL FENOMENO DEL DELISTING</b> .....	<b>18</b>
2.1 <i>Analisi della letteratura</i> .....	19
2.1.1 <i>Il Delisting dalle origini ad oggi</i> .....	23
2.2 <i>Il flusso di listing e delisting</i> .....	28
2.2.1 <i>Le cause del fenomeno</i> .....	31
2.2.2 <i>I rimedi</i> .....	32
2.3 <i>Perché uscire dalla Borsa</i> .....	32
<b>CAPITOLO III</b> .....	<b>35</b>
<b>IL CASO TOD'S</b> .....	<b>35</b>
3.1 <i>La storia</i> .....	37
3.2 <i>I recenti eventi del Gruppo TOD'S</i> .....	39
3.3 <i>I risultati del Gruppo TOD'S nel 2023</i> .....	40
3.4 <i>Il processo di delisting</i> .....	44
3.5 <i>Analisi del caso TOD'S</i> .....	48
<b>CONCLUSIONI</b> .....	<b>53</b>
<b>APPENDICE</b> .....	<b>55</b>
<b>BIBLIOGRAFIA e SITI CONSULTATI</b> .....	<b>56</b>



## INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, si è assistito all'affermarsi di un fenomeno sempre più rilevante all'interno del panorama economico e finanziario globale. Se in passato la ricerca nel campo della finanza aziendale era prevalentemente incentrata sulle dinamiche e sulle motivazioni che spingevano le imprese a quotarsi in borsa, l'ultimo ventennio ha visto emergere una netta inversione di rotta. Il numero di offerte pubbliche iniziali è progressivamente diminuito, mentre si è registrato un incremento significativo delle operazioni di *delisting*. Questo mutamento di tendenza riflette il crescente interesse delle imprese per modelli di gestione che offrono maggiore flessibilità e minori pressioni da parte degli investitori, portando molte aziende a rivalutare la permanenza nei mercati azionari regolamentati.

Malgrado la rilevanza che questo fenomeno assume nella gestione aziendale e l'incremento delle imprese che, nel XXI secolo, scelgono di ritirarsi dal mercato pubblico, il tema del *delisting* rimane poco esplorato, soprattutto nelle borse meno mature come quella italiana. Le ragioni di tale lacuna possono essere varie: da un lato, essa può essere legata alle dinamiche interne del mercato e al numero esiguo di società che intraprendono il percorso di quotazione e successivamente di *delisting*. Dall'altro lato, vi è ancora una certa resistenza nel considerare il *delisting* come una scelta strategica potenzialmente vantaggiosa: se da una parte l'IPO è motivo di prestigio per l'azienda, il *delisting* continua ad essere percepito come un evento problematico e carico di connotazioni negative, associato più a difficoltà che ad opportunità strategiche.

La presente tesi si articola in tre capitoli, ciascuno volto ad esplorare il fenomeno del *delisting*, con un focus specifico sul mercato italiano e il caso TOD'S.

In primo luogo, viene esplorato il funzionamento del mercato azionario italiano, descrivendo il processo di quotazione delle imprese attraverso l'offerta pubblica iniziale (IPO). Si fornisce una panoramica della Borsa Italiana e vengono discussi i vantaggi e le sfide che le aziende affrontano nel diventare pubbliche e nel mantenere la loro quotazione.

Il secondo capitolo si concentra sul fenomeno del *delisting*, ovvero il processo mediante il quale una società decide di ritirare le proprie azioni dal mercato pubblico. Se ne distinguono le principali tipologie, quindi *delisting* volontario e involontario, e si analizzano le motivazioni che spingono le aziende a prendere tale decisione.

Infine, la tesi approfondisce il caso di TOD'S, uno degli esempi più rilevanti di *delisting* volontario nel mercato italiano. Viene ripercorsa la storia dell'azienda e il ruolo cruciale della famiglia Della Valle nella sua leadership, con particolare attenzione al contesto che ha portato alla decisione di ritirare le azioni da Piazza Affari.

Questo caso offre una visione concreta di come il *delisting* possa essere utilizzato come strategia aziendale nel contesto del mercato italiano contemporaneo.

## CAPITOLO I

### CONTESTO: BORSA ITALIANA

Nell'epoca odierna il mercato azionario è spesso percepito come un luogo elitario, riservato ai più facoltosi. Di fatto, è un mercato come gli altri, dove però vengono negoziate quote di aziende.

Tempo addietro nessuno, se non i più abbienti e gli economisti, avrebbe mai pensato di investire in borsa. Oggi invece, quest'attività è alla portata di chiunque possieda uno smartphone; tuttavia, la facilità di accesso ai mercati finanziari non ne ha semplificato il funzionamento.

#### 1.1 Cos'è la borsa

La borsa valori è un mercato finanziario virtuale dove vengono negoziati asset di vario genere, tra cui azioni, obbligazioni, derivati e valute estere.

Da un lato ci sono gli acquirenti disposti a investire denaro per comprare titoli, dall'altro i venditori interessati ad ottenere denaro in cambio dei propri strumenti. Le due parti hanno attese dissimili: la prima spera che il titolo possa aumentare di valore, la seconda si aspetta che rimarrà stabile o diminuirà.

In questo modo domanda e offerta influiscono sul prezzo, lo scambio infatti avviene quando il prezzo di una proposta di vendita coincide con quello di una d'acquisto, fissando così la quotazione del titolo in quel momento.<sup>1</sup>

Solitamente in un bazar venditori e acquirenti contrattano direttamente. In borsa questo non accade. Coloro che vogliono acquistare o vendere titoli inoltrano i loro ordini tramite i cosiddetti *broker*, generalmente banche autorizzate dalla borsa a operare come intermediari. I partecipanti al mercato azionario possono essere sia investitori privati che istituzionali. Gli investitori privati sono individui che investono i propri soldi, solitamente con capitale inferiore rispetto agli investitori

---

<sup>1</sup> Fonte: <https://am.pictet.it/blog/articoli/guida-alla-finanza/cos-e-la-borsa-e-come-funziona-tutto-spiegato-in-10-punti>

istituzionali, come compagnie di assicurazione o società di fondi, che gestiscono il denaro di altri e operano con somme molto più consistenti.

La borsa valori è un mercato finanziario regolamentato, dove il termine “regolamentato” sta ad indicare che essa è riconosciuta espressamente dall'ordinamento ed è oggetto di autorizzazione a operare, nonché di regolamentazione in merito ai requisiti minimi che negoziazioni e operatori finanziari devono soddisfare.

Il mercato finanziario regolamentato italiano è gestito e vigilato dalla società Borsa Italiana S.p.A. e dalla CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa). Siccome è un mercato regolamentato, esso assume anche l'appellativo di *public market*, e si distingue dal *private market*, cioè dai mercati non regolamentati denominati anche OTC (*over the counter*), dove gli operatori in sedi differenti dispongono di un magazzino di titoli pronti ad acquistare e vendere a chiunque si faccia avanti e sia disposto ad accettare i loro prezzi.<sup>2</sup>

## 1.2 Come funziona il mercato azionario

L'andamento di un titolo è in parte prevedibile in quanto segue alcune leggi economiche; tuttavia, però dipende anche da molteplici fattori, come la situazione dell'emittente, il settore economico di riferimento, le tendenze del mercato, la situazione sociopolitica globale e locale, nonché da eventi imprevedibili. È evidente quanto sia complicato districarsi tra numerose informazioni, distinguere quelle affidabili, identificare quelle rilevanti e fare previsioni precise.<sup>3</sup>

Che sia in rialzo o in ribasso, la tendenza dei titoli non si modifica in un'unica variazione, ma piuttosto attraverso numerosi piccoli aggiustamenti. Maggiore è l'ampiezza di queste fluttuazioni, più alta è la volatilità.

---

<sup>2</sup> Fonte: Istituzioni e mercati finanziari, di Frederic S. Mishkin (autore) e Stanley G. Eakins (autore)

<sup>3</sup> Fonte: <https://www.bper.it/perche-sceglierci/magazine/articoli-guide/come-funziona-la-borsa>

Questo indice misura l'intensità delle variazioni nel prezzo di un'azione e funge da indicatore del rischio e dell'incertezza per gli investitori. La volatilità, dunque, rende il mercato dinamico, offrendo sia rischi che opportunità.<sup>4</sup>

Rischi e vantaggi sono due facce della stessa medaglia. La massima trasparenza dei prezzi rappresenta un vantaggio significativo, poiché consente a chiunque di acquistare o vendere i propri titoli velocemente e in qualsiasi momento. Tuttavia, ciò comporta anche un rischio: il prezzo corrente di un titolo non sempre riflette il vero valore dell'azienda nel lungo periodo. Infatti, il prezzo è determinato dalla domanda e dall'offerta, che possono essere influenzate dalla scarsità o dall'abbondanza di acquirenti e venditori. Spesso, si verificano crolli improvvisi dei prezzi anche senza cambiamenti significativi nei conti dell'azienda, seguiti magari da repentini recuperi.

### 1.3 La storia

Senza andare troppo lontano nel tempo poiché già nel codice di Hammurabi a Babilonia e con gli Etruschi, i Greci e i Romani si trovano tracce di mercati simili, si ritiene che la borsa sia nata in Belgio. Infatti, già nel 1300 nella città di Bruges esisteva un mercato di titoli dove banchieri e mercati italiani si incontravano con quelli della Lega Anseatica. I titoli scambiati all'epoca rappresentavano crediti o merci provenienti da paesi lontani e non fisicamente presenti. Per questo motivo, venivano stipulati contratti rappresentativi di merci che impiegavano diversi mesi ad arrivare.

Curiosamente, questo mercato aveva sede in un palazzo della famiglia Van De Borse, il cui stemma raffigurava tre borse e da qui derivò il termine "borsa" per indicare questo mercato.

La borsa di Bruges non era una vera e propria borsa valori come la intendiamo oggi. La prima vera borsa valori intesa in chiave moderna nacque sempre in Belgio

---

<sup>4</sup> Fonte: <https://www.raiffeisen.ch/rch/it/conoscenze/investire/come-funziona-la-borsa.html>



nel 1531, e questa data è riconosciuta ufficialmente come l'inizio della borsa moderna.

In Italia, la prima borsa fu fondata a Venezia nel 1600 seguita da altre in diverse città italiane. Col tempo, Milano assunse un ruolo sempre più predominante, fino a diventare la principale piazza di scambio del paese.

Ad oggi la Borsa Italiana è stata privatizzata ed è gestita dalla società Borsa Italiana S.p.A. ormai dal 1998. Opera in conformità del Testo Unico della Finanza (TUF) ed è situata nel cuore finanziario di Milano, dove è nota anche come Piazza Affari. Il suo scopo primario è organizzare i mercati e facilitare l'incontro tra domanda e offerta di strumenti finanziari, con l'obiettivo di rendere le operazioni di borsa efficienti e agevolare gli scambi sia nel mercato primario, attraverso le Offerte Pubbliche Iniziali (IPO), sia nel mercato secondario, dove avviene la negoziazione di titoli già emessi. Oltre a queste funzioni, Borsa Italiana assicura la trasparenza e l'efficienza del mercato, monitorando le transazioni, gli emittenti e gli operatori finanziari e intervenendo, se necessario, per garantire la stabilità finanziaria, sospendendo temporaneamente la quotazione dei titoli in situazioni di eccezionale volatilità.

Nel 2007 si è fusa con la Borsa di Londra, dando vita al *London Stock Exchange Group*. Nel 2020, è stata acquisita da Euronext, un consorzio internazionale che include Banca Intesa Sanpaolo e Cassa Depositi e Prestiti, e concorre a formare il più grande mercato finanziario pan-europeo dell'Eurozona.<sup>5</sup>

#### 1.4 Le operazioni di Borsa

Nel contesto dei mercati finanziari, le operazioni di Borsa svolgono un ruolo cruciale al fine del funzionamento dell'economia globale.

Gli investitori hanno a disposizione una vasta gamma di transazioni, tra cui l'acquisto e la vendita di azioni o altri strumenti, scambi di fondi comuni di

---

<sup>5</sup> Fonte: <https://www.moneyfarm.com/it/glossario-finanza/borsa-italiana/>

investimento. Ciononostante, il processo di quotazione che consente ad una società di accedere al mercato dei capitali assume una significativa rilevanza.

Decidere di quotarsi in borsa rappresenta una scelta strategica che coinvolge sia l'imprenditore e il team aziendale, sia gli *Advisor* esterni e che influisce su tutti gli aspetti della gestione ordinaria e sui rapporti con gli stakeholder. Il risultato dell'intero processo dipende non solo dalle caratteristiche e dal potenziale dell'azienda, ma anche dagli sforzi profusi nella fase preparatoria per ottimizzare i sistemi manageriali.<sup>6</sup>

### 1.5 Perché quotarsi in Borsa

Nel capitalismo moderno, la quotazione in Borsa rappresenta l'apoteosi di un disegno strategico imprenditoriale.

Formalmente, consente la compravendita di azioni a chiunque sia interessato, assicurando operazioni semplici, economiche e supportate da una previsione di elevata liquidità nel lungo termine.

L'ingresso in Borsa costituisce un momento di svolta per l'azienda, che da quel momento si trova sotto l'attenta osservazione degli investitori e la rigorosa vigilanza delle autorità preposte alla tutela del risparmio.

I benefici derivanti dalla quotazione in Borsa si possono sostanzialmente classificare in quattro categorie principali: vantaggi finanziari, operativi, strutturali e fiscali.

Una società quotata può avvalersi di un accesso diretto al mercato azionario per reperire capitali, interfacciandosi direttamente con gli investitori. In questo modo, potrà ovviare più efficacemente alle limitazioni finanziarie che solitamente gravano sulle aziende intenzionate ad investire.

La quotazione favorisce l'ampliamento della compagine sociale attraverso l'apporto di capitali da parte di investitori istituzionali, sia nazionali che esteri.

---

<sup>6</sup> Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>

In aggiunta, è ritenuta meno rischiosa dal momento che l'asimmetria informativa tende ad essere più contenuta, grazie alle informazioni destinate al mercato più accurate e regolari rispetto a quelle di una società non quotata. La minaccia di sanzioni da parte delle autorità contribuisce a contenere il rischio di azioni opportunistiche. Ciò influisce positivamente sia sul costo del capitale proprio sia sul capitale di debito, per via dell'accresciuto potere negoziale con le istituzioni bancarie.

Sotto l'aspetto operativo, la quotazione in Borsa si configura come un'azione di marketing, permettendo all'emittente di accrescere la propria notorietà e promuovere i suoi prodotti. Non sorprende, infatti, che molte aziende decidano di listarsi in mercati internazionali, strategicamente significativi per il loro business. Lo status di quotazione in Borsa, inoltre, può conferire un'immagine di solidità e credibilità che rassicuri eventuali clienti e fornitori.

Sul piano organizzativo, è risaputo che una società quotata è tenuta a implementare un solido sistema interno di controllo e gestione per garantire una trasparente comunicazione con l'esterno.

Da non sottovalutare, poi, il fatto che una società quotata può risultare più allettante per manager di talento, che per reputazione potrebbero prediligerla a concorrenti non quotati.

Da ultimo, tra i fattori che spingono alla quotazione potrebbero esserci anche sgravi fiscali. Diversi Paesi, comprendendo il valore economico della quotazione, hanno adottato misure agevolative nel tempo. Ad esempio, in Italia, in attuazione dei commi da 89 a 92 dell'articolo 1 della legge 27 dicembre 2017, n. 205 (legge di bilancio 2018) le PMI che decidono di quotarsi in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione potevano usufruire di un credito d'imposta pari al 50% delle spese di consulenza sostenute, fino a un massimo di 500.000 euro.

Con la legge di bilancio per l'anno 2022, legge 30 dicembre 2021, n. 234, art. 1 comma 46, la misura era stata prorogata al 31/12/2022 con parziale modifica delle

condizioni (la copertura dei costi, per la quotazione nella misura del 50% delle spese sostenute, era consentita sino ad un importo massimo di 200.000 euro).

Con la legge di bilancio per l'anno 2023, legge 29 dicembre 2022, n. 197, art. 1 comma 395, la misura è stata prorogata al 31/12/2023 con modifica delle condizioni: le PMI che inizino una procedura di ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione di uno Stato membro dell'Unione Europea o dello Spazio economico europeo e che ottengano l'ammissione alla quotazione, possono richiedere un credito d'imposta pari al 50% dei costi di consulenza sostenuti, fino a un massimo di 500.000 euro<sup>7</sup>.



Immagine 1 – I benefici della borsa

Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/quotarsi-in-borsa-italiana/quotarsi-in-borsa-italianavantaggi.htm#:~:text=I%20mercati%20azionari%20di%20Borsa,lo%20sviluppo%20e%20la%20crescita>

Si può dunque affermare che la quotazione in Borsa rappresenta un'opportunità vantaggiosa per le imprese, anche quelle di modeste dimensioni.

Tuttavia, negli ultimi anni le cronache hanno segnalato un comportamento avverso, registrando infatti un notevole aumento dei casi di *delisting*.

## 1.6 La IPO

Una IPO (*Initial Public Offering*), o Offerta Pubblica Iniziale, è il processo attraverso il quale una società privata decide di quotarsi in borsa per la prima volta.

<sup>7</sup> Fonte: <https://www.mimit.gov.it/it/incentivi/credito-d-imposta-per-le-spesse-di-consulenza-relative-alla-quotazione-delle-pmi#:~:text=Conseguentemente%2C%20come%20per%20gli%20anni,un%20massimo%20di%20500.000%20euro.>

Il motivo principale è quello di raccogliere capitale senza aumentare significativamente l'indebitamento. In questo modo, le imprese possono ottenere fondi aggiuntivi vendendo le loro azioni al pubblico e impiegando i ricavi per espandere le attività, finanziare le operazioni o estinguere i debiti. Oltre a ciò, una IPO può contribuire ad accrescere la notorietà delle aziende, facilitando così l'accesso a condizioni più vantaggiose da parte dei finanziatori.

Tuttavia, sebbene l'accesso alla borsa possa semplificare e rendere meno onerosa la raccolta di capitali, d'altra parte comporta anche delle complicazioni. Le società quotate, infatti, sono sottoposte a obblighi di trasparenza e comunicazione, ad esempio tramite la presentazione di report finanziari trimestrali e annuali. Inoltre, devono tener conto del parere degli azionisti e riferire loro in merito a operazioni di compravendita di azioni, vendita di beni aziendali e potenziali acquisizioni.

#### 1.6.1 Le fasi di una IPO

Come prima cosa è opportuno che la società stabilisca i propri obiettivi finanziari, quanto raccogliere tramite IPO, che tipologia di titoli offrire e il prezzo di quotazione iniziale.

Per accedere alla borsa, una società deve soddisfare una serie di requisiti di capitale e patrimonio, come aver depositato i bilanci degli ultimi tre esercizi, aver ricevuto un giudizio positivo dalla società di revisione.

Il processo di IPO prevede varie fasi:

- 1) predisporre un prospetto informativo contenente tutti gli elementi necessari agli investitori per crearsi un giudizio sulla solidità e sulle prospettive di crescita futura dell'impresa e anche sul rischio che tale investimento comporta;
- 2) organizzare incontri (*roadshow*) con potenziali investitori per presentare l'azienda e il suo valore e promuovere l'IPO;
- 3) determinare il prezzo dell'offerta iniziale e la quantità di azioni da emettere a seconda dell'interesse manifestato. È da precisare che il prezzo di

collocamento iniziale non è unico, ma rientra in un range all'interno del quale sarà il mercato a decidere quello che è il valore in base alle richieste ricevute.<sup>8</sup>



Immagine 2 - "The biggest IPO of all the time"

Fonte: Statista

### 1.6.2 IPO e Direct listing a confronto

La quotazione in borsa è attualmente considerata dalle imprese come il punto di partenza per una nuova fase di crescita, al fine di sfruttare le opportunità offerte da un mercato più ampio e diversificato.

Con questa prospettiva, le aziende sono alla costante ricerca di metodi più vantaggiosi e meno rischiosi per ottenere nuovi capitali da investire.

<sup>8</sup> Fonte: <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/ipo-significato/>

In quest'ottica, è emersa un'alternativa alla tradizione Offerta Pubblica Iniziale (IPO) per la sottoscrizione di azioni al pubblico: il *Direct Listing*.

Il *Direct listing* è un metodo di quotazione attraverso il quale le quote dell'azienda vengono convertite in azioni e quotate direttamente sui mercati finanziari.

Si tratta di un metodo simile alle IPO, con la sostanziale differenza che l'azienda che desidera quotarsi offre direttamente al pubblico l'opportunità di investimento, senza l'intervento di intermediari.

Inoltre, nella quotazione diretta la società non crea nuove azioni, di conseguenza non si realizza una raccolta di capitale esterno, ma bensì sono le azioni già presenti in circolazione ad essere offerte sul mercato ai potenziali investitori.

Il numero di azioni e il loro prezzo, a differenza delle IPO tradizionali, non sono predeterminati ma vengono definiti al momento dell'operazione in base alla quantità che gli investitori vorranno quotare sul mercato.

Il *Direct listing* è un processo preferito rispetto all'IPO dalle aziende che non dispongono delle risorse necessarie per coprire i costi dei servizi intermediari che supportano le Offerte Pubbliche Iniziali, e che magari non vorrebbero veder diluire il valore delle azioni già esistenti creandone di nuove.<sup>9</sup>

### 1.7 Le società quotate

Un'azienda è quotabile se si hanno progetti ambiziosi, realizzabili che generano crescita sostenibile e ritorni a potenziali investitori.

Sul mercato si quotano start-up, piccole medie imprese e leader globali, imprese di ogni settore dell'economia, industriali, di servizi, finanziarie e un crescente numero di imprese innovative. Si quotano aziende che desiderano effettuare un aumento del capitale o che hanno l'obiettivo di liquidare i soci preesistenti, aziende che hanno già aperto il proprio capitale ad altri soci, come una *private-*

---

<sup>9</sup> Fonte: <https://investimi.com/direct-listing-come-funziona/>

*equity* o *venture capital*, aziende che hanno utilizzato piattaforme di *crowdfunding* e che per la prima volta fanno accedere investitori finanziari.

Si quotano aziende che hanno nel proprio DNA i valori della borsa o hanno imparato a conoscerla e hanno approcciato la decisione di investimenti e sistemi manageriali con gradualità.

In questi casi, il capitale aziendale non è formato esclusivamente dalle somme versate dai soci, ma viene anche incrementato dagli investimenti compiuti sul mercato. Tali società, nello specifico, emettono titoli per gli investitori e sono soggette a vigilanza da parte degli organismi di controllo. Le società quotate, infatti, divulgano con trasparenza tutte le informazioni relative al fatturato, alle prestazioni economiche e finanziarie e alla loro situazione patrimoniale.

Investire in grandi imprese può essere molto redditizio nel tempo, in quanto consente di ottenere profitti rivendendo le azioni in un momento opportuno. Negli ultimi tempi, si tende a puntare su aziende che operano nel campo della sostenibilità ambientale e dell'innovazione tecnologica e digitale<sup>10</sup>.

Lusso, energia, tecnologia e beni di consumo sono settori da monitorare. Le società quotate in questi mercati potrebbero essere tra le più promettenti per gli investitori nel 2024. Tra queste troviamo Ferrari, Eni ed Enel, leader nella classifica delle azioni italiane per capitalizzazione di mercato.

La maggior parte degli investitori tende a detenere azioni di società ad elevata capitalizzazione, cioè aziende con un valore di mercato di almeno 10 miliardi di euro. Il loro principale punto di forza è la maggior sicurezza e la minor rischiosità, dovute alla stabilità dell'impresa e alle significative fonti di reddito. D'altro canto, però, queste azioni hanno un potenziale di crescita limitato, risultando meno adatte per chi è alla ricerca di investimenti con elevato margine di sviluppo.

Le seguenti azioni appartengono alle aziende più grandi e capitalizzate di Borsa Italiana, ovvero società solide e ben affermate, con una comprovata storia di crescita e redditività.

---

<sup>10</sup> Fonte: <https://fiscomania.com/societa-quotate/>



1. Ferrari	72,7 miliardi €
2. Enel	63,7 miliardi €
3. Intesa Sanpaolo	60,5 miliardi €
4. Unicredit	61,2 miliardi €
5. Eni	45,2 miliardi €
6. Stellantis	42,7 miliardi €
7. Generali Ass	34,2 miliardi €
8. STMicroelectronics	23,8 miliardi €
9. Prysmian	16,3 miliardi €
10. Tenaris	14,5 miliardi €
<i>Dati aggiornati al 05/08/2024. Fonte: Borsa Italiana</i>	

Tabella 1 - "I primi 10 titoli azionari della Borsa Milano per capitalizzazione di mercato"

Fonte: <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/le-migliori-azioni-italiane-per-investire-in-borsa/#:~:text=Lusso%2C%20energia%2C%20tecnologia%20e%20beni,italiane%20per%20capitalizzazione%20di%20mercato.>

Per avere una panoramica completa di tutti i titoli quotati in borsa, è possibile consultare il seguente link:

[https://mercati.ilsole24ore.com/azioni/classifiche/capitalizzazione-piazza-affari?refresh\\_ce&nof](https://mercati.ilsole24ore.com/azioni/classifiche/capitalizzazione-piazza-affari?refresh_ce&nof).

Dello stesso, si allega un estratto:

	Titolo	Raccomandazioni (**)	MLN €
14	<b>Moncler</b>	BUY	<b>14424</b>
15	<b>Mediobanca</b>	HOLD	<b>12474</b>
16	<b>Leonardo</b>	BUY	<b>12023</b>
17	<b>Recordati</b>	HOLD	<b>10900</b>
18	<b>Inwit</b>	BUY	<b>10433</b>
19	<b>Campari</b>	BUY	<b>9910</b>
20	<b>FinecoBank</b>	BUY	<b>9440</b>
21	<b>Banco BPM</b>	HOLD	<b>9017</b>
22	<b>Banca Mediolanum</b>	SBUY	<b>8140</b>
23	<b>Nexi</b>	BUY	<b>8118</b>
24	<b>Bper Banca</b>	BUY	<b>6919</b>
25	<b>Unipol</b>	BUY	<b>6858</b>
26	<b>Buzzi</b>	BUY	<b>6711</b>
27	<b>Amplifon</b>	BUY	<b>6369</b>
28	<b>A2A</b>	BUY	<b>6350</b>
29	<b>Monte Paschi Si</b>	BUY	<b>6286</b>
30	<b>B. Cucinelli</b>	BUY	<b>6068</b>
31	<b>Diasorin</b>	HOLD	<b>5715</b>
32	<b>Pirelli &amp; C.</b>	BUY	<b>5464</b>
33	<b>Hera</b>	BUY	<b>5224</b>
34	<b>Reply</b>	BUY	<b>5122</b>
35	<b>Telecom Italia ( ex Olivetti )</b>		<b>5101</b>
	Ordinarie	BUY	<b>3555</b>
	Risparmio n.c.	-	<b>1546</b>
36	<b>B. Generali</b>	HOLD	<b>4645</b>
37	<b>Technoprobe</b>	HOLD	<b>4488</b>
38	<b>De' Longhi</b>	BUY	<b>4168</b>
39	<b>Interpump</b>	BUY	<b>4141</b>
40	<b>Italgas</b>	BUY	<b>4126</b>
41	<b>Saipem</b>		<b>3817</b>
	Ordinarie	BUY	<b>3817</b>
	Ordinarie	-	
43	<b>Erg</b>	HOLD	<b>3593</b>

Negli ultimi anni, le cronache economiche e finanziarie hanno documentato un aumento significativo del numero di società che, per diverse ragioni e in seguito a varie vicende aziendali, hanno ritirato i propri titoli dai mercati azionari (cd. *Delisting*).

Il termine *Delisting* deriva da “*listing*” che sta ad indicare l’esatto opposto, ovvero l’ingresso di un titolo nel mercato borsistico.

Con il concetto di *delisting*, invece, si fa riferimento al processo attraverso il quale una società, precedentemente quotata, abbandona volontariamente o viene rimossa definitivamente dal listino della Borsa valori in cui le sue azioni sono scambiate e, di conseguenza, i suoi titoli non saranno più oggetto di negoziazione in quel mercato.

In senso ampio si può quindi definire il *delisting* come il risultato di un insieme di azioni che porta alla revoca definitiva di un titolo azionario dalla quotazione.<sup>11</sup>

## 2.1 Analisi della letteratura

L’esiguo numero di imprese quotate nel mercato regolamentato italiano e la conseguente scarsità dei casi di *delisting* registrati spiegano la carenza di studi e di lavori di ricerca sul tema in ambito nazionale.

Le principali motivazioni dietro la crescente diffusione del fenomeno sono riconducibili agli eventi macroeconomici negativi verificatisi dopo gli anni 2000, come il crollo della bolla speculativa delle dot.com<sup>12</sup> e la crisi finanziaria del 2007<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> Fonte: [https://univda.unitesi.cineca.it/retrieve/734aa0e9-26b8-45bf-b76a-eb6d5385e190/Tesi\\_Michielin\\_Serena.pdf](https://univda.unitesi.cineca.it/retrieve/734aa0e9-26b8-45bf-b76a-eb6d5385e190/Tesi_Michielin_Serena.pdf)

<sup>12</sup> Le dot.com sono aziende operanti nel settore Internet o, più in generale, nel settore informatico, così definite dal suffisso ‘.com’ dei siti attraverso i quali tipicamente operavano. Esse hanno sperimentato un sorprendente sviluppo durante gli anni della New Economy, che ha alimentato le aspettative di futuri e continui aumenti del valore dei titoli emessi dalle aziende del comparto. Inaspettatamente, a marzo 2000, i bilanci pubblicati da diverse aziende mostrarono risultati deludenti, fornendo evidenza che l’investimento nelle società del comparto poteva rivelarsi non profittevole. (<https://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom>)

<sup>13</sup> La crisi finanziaria dei mutui *subprime* ha avuto inizio negli Stati Uniti nel 2006. I presupposti della crisi risalgono al 2003, quando cominciò ad aumentare in modo significativo l’erogazione di mutui ad alto rischio, ossia a clienti che in condizioni normali non avrebbero ottenuto credito poiché non sarebbero

Il fenomeno del *delisting* si caratterizza per una notevole complessità e differenziazione: la rimozione dalla quotazione può derivare da numerosi scenari e operazioni, ognuna con aspetti peculiari riguardanti le cause, i soggetti coinvolti e le strategie adottate. Questi fattori, combinati diversamente, producono impatti differenti sull'economia dell'azienda delistata e i suoi rapporti con gli stakeholder.

Al fine di far luce sulle diverse procedure di rimozione dal mercato borsistico, il presente paragrafo esaminerà le principali categorie di *delisting* individuate attraverso l'analisi della letteratura pertinente.

Nonostante la complessità e la varietà del fenomeno, è possibile individuare due principali macro-categorie del *delisting*, a seconda che l'esclusione dal listino sia il risultato di un'iniziativa del gestore del mercato o sia conseguente a circostanze societarie legate, direttamente o indirettamente, a una decisione della società emittente stessa.

Si riconducono alla prima categoria le situazioni in cui la cessazione della quotazione, a seguito del verificarsi di determinati presupposti, dipenda da una disposizione unilaterale dell'autorità di mercato (ad esempio Borsa Italiana), senza tener conto della volontà dell'emittente o di soggetti terzi.

Accanto a queste forme di *delisting*, che prendono il nome di “*delisting* involontario”, si annoverano i casi di *delisting* attuati su iniziativa dell'emittente (cd. *Delisting* volontario diretto o *delisting* puro); o conseguenti a ulteriori e disparate operazioni aziendali, quali offerte pubbliche di acquisto finalizzate al

---

stati in grado di fornire sufficienti garanzie (<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>).

delisting<sup>14</sup> o fusioni per incorporazione dell'emittente in soggetti giuridici non quotati<sup>15</sup> (cd. *Delisting* volontario indiretto)<sup>16</sup>.

Le principali fattispecie di *delisting* involontario sono due: estinzione della società quotata per liquidazione o fallimento, o nella maggior parte dei casi, la mancata conformità ai requisiti regolamentari che ciascuna società è tenuta a rispettare per mantenere la propria posizione nel listino di borsa.

Tale configurazione di *delisting* è prevalentemente usuale nelle Borse anglosassoni, e in particolare in quelle statunitensi, dove la legislazione in vigore è assai rigida e impone criteri stringenti che le aziende devono soddisfare al fine di garantirsi lo status di impresa quotata.

Il *delisting* volontario, invece, avviene in seguito alla decisione del management e dei proprietari dell'impresa, di ritirare la società dal mercato, optando in questo modo per la cessazione della quotazione in Borsa.

Questa tipologia predomina significativamente nei mercati dell'Europa continentale, contraddistinti da regolamentazioni meno inamovibili rispetto a quelle inglesi.

Martinez e Serve (2017), due autori di studi accademici nell'ambito della finanza e dell'economia che hanno contribuito alla letteratura sul tema del *delisting*,

---

<sup>14</sup> Una offerta pubblica di acquisto ("Opa" o "Offerta") è una sollecitazione al disinvestimento per cui un soggetto (ad esempio una banca, una società o un fondo di investimento) propone al pubblico di acquistare determinati prodotti finanziari (ad esempio azioni, obbligazioni, quote di fondi comuni di investimento) ad un certo prezzo. Una Offerta può avere ad oggetto titoli quotati in mercati regolamentati, titoli non quotati, titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante (<https://www.consob.it/web/investor-education/in-caso-di-offerta-pubblica-di-acquisto>).

<sup>15</sup> Si ha una fusione quando due o più società si uniscono per dar vita ad un'unica società, risultante delle prime, a titolo universale e a tutti i diritti e gli obblighi che ne derivano. Le fusioni possono essere di due tipi: per unione o propriamente detta, dove due società che si fondono danno vita ad una nuova società; Per incorporazione, dove per effetto della fusione, un'azienda ne incorpora un'altra, risultando quindi, più grande. I soci dell'azienda incorporante non subiscono alcun mutamento in termini di azioni, mentre i soci dell'azienda incorporata vedono annullate le loro azioni per via della fusione e ottengono dalla prima delle azioni a seguito di un aumento di capitale. (Fonte personale).

<sup>16</sup> Fonte: <https://www.dirittobancario.it/art/il-delisting-per-volonta-dellemittente-il-fenomeno-del-delisting-puro/>

sostengono che il *delisting* volontario può essere a sua volta scisso in sottocategorie: “*delisting with no subsequent trading*” e “*delisting with subsequent trading*”.

La prima di queste include qualsiasi attività mirata a rimuovere la società quotata dal mercato; per menzionare queste operazioni, la letteratura utilizza due espressioni anglosassoni: “*Public to Private Transaction*” (PTP)<sup>17</sup> e “*Going Private Transaction*” (GPT)<sup>18</sup>.

Le *Going Private Transaction* possono essere implementate attraverso differenti approcci, nei quali il *delisting* risulta essere un effetto collaterale di un’operazione distinta, la quale ha un obiettivo principale diverso.

Esse possono realizzarsi come conseguenza naturale a seguito di un’acquisizione, di una fusione con una società non quotata o di un’Offerta Pubblica di Acquisto (OPA).

La seconda categoria, denominata “*delisting with subsequent trading*”, raggruppa tutte le operazioni che comportano il ritiro di una società da un mercato regolamentato, le cui azioni però, continuano ad essere oggetto di scambio in un mercato alternativo, estero o non regolamentato. Dunque, la decisione di abbandonare il mercato azionario non comporta obbligatoriamente la cessazione della negoziazione delle azioni della società.

Rientrano in questa branca il *cross-delisting*<sup>19</sup> e il *going dark*<sup>20</sup> (o *deregistration*).

---

<sup>17</sup> Si tratta di un’offerta per una società quotata generalmente proveniente da una società non quotata di nuova costituzione. Questo tipo di transazione è talvolta chiamato P2P, PTP o take-private perché le azioni del target vengono rese di proprietà privata ([https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-107-7568?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-107-7568?transitionType=Default&contextData=(sc.Default))).

<sup>18</sup> Nelle transazioni di going private si compra l’azienda quotata in borsa, la si ritira dal mercato per migliorarla e ottimizzarne i processi per poi rivenderla, ristrutturata, privatamente (<https://www.tim-management.com/private-equity-e-finanza-aziendale/>).

<sup>19</sup> Il cross-listing si verifica quando una società in un paese viene quotata in più di una borsa o sul mercato di un altro paese. Un’azienda in genere mira a diventare cross-listed per accedere a più capitale di quello disponibile in una borsa o se la mossa faceva parte del suo piano di crescita strategico (<https://www.investopedia.com/terms/c/cross-listing.asp>).

<sup>20</sup> “Going dark” si riferisce al processo di delisting volontario delle azioni di una società pubblica da una borsa valori nazionale o da un sistema di quotazione inter-dealer, e successivamente di deregistrazione delle azioni ai sensi della legge sulla borsa, sospendendo o cessando così gli obblighi di segnalazione

Con *cross-delisting* si intende il processo attraverso il quale una società, listata su più borse, opta per il ritiro da alcune di esse per concentrarsi su uno specifico mercato, solitamente quello contraddistinto da requisiti regolamentari più flessibili e con criteri di quotazione meno restrittivi.

Il *going dark*, invece, si riferisce alla decisione volontaria di una società di uscire dalla Borsa, proseguendo al contempo il *trading* delle sue azioni su mercati non regolamentati, che prendono il nome di mercati *Over The Counter* (OTC)<sup>21</sup>.

Gli OTC sono mercati privati e non regolati che consentono la negoziazione e l'acquisto di strumenti finanziari non presenti nei listini della Borsa ufficiale.

In conclusione, le operazioni di "*delisting with no subsequent trading*" differiscono dal *going dark* e il *cross-delisting*, in quanto tramite le prime la società decide di interrompere la negoziazione delle sue azioni con il pubblico, mentre con le seconde l'azienda abbandona i mercati regolamentati per continuare a scambiare i propri titoli sui mercati OTC.

### 2.1.1 Il *Delisting* dalle origini ad oggi

Sebbene il *delisting* rappresenti un argomento ampiamente dibattuto al giorno d'oggi, non è un fenomeno recente, ma affonda le sue origini nel passato.

---

pubblica della società ai sensi della legge sulla borsa. "Going dark" non deve essere confuso con una transazione "going private". Una transazione privata comporta generalmente l'incasso di tutte o una parte sostanziale delle azioni pubbliche di una società in modo che questa diventi idonea a delistare e cancellare le sue azioni ai sensi della legge sui cambi. Può assumere molte forme e può comportare una fusione, un'offerta di gara o una divisione inversa delle azioni della società. "Going dark", d'altra parte, può essere realizzato senza un voto degli azionisti o un qualsiasi incasso di questi ultimi. Mentre alcune aziende che scelgono di delistare e "andare all'oscuro" hanno considerato la possibilità di fornire agli azionisti una possibilità di compenso, come un'offerta di gara o un programma di riacquisto di azioni, in pratica questo non si realizza mai perché le aziende che "diventano buie" raramente hanno risorse di denaro sufficienti per fare un'offerta di acquisto significativa (<https://www.dorsey.com/newsresources/publications/2009/03/going-dark--voluntary-delisting-and-deregistrati>).

<sup>21</sup> Un Mercato Mobiliare non Regolamentato (Over the Counter, OTC) è un luogo, fisico o virtuale, in cui gli operatori si incontrano al fine di collocare, scambiare o rimborsare valori mobiliari. L'assenza di regolamentazione riguarda il fatto che il funzionamento di tale mercato, i titoli e gli operatori ammessi non sono assoggettati alla disciplina specifica e alla autorizzazione delle Autorità di Vigilanza in materia di Mercati Regolamentati e non sono iscritti nell'apposito albo. In generale i titoli trattati in un mercato OTC sono meno liquidi rispetto a quelli trattati sui mercati ufficiali. (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-over-the-counter.html>).

Il *going private*, infatti, è apparso per la prima volta negli Stati Uniti negli anni '70, diventando però consuetudine tanto negli USA quanto in Europa solo a partire dagli anni '90.

Da quel momento in poi, il fenomeno ha conosciuto due momenti di grande rilievo storico, noti come “*ondate di delisting*” per la loro estensione.

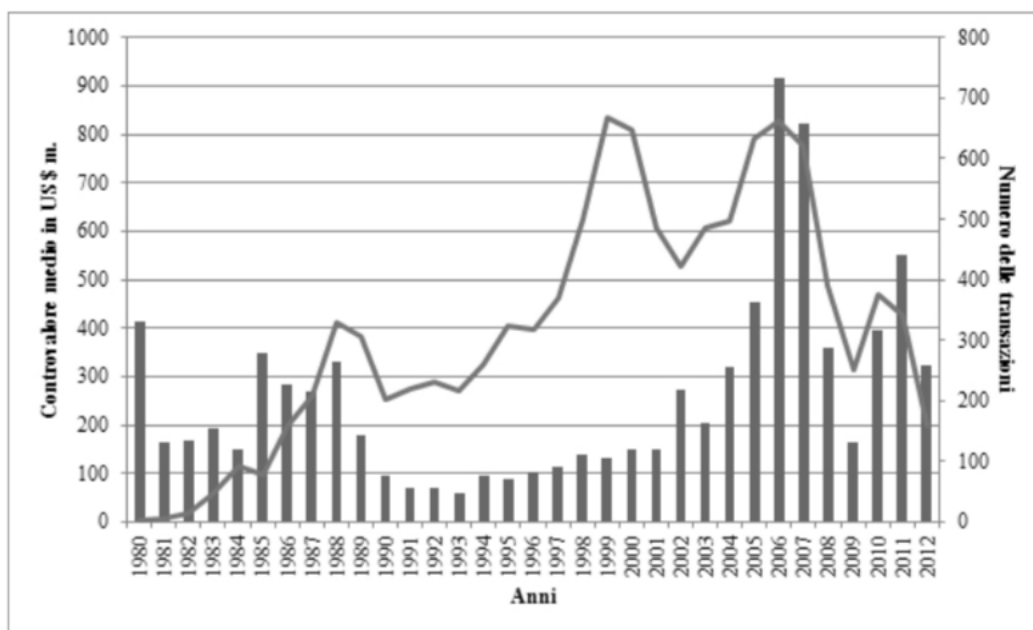


Grafico 1 – Delisting waves

Fonte: [https://univda.unitesi.cineca.it/retrieve/734aa0e9-26b8-45bf-b76a-eb6d5385e190/Tesi\\_Michielin\\_Serena.pdf](https://univda.unitesi.cineca.it/retrieve/734aa0e9-26b8-45bf-b76a-eb6d5385e190/Tesi_Michielin_Serena.pdf)

Come illustrato nel grafico, il trend dei *delisting* si può scomporre in due principali ondate: la prima ha origine nel 1980 e si conclude con la crisi dei *junk bond*<sup>22</sup> nel 1989; la seconda prende avvio alla fine degli anni '90 e termina con l'inizio della crisi finanziaria del 2008.

Dopo il 2008, l'andamento del fenomeno è stato piuttosto regolare, privo di variazioni significative tali da essere classificate come “ondate”.

<sup>22</sup> Le obbligazioni spazzatura, denominate anche *junk bond*, sono titoli obbligazionari emessi da società ad alto rischio di insolvenza e che incorporano un elevato rendimento atteso. Hanno un rating inferiore a Baa (per Moody's) oppure BBB (per Standard and Poor's) e vengono classificate come "speculative grade bond" (obbligazioni speculative) (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/junk-bond.html>).



Le due principali ondate di *delisting* nella storia differiscono notevolmente tra loro, sia in termini di mercati coinvolti, sia per le ragioni sottostanti le transazioni che hanno interessato aziende dai profili pressoché opposti.

Durante la prima ondata, gli Stati Uniti sono stati il principale epicentro; tra il 1982 e il 1989, il 57% delle aziende americane quotate sono state oggetto di acquisizioni, per lo più ostili, o di *restructuring*<sup>23</sup>. Le società coinvolte condividevano tre caratteristiche distintive: erano grandi *corporation* mature, con significativi flussi di cassa e limitate opportunità di crescita.

Le transazioni erano principalmente motivate dalla necessità di ridurre i costi di agenzia<sup>24</sup>, derivanti dalla discrepanza di interessi tra proprietà e controllo, particolarmente ingenti nelle aziende con una vasta partecipazione pubblica, dove è presente una marcata separazione tra il management e la proprietà.

Diversamente, nelle aziende con azionariato ristretto o chiuso, gli azionisti riescono a monitorare più efficacemente l'operato dei manager, riducendo significativamente o azzerando i costi di agenzia.

Durante i primi anni '80, i costi di agenzia erano diventati insostenibili, in un contesto storico in cui era cruciale una gestione ottimale delle risorse e un focus maggiore sul *core business*, per fronteggiare la crescente competizione globale e l'evoluzione tecnologica.

Dunque, le operazioni di *going private* negli anni '80 miravano a valorizzare i flussi di cassa disponibili per ristrutturare le aziende e rafforzare la loro competitività, tramite la riduzione delle spese, una maggiore concentrazione sulle principali attività, la cessione di asset non strategici e il ridimensionamento dei conglomerati complessi.

---

<sup>23</sup> La ristrutturazione è un'azione intrapresa da un'azienda per modificare in modo significativo gli aspetti finanziari e operativi dell'azienda, di solito quando sta affrontando pressioni finanziarie. La ristrutturazione è un tipo di azione aziendale che comporta la modifica significativa del debito, delle operazioni o della struttura di un'azienda come un modo per limitare il danno finanziario e migliorare l'attività (<https://www.investopedia.com/terms/r/restructuring.asp>).

<sup>24</sup> I costi di agenzia sorgono quando i manager non cercano di massimizzare il valore dell'impresa e gli azionisti devono sostenere costi per controllare e influenzare i loro comportamenti. Quindi in questi casi si ha un conflitto di interessi tra proprietà e controllo (Fonte personale).

Il *delisting* rende più agevole il raggiungimento di questi obiettivi, poiché offre la possibilità di eseguire tagli senza la pressione del mercato azionario e dei suoi obblighi informativi.

Nel corso degli anni '80, il principale strumento utilizzato per le transazioni PTP è stato il *Leverage Buy Out* (LBO)<sup>25</sup>. Questa operazione prevede la costituzione *ad hoc* di una società non quotata con l'intento di acquisirne una quotata, eliminandola dal mercato, mediante prestiti sostanziosi garantiti dagli asset della società acquisita, che successivamente si fonde con essa per incorporazione.

Durante quegli anni, il mercato degli LBO fu incentivato dall'entrata dei *junk bond*, ovvero obbligazioni ad alto rischio utilizzate per finanziare le acquisizioni. La loro successiva crisi determinò, poi, la fine della prima ondata di *delisting*.

Dopo un calo della tendenza al *delisting* fino alla fine degli anni '90, è seguita una seconda ondata che ha coinvolto sia gli Stati Uniti che l'Europa. Tuttavia, il fenomeno ha avuto un impatto meno significativo nell'Europa continentale rispetto al Regno Unito, sia per il numero di transazioni che per la loro portata.

Diverse teorie sono state avanzate per spiegare questa disparità. Principalmente, ciò è attribuibile al fatto che, in questi mercati, il fenomeno è emerso in ritardo rispetto alle borse anglosassoni, che l'hanno già sperimentato durante la prima ondata.

Inoltre, un motivo aggiuntivo sta nel fatto che in Europa le società di *private equity*<sup>26</sup> sono meno inclini ad affrontare un processo di *delisting*, considerato rischioso e oneroso.

---

<sup>25</sup> Il leveraged buy out nasce come un'operazione con cui una società ne acquista un'altra ricorrendo al debito. Quindi, fondamentalmente, alla fine dell'operazione il pagamento della società acquistata viene effettuato attraverso la cassa dell'acquisita. Si compone di varie fasi:

1. Costituzione di una società ad hoc (c.d. newco) che effettuerà l'operazione di LBO
2. Ricorso a prestiti da terzi (investitori privati ed istituzionali)
3. Acquisto del patrimonio (asset based transaction) o delle azioni (stock based transaction) della società target tramite indebitamento;
4. Fusione per incorporazione della società target nella società newco (forward merger) o viceversa (reverse merger);
5. Restituzione del debito mediante la vendita degli asset e/o il cash flow generato dalla società target (Fonte personale).

<sup>26</sup> Il private equity è una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita (high grow companies) effettuata prevalentemente da investitori

Da ultimo, anche le questioni legali hanno un impatto rilevante: nel Regno Unito, le regolamentazioni legali e fiscali tendono a supportare maggiormente le operazioni di LBO, rendendo più agevole la loro attuazione rispetto all'Europa.

La seconda ondata, collocabile nel decennio antecedente la crisi finanziaria (1997-2007), differisce notevolmente dalla prima.

In particolare, il fenomeno del *delisting* non rimane confinato ai soli mercati anglosassoni, ma si estende rapidamente anche all'Europa continentale.

In aggiunta, il profilo delle imprese che adottano il *going private* durante questa seconda fase, evidenzia un contrasto notevole rispetto a quelle della prima fase: queste sono generalmente imprese emergenti, con azionariato concentrato, di modeste dimensioni, dotate di scarse risorse disponibili e di ampie possibilità di sviluppo futuro.

Tali società sono destinate ad affrontare notevoli sfide al fine di catturare l'attenzione degli investitori, specialmente quelli istituzionali. Questa mancanza di attrattiva può essere attribuita alla limitata visibilità delle aziende di dimensioni ridotte e alla crescente riluttanza degli investitori istituzionali a mantenere partecipazioni azionarie ingenti per periodi prolungati.

L'entità elevata dei costi per mantenere il titolo in borsa, unita alla mancanza di benefici tangibili, rende la scelta del *going private* una strategia giustificabile.

La sottovalutazione dei titoli percepita dal *management*, causata dal disinteresse da parte degli investitori, si rivela, quindi, una delle motivazioni portanti alla base delle transazioni che hanno condotto al ritiro delle società dalla borsa durante la seconda ondata.

---

istituzionali con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa. fondamentale è l'apporto professionale dello stesso investitore nell'attività della società, di fatto questi partecipa alle decisioni strategiche dell'impresa apportando le proprie conoscenze ed esperienze professionali lasciando all'imprenditore e al management la gestione operativa. Se la società in cui si è investito ha successo, l'uscita dell'investitore istituzionale si ha quando la società ha raggiunto lo sviluppo previsto. Nel caso di insuccesso l'investitore abbandona quando si rende conto che non è più possibile risolvere la situazione di crisi (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/private-equity.html>).

La teoria del “*cold and hot market*”, proposta da Helwege e Liang (2004)<sup>27</sup>, spiega come le ondate di *delisting* si manifestino in base alle condizioni di mercato. Gli studiosi osservano che in un mercato in espansione (*hot market*) si verificano più IPO, mentre in un mercato in contrazione (*cold market*) aumentano i casi di *delisting*.

In sintesi, questa teoria postula che, in un contesto di crescita economica, le imprese si aspettano flussi di cassa più generosi e, favorite dall’aumento di fiducia da parte degli investitori, sono maggiormente incentivate a realizzare IPO.

Al contrario, la proliferazione di *delisting* che caratterizza le fasi di crisi ed incertezza può essere ricondotta al fatto che, durante tali periodi, si verifica una compressione dei prezzi e una sottovalutazione sistematica dei titoli azionari che spinge le società a ritirarsi dai listini.

## 2.2 Il flusso di *listing* e *delisting*

Osservando i flussi di entrata e uscita, emerge chiaramente che il *delisting* è un fenomeno consolidato. Come illustrato da “Quaderni di ricerca Intermonte”, negli ultimi due decenni (01-21) si sono contate 448 nuove ammissioni a Piazza Affari, mentre 336 sono le società ritiratesi, di cui 268 sul mercato principale, che ha acquisito “solo” 185 titoli. Nel frattempo, sul mercato non regolamentato sono approdate 263 nuove imprese rispetto alle 68 che ne sono uscite.

Le rimozioni dal listino sono avvenute per ragioni piuttosto eterogenee che non sempre si riconducono ad una “disaffezione” dal mercato. Tra i principali motivi si annoverano la cessazione dell’attività di impresa, il mancato rispetto dei requisiti normativi, l’acquisizione da parte di entità esterne, le fusioni interne tra società appartenenti allo stesso gruppo, le *business combination* effettuate da SPAC<sup>28</sup> e il ritiro volontario.

---

<sup>27</sup> Fonte: <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis/article/abs/initial-public-offerings-in-hot-and-cold-markets/B3B56357D7A81CB449531485ACD6A10D>

<sup>28</sup> La SPAC, *Special Purpose Acquisition Company*, è un veicolo di investimento, costituito da un team di promotori al fine di raccogliere capitali sul mercato attraverso la quotazione in Borsa (<http://www.innovaitaly1.it/cosa-e-una-spac/>).

Tra le conseguenze negative del *delisting* vi è la rilevante diminuzione della capitalizzazione di Piazza Affari, che negli ultimi cinque anni ha subito una perdita di oltre 55 miliardi di euro, compromettendo quasi un quarto dell'incremento registrato dai corsi azionari nello stesso periodo.

Aumenta quindi, il rischio che la Borsa Italiana si riduca sempre più a un palcoscenico per aziende di dimensioni contenute, visto che attualmente conta solo cinque delle 500 maggiori società mondiali, ovvero Assicurazioni Generali, Enel, Eni, Intesa Sanpaolo e Poste.

Al contempo, le cifre relative alle altre principali piazze finanziarie internazionali non rivelano rendimenti più incoraggianti.

Infatti, nel 2001 a New York erano quotate 5.685 società, ad oggi sono scese a 2.400; a Londra da 2.355 si è passati a 1.654; a Francoforte da 867 a 630; a Parigi da 983 a 737. Con un calo medio del -28%.

Analizzando le performance operative delle imprese che si sono quotate negli ultimi dieci anni, emerge un trend positivo nel volume d'affari sia nel periodo antecedente sia in quello successivo alla quotazione. Il tasso medio annuo di crescita composto dei ricavi nel periodo considerato risulta essere pari al +12,0% per le società del listino principale e al +23,3% per quelle dell'EGM<sup>29</sup>.

Per quanto riguarda la marginalità operativa (EBITDA/ricavi), essa rimane stabile per le società del mercato regolamentato, mentre nel caso dell'EGM si osserva un andamento sinusoidale, con una fase di espansione seguita da un calo.

L'indagine sui *delisting*, riferita all'ultimo decennio e al numero di uscite di borsa, ha classificato gli emittenti ritirati in quattro distinte categorie omogenee:

- 1) Le "sconfitte": questo segmento include le aziende che sono state delistate più per necessità che per scelta, a causa della cessazione delle attività o della mancanza di requisiti essenziali; queste società, che spesso hanno subito crisi profonde come fallimenti, amministrazioni

---

<sup>29</sup> Euronext Growth Milan è dedicato alle PMI dinamiche e competitive, in cerca di capitali per finanziare la crescita. Offre un percorso semplificato alla quotazione, rispetto al mercato Euronext Milan, requisiti minimi di accesso e adempimenti calibrati sulle PMI.

straordinarie o gravi problemi finanziari, hanno presentato risultati operativi e di mercato decisamente negativi prima del *delisting*.

- 2) Le “prede”: all’interno di questo gruppo rientrano le aziende che sono state acquisite da entità esterne; tali società, prima dell’operazione, si distinguevano per una crescita significativa del fatturato e per una marginalità in espansione; i loro rendimenti medi, sia assoluti che relativi all’indice di mercato, erano particolarmente elevati prima dell’uscita dalla Borsa.
- 3) Le “ristrutturande”: le imprese in questione sono state delistate per motivi legati a un processo di riassetto interno; tali operazioni non sono strettamente connesse alla loro performance finanziaria, e nonostante la cancellazione, le aziende rimangono comunque integrate in un gruppo ancora quotato.
- 4) Le “pentite”: un cluster significativo di aziende, in cui la decisione di ritiro della quotazione è stata una scelta strategica dei controllanti, maturata attraverso considerazioni indipendenti. Le modalità adottate comprendono richieste di *delisting* volontario, fusioni con imprese non quotate del gruppo o operazioni di OPA destinate al ritiro delle azioni. Analizzando la categoria, si rileva una tendenza al decremento dei ricavi consolidati poco prima del *delisting*, con una flessione degli utili nell’anno antecedente la cancellazione. Le “pentite” che continuano ad operare dopo la cancellazione mostrano un incremento significativo del volume d’affari nell’anno dell’uscita dal listino, con una crescita anche nella marginalità e negli utili, il che potrebbe indicare una decisione presa con intenti opportunistici.

Si può concludere affermando che numerose imprese quotate si negli ultimi 20 anni (01-21) godono di buona salute e hanno mostrato un trend di crescita sia prima che dopo l’ingresso in Borsa.

Le società che hanno lasciato Piazza Affari hanno talvolta subito difficoltà operative derivanti dal rischio d’impresa o da comportamenti non idonei, sono

state oggetto di acquisizione da parte di altri gruppi o fondi, sono state integrate in altre società già quotate o hanno deciso di ritirarsi dal mercato pubblico.

Nel caso specifico, sembra che la scelta di uscire dalla Borsa sia stata guidata dalla necessità di anticipare tendenze negative nella performance operativa, di implementare le strategie aziendali con maggiore flessibilità o, solo in determinate situazioni, di ritirare le azioni a condizioni favorevoli, prevedendo un incremento futuro nel volume d'affari e nei profitti, che si è effettivamente verificato.

Dunque, per le imprese solide la presenza in Borsa costituisce un vantaggio competitivo duraturo. Anche se utilizzare questo status come una "porta girevole" può sembrare vantaggioso in determinate circostanze, tale strategia può annullare molte opportunità future.

### 2.2.1 Le cause del fenomeno

La scelta di delistare una società è solitamente dettata dalla persistente e sistematica svalutazione del titolo sul mercato, che non ne coglie appieno il valore. La persistente svalutazione dei titoli potrebbe essere sintomatica di una possibile crisi aziendale; tuttavia, in assenza di problemi finanziari, potrebbe essere dovuta a inefficienze del mercato o all'inerzia della proprietà.

Con riguardo alle criticità connesse al mercato, esse potrebbero essere spiegate da:

- La ridotta disponibilità e circolazione del flottante che causano una compressione del prezzo delle azioni, penalizzate dalla bassa liquidità;
- Un deficit informativo legato al disinteresse degli analisti finanziari verso le piccole e medie imprese, dato che gli investitori interessati rappresenterebbero una quota esigua del mercato;
- Le preferenze di investimento, secondo cui gli investitori istituzionali si indirizzano verso aziende di grandi dimensioni, in quanto i loro titoli offrono una maggiore liquidità e un più agevole disimpegno.

Spesso è anche la ferrea regolamentazione di Borsa italiana una delle motivazioni della riduzione di appeal per le aziende di grandi dimensioni.

Non va poi sottovalutato che, in numerose situazioni, l'opportunismo gioca un ruolo cruciale nelle decisioni del management di procedere con il *delisting*, al fine di riacquisire le proprie azioni ad un prezzo ragionevole.

Tutti questi aspetti combinati conducono ad una situazione di *underperformance* per alcune imprese, principalmente di piccole e medie dimensioni, favorendo le operazioni di *delisting*.

### 2.2.2 I rimedi

“Per rispondere al calo di attrattiva di Piazza Affari c’è la necessità di soluzioni, concrete e strutturali. Gli aumenti di capitale dovuti alle Ipo, alle offerte pubbliche iniziali, sono iniezioni dirette di valore”<sup>30</sup>. (“Luigi Orescano, 2023”)

L’attrattiva di Borsa italiana continua ad essere limitata sia per le imprese già listate che per quelle in fase di ingresso, a causa dei costi elevati legati al processo di quotazione, delle spese di mantenimento e della minore adattabilità del sistema normativo rispetto ad altri mercati europei.

In risposta ai fenomeni di *delisting*, operatori ottimisti raccomandano di adottare misure per semplificare il processo di quotazione, introdurre agevolazioni fiscali che stimolino l’investimento in *equity*, inclusa la partecipazione azionaria, implementare un sistema che favorisca la liquidità del mercato, coinvolgendo investitori a lungo termine che garantiscano stabilità e continuità nei valori, affrontando così uno dei principali problemi<sup>31</sup>.

## 2.3 Perché uscire dalla Borsa

I principali fattori che possono indurre un’impresa a ritirarsi dal mercato azionario sono essenzialmente due: l’elevato peso dei costi di mantenimento e la complessità degli adempimenti normativi richiesti.

In termini di costi, è evidente che un’azienda quotata sarà obbligata a potenziare la propria struttura organizzativa, assumendo personale aggiuntivo dedicato alle funzioni di *Investor Relations*<sup>32</sup> e al controllo di gestione.

---

<sup>30</sup> Fonte citazione:

[https://www.rsm.global/italy/rsmrev/sites/default/files/media/pdf/macche\\_delisting\\_quotarsi\\_convien\\_e.pdf](https://www.rsm.global/italy/rsmrev/sites/default/files/media/pdf/macche_delisting_quotarsi_convien_e.pdf)

<sup>31</sup> Fonte:

[https://www.rsm.global/italy/rsmrev/sites/default/files/media/pdf/macche\\_delisting\\_quotarsi\\_convien\\_e.pdf](https://www.rsm.global/italy/rsmrev/sites/default/files/media/pdf/macche_delisting_quotarsi_convien_e.pdf)

<sup>32</sup> La figura dell’*investor relator* risponde a un’esigenza di comunicazione della società con l’esterno completa e trasparente. In particolare, l’attività dell’*investor relator* è mirata ad assicurare il corretto posizionamento e l’attrattività di uno strumento finanziario sul mercato, a sviluppare un mercato liquido



Per quanto concerne gli oneri normativi, che comportano anch'essi costi significativi, possiamo menzionare: l'esigenza di rendicontare i bilanci con una cadenza più serrata, la necessità di sottoporre tali bilanci alla certificazione obbligatoria da parte di una società esterna, e l'obbligo per le grandi imprese di elaborare una dichiarazione circa la sostenibilità.

Oltre a ciò, una società quotata è tenuta a rispettare una serie di requisiti, la cui mancata osservanza potrebbe comportare implicazioni legali e sanzioni, come ad esempio le normative riguardanti l'*Internal Dealing*<sup>33</sup>, il regolamento sugli abusi di mercato (*Market Abuse Regulation*)<sup>34</sup>, e più in generale, le pratiche di divulgazione delle informazioni e la gestione delle interazioni con gli investitori. Un aspetto cruciale in quest'ambito è la vulnerabilità di una società quotata alle fluttuazioni del mercato. Spesso accade che imprese, nonostante un aumento del fatturato e dei profitti, vedano il prezzo delle loro azioni calare a causa di un ciclo ribassista del mercato azionario o per problematiche che coinvolgono altri concorrenti quotati, che gli investitori percepiscono come potenzialmente dannose per la società stessa.

Infine, le aziende quotate sono vulnerabili al rischio di diffusione non controllata di informazioni sensibili.

Le comunicazioni obbligatorie e le pubblicazioni regolari potrebbero, infatti, risultare vantaggiose per concorrenti non quotati che potrebbero sfruttare queste informazioni per ottenere un beneficio competitivo.

---

e stabile per il titolo stesso, a garantire alla società la possibilità di collocare facilmente successivi aumenti di capitale e a promuovere una base solida e diversificata di azionisti (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/investor-relator.html>).

<sup>33</sup> Con il termine *Internal Dealing* si è soliti identificare le operazioni di compravendita sui titoli di una società quotata da parte dei propri amministratori, sindaci e *top managers* (<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/internaldealing.htm>).

<sup>34</sup> Il regolamento sugli abusi di mercato (MAR) autorizza la Commissione ad adottare atti delegati e di attuazione per specificare in che modo le autorità competenti e i partecipanti al mercato devono rispettare gli obblighi stabiliti dal regolamento ([https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/market-abuse-regulation\\_en](https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/market-abuse-regulation_en)).

In linea di massima, una delle ragioni che potrebbe motivare le aziende quotate a delistarsi è la volontà di riacquisire il pieno controllo sulla propria compagine azionaria. Effettivamente, la maggior parte delle società presenti su Borsa Italiana è controllata da un singolo imprenditore, una famiglia o un accordo di colazione che detiene la maggioranza assoluta dei diritti di voto; tuttavia, qualsiasi investitore ha la possibilità di acquistare azioni sul mercato aperto e influenzare le decisioni con la propria opinione.

Da questa prospettiva, nel caso in cui siano previsti significativi piani di ristrutturazione aziendale o cambiamenti strategici di rilievo, questi potranno essere attuati con maggiore rapidità e facilità tornando allo stato di società privata che garantisce una maggiore libertà decisionale.

## CAPITOLO III

### IL CASO TOD'S

“Nel 2023, Piazza Affari è stato uno dei migliori listini al mondo, ma dai fondi azionari Italia sono usciti 1,4 miliardi di euro”<sup>35</sup>.

Analogamente ad altri mercati europei, anche Milano si mostra poco efficace nell’attirare imprese di medio-grande dimensione per la quotazione, come evidenziato dalla sorprendente rinuncia di Golden Goose, avvenuta proprio quando l’ingresso a Piazza Affari sembrava imminente.

Le motivazioni dietro la scarsa proliferazione di IPO in Europa sono ben conosciute e si rifanno a problematiche di lungo corso: dall’incremento dei tassi di interesse, alla forte concorrenza esercitata dai fondi di *private equity*, fino alla mancanza di un mercato unificato dei capitali e alla prevalenza di una logica di brevissimo termine nei mercati borsistici, dove una porzione significativa delle transazioni azionarie è determinata da algoritmi negli ultimi minuti di contrattazione, seguendo criteri che spesso ignorano l’andamento reale dei bilanci.

Milano, ancor più degli altri listini europei, ha difficoltà a mantenere le società già presenti in Borsa. Nel decennio tra il 2013 e il 2023, 97 gruppi hanno scelto di uscire dal mercato principale di Piazza Affari, con una capitalizzazione complessiva superiore ai 100 miliardi. Fino ad ora, quest’anno, il mercato principale e l’EGM per le piccole e

---

<sup>35</sup> Fonte: <https://www.morningstar.it/it/news/247243/delisting-perché-piazza-affari-è-da-record-ma-perde-appeal.aspx#:~:text=%2D%20Nel%202023%2C%20Piazza%20Affari%20è,crisi%20finanziaria%20del%202008%2D2009>.

medie imprese hanno già registrato 22 *delisting*, tra quelli finalizzati (TOD'S) e quelli annunciati, per un ammontare complessivo di circa 28 miliardi<sup>36</sup>.

Per citarne qualcuna, CNH Industrial ha deciso “volontariamente” di lasciare Piazza Affari per concentrarsi sulla quotazione al NYSE, attratta dai maggiori volumi di scambio. A seguire, sono giunte in rapida successione le notizie dell'OPA su TOD'S e della decisione dei Moratti di ritirarsi da Saras.

TOD'S e Saras sono solo gli ultimi due esempi di un lungo elenco di società che negli ultimi anni hanno deciso di ritirarsi dal listino italiano. Nel 2023, ci sono stati 24 *delisting*, con una perdita di capitalizzazione complessiva di oltre 11 miliardi di euro, mentre nel 2022 sono state registrate 22 uscite, con una perdita di oltre 43 miliardi. Uscite di rilievo sono state quelle di Autogrill, Exor e Atlantia, che fanno capo alle famiglie Agnelli e Benetton.

"Ormai il fatto che ci siano meno società sui listini è una tendenza consolidata. Le aziende si quotano meno e tornano in mani private con più facilità", afferma Maurizio Dallochio, professore di Corporate Finance presso SDA e Università Bocconi, che identifica tre motivi.

"La prima motivazione è che la Borsa sta catalizzando l'interesse degli investitori su pochi titoli, tendenzialmente di natura tecnologica: nel 2023 sette delle prime otto società quotate sono tecnologiche (tranne Saudi Aramco), con la capitalizzazione delle prime della lista che è circa 6 volte superiore a quella che attraevano 15-20 anni fa - spiega l'esperto - La seconda ragione è legata alla complessità di natura amministrativa, di costo e di gestione in senso lato che deriva dallo status di società quotata; credo che all'interno del CdA di una società quotata si parli di business per il 40% del tempo, mentre per il 60% del tempo si parla di amministrazione, compliance e audit. Un terzo tema, soprattutto per i paesi con prevalenza di aziende familiari come in Italia, è la tutela rafforzata delle minoranze, quasi fosse un'ingerenza"<sup>37</sup>.

---

<sup>36</sup> Fonte: [https://www.corriere.it/economia/finanza/24\\_giugno\\_24/borsa-pioggia-di-delisting-22-aziende-pronte-a-dire-addio-a-piazza-affari-addio-a-21-miliardi-di-capitalizzazione-5356ff6d-b664-40d5-a0dd-ed2bf5bf8xlk.shtml?refresh\\_ce](https://www.corriere.it/economia/finanza/24_giugno_24/borsa-pioggia-di-delisting-22-aziende-pronte-a-dire-addio-a-piazza-affari-addio-a-21-miliardi-di-capitalizzazione-5356ff6d-b664-40d5-a0dd-ed2bf5bf8xlk.shtml?refresh_ce)

<sup>37</sup> Fonte citazione: <https://finanza.lastampa.it/News/2024/02/13/tods-e-saras-lasciano-la-borsa-tra-flusso-di-delisting-e-carenze-del-ddl-capitali/MzNfMjAyNC0wMi0xM19UTEI>

La recente notizia sulla decisione di delisting di TOD'S e Saras sta generando dibattito, poiché coinvolge due aziende di grande notorietà, sostenute da famiglie di spicco nel panorama economico italiano, ma anche per il fatto che arriva in un momento di particolare attenzione dei legislatori verso il mercato italiano.

È proprio sull'azienda di lusso TOD'S che andremo a soffermare la nostra analisi, approfondendo la sua storia, la decisione e il futuro della società.

### 3.1 La storia

Agli inizi del secolo scorso, Filippo Della Valle, nonno di Diego, avviò un modesto laboratorio di calzature, dedicandosi con meticolosità e impegno a quest'arte tradizionale. Animato da un'intensa passione, perfezionò la sua impresa calzaturiera nel corso degli anni, raggiungendo l'eccellenza e trasmettendo ai propri figli valori di stile e qualità, che sono diventati un'eredità fondamentale del Gruppo e ancora oggi ne definiscono l'identità.

Con il passare degli anni, il Gruppo TOD'S ha arricchito il proprio portfolio con lanci e acquisizioni di brand di alto livello, senza mai deviare dal suo ideale fondamentale di qualità intransigente. Una direzione strategica, che sotto la guida di Diego e Andrea Della Valle ha consacrato il Gruppo come leader nel settore del lusso a livello globale.



Il nonno di Diego Della Valle, Filippo, crea un piccolo laboratorio da ciabattino.



Diego Della Valle trasforma l'azienda familiare del nonno in una società industriale – Calzaturificio Della Valle D. S.p.A.



Creazione e lancio del marchio TOD'S.



Gestione in licenza del marchio Hogan (acquisito nel 2000).



1989

Gestione in licenza del marchio FAY (acquisito nel 2000).

1998

Apertura dell'attuale sede produttiva del Gruppo a Sant'Elpidio a Mare.

2000

TOD'S S.p.A. si quota sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.

2003

Gestione in licenza e rilancio del marchio Roger Vivier (acquisito nel 2016).

Grazie alla perfetta combinazione di tradizione artigianale e innovazione, il Gruppo TOD'S si afferma oggi come uno dei protagonisti principali nella creazione e distribuzione di calzature, pelletteria, abbigliamento e accessori di lusso, emblema nel mondo di un Made in Italy autentico, riflesso del lifestyle italiano e di una qualità ineguagliabile.

Il Gruppo TOD'S è attivo nel settore del lusso, con brand come TOD'S, ROGER VIVER, HOGAN e FAY sotto il proprio controllo. L'assetto organizzativo del Gruppo è centrato sulla capogruppo TOD'S S.p.A., che rappresenta il fulcro delle attività produttive e distributive del Gruppo.

La Capogruppo si occupa inoltre di alcune operazioni connesse alla distribuzione *retail*, con un focus particolare sulla gestione della maggioranza dei punti vendita diretti (DOS) situati in Italia e delle vendite online, prevalentemente a livello nazionale ed europeo.

La struttura del Gruppo si arricchisce ulteriormente di diverse *sub-holding* e società commerciali incaricate della distribuzione *retail* nelle altre aree geografiche in cui il Gruppo è presente, sia attraverso negozi direttamente gestiti che tramite il canale online. Alcune di queste assumono responsabilità rilevanti nelle iniziative di *marketing* e *promotion*, così come nelle pubbliche relazioni,

assicurando al contempo la coerenza dell'immagine che i marchi esigono a livello internazionale.

Il modello produttivo del Gruppo si fonda su un controllo rigoroso di ogni fase della filiera, dalla progettazione delle collezioni alla produzione, fino alla distribuzione. Questa metodologia è considerata essenziale per preservare il prestigio dei marchi.

Il valore dei marchi distribuiti e l'alto livello di competenza richiesto per la presentazione dei prodotti alla clientela richiedono l'adozione di una rete di distribuzione altamente specializzata. Pertanto, il Gruppo opera principalmente tramite i DOS, l'*e-commerce*, punti vendita in *franchising* e una scelta accurata di negozi multimarca indipendenti.

Il canale *e-commerce* e i punti di vendita a gestione diretta hanno progressivamente adottato un modello di "omni-canalità", che consente un'interazione fluida e coordinata tra i due canali, la quale permette di fornire servizi unificati e instaurare un contatto diretto e personalizzato con il cliente, mirato a soddisfare le sue aspettative e a creare legami solidi e fidati.

### 3.2 I recenti eventi del Gruppo TOD'S

L'anno appena trascorso ha risentito di un quadro macroeconomico e geopolitico difficile, caratterizzato da una significativa pressione inflazionistica, mercati finanziari instabili e tassi di interesse elevati, oltre a un'escalation delle tensioni geopolitiche, che hanno contribuito a un clima di incertezza ed hanno compromesso la prevedibilità della domanda.

Malgrado l'ambiente sfidante, i risultati del Gruppo sono stati incoraggianti e in linea con le previsioni, con un incremento delle vendite a doppia cifra rispetto all'anno precedente per tutti i suoi marchi. Il miglioramento delle vendite ha comportato un notevole aumento della redditività, merito anche di una gestione efficiente dei costi lungo tutta la catena produttiva.

Il marchio TOD'S ha registrato performance eccezionali, distinguendosi per uno stile sofisticato e contemporaneo, incarnazione dell'autentica arte manifatturiera che rappresenta il fiore all'occhiello del Made in Italy.

I risultati ottenuti sottolineano l'efficacia della strategia implementata nel trasformare i prodotti in articoli sempre più esclusivi e ricercati.

Nel prossimo futuro, l'intento primario è quello di consolidare e potenziare la posizione dei marchi. A tal fine, si è considerato opportuno dal punto di vista strategico, instaurare una partnership con il fondo L Catterton<sup>38</sup> per la realizzazione del progetto e ritirare il Gruppo dalla Borsa, malgrado i positivi rapporti con essa.

### 3.3 I risultati del Gruppo TOD'S nel 2023

Il risultato complessivo del Gruppo TOD'S in termini di fatturato ha totalizzato 1.126,7 milioni di euro, evidenziando una crescita dell'11,9% rispetto all'esercizio precedente. L'andamento sfavorevole dei tassi di cambio ha influito negativamente, in quanto a parità di tassi, i ricavi sarebbero stati maggiori, con un incremento del 14% rispetto al 2022.

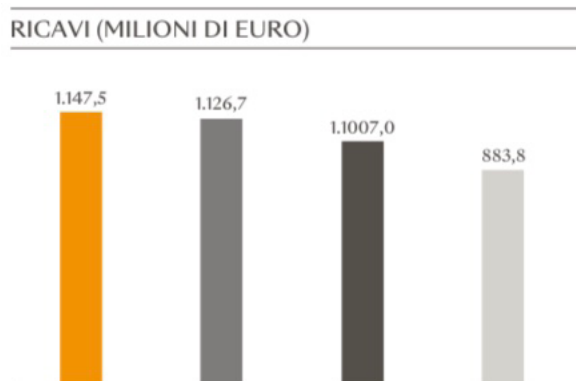


Immagine 3 – “Highlights dei risultati”

Fonte: Relazione finanziaria annuale 2023 TOD'S

(<https://www.todsgroup.com/sites/default/files/2024-04/Relazione%20finanziaria%20annuale%20al%2031%20dicembre%202023%20-%20comprensiva%20di%20DNF.pdf>).

<sup>38</sup> L Catterton è una piattaforma mondiale con 34 miliardi di dollari di investimenti, nata 30 anni fa, forte anche di una partnership strategica con il gruppo Lvmh che ha una minoranza pari al 40% della holding che sta sopra la piattaforma di investimento e con la quale ha una partnership strategica. Ma la governance del fondo consente al team di L Catterton di essere totalmente indipendente. Attraverso i suoi fondi convoglia i capitali internazionali che vogliono partecipare agli investimenti ([https://www.corriere.it/economia/finanza/24\\_maggio\\_30/tod-s-dal-7-giugno-lascia-piazza-affari-via-al-delisting-dopo-24-anni-3fc80f7f-2e42-4bb6-93d6-5431e781b1k.shtml?refresh\\_ce](https://www.corriere.it/economia/finanza/24_maggio_30/tod-s-dal-7-giugno-lascia-piazza-affari-via-al-delisting-dopo-24-anni-3fc80f7f-2e42-4bb6-93d6-5431e781b1k.shtml?refresh_ce)).



Riguardo i principali indicatori economici, l'EBITDA e l'EBIT<sup>39</sup> si attestano rispettivamente a 253,9 milioni di euro e 94,7 milioni di euro.

Nell'esercizio precedente, l'EBITDA era pari a 207,2 milioni di euro, mentre l'EBIT si attestava a 58,2 milioni di euro.

Il risultato netto consolidato è di 50 milioni di euro, in netto miglioramento rispetto ai 23,1 milioni di euro registrati nel 2022.

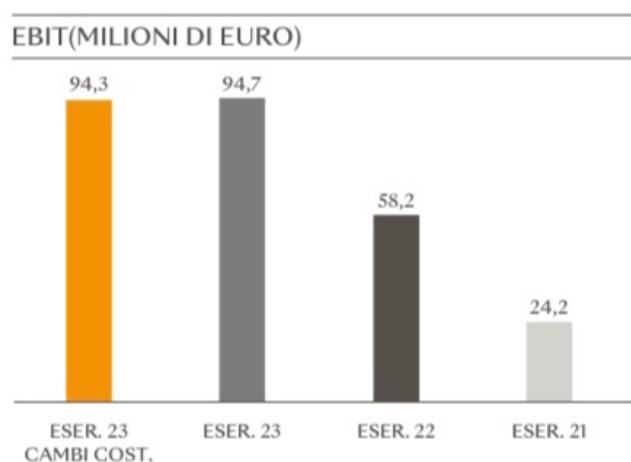


Immagine 4 – “Highlights dei risultati”

Fonte: Relazione finanziaria annuale 2023 TOD'S

([https://www.todsgroup.com/sites/default/files/2024-](https://www.todsgroup.com/sites/default/files/2024-04/Relazione%20finanziaria%20annuale%20al%2031%20dicembre%202023%20-%20comprensiva%20di%20DNF.pdf)

[04/Relazione%20finanziaria%20annuale%20al%2031%20dicembre%202023%20-%20comprensiva%20di%20DNF.pdf](https://www.todsgroup.com/sites/default/files/2024-04/Relazione%20finanziaria%20annuale%20al%2031%20dicembre%202023%20-%20comprensiva%20di%20DNF.pdf)).

Per quanto concerne i principali indicatori borsistici ed economici del Gruppo TOD'S nel 2023, come suggerisce l'Immagine 5 di seguito, il prezzo ufficiale del titolo a inizio anno era di 30,70 euro, mentre al 29 dicembre 2023 era aumentato

<sup>39</sup> L'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation*) è il guadagno prima degli interessi, delle imposte, del deprezzamento e dell'ammortamento. Indica, pertanto, il profitto o la perdita di un'azienda prima di dedurre tutte le spese generali.

L'EBIT (*Earnings before interest and taxes*), in sostanza, è un modo per determinare l'utile o la perdita operativa prima delle deduzioni.

(<https://www.degiro.it/trading-conoscenza/strategie/analisi-fondamentale/ebit-e-ebitda>).

a 34,20 euro, segnalando una crescita nel valore delle azioni del Gruppo durante l'anno.

Inoltre, la disparità tra il prezzo minimo registrato di 30,40 euro e il prezzo massimo di 43,40 euro, evidenzia una certa volatilità nel corso del 2023.

Principali indicatori borsistici (euro)	
Prezzo ufficiale al 02.01.2023	30,70
Prezzo ufficiale al 29.12.2023	34,20
Prezzo minimo anno	30,40
Prezzo massimo anno	43,40
Capitalizzazione borsistica al 02.01.2023	1.015.971.647
Capitalizzazione borsistica al 29.12.2023	1.131.768.588
N° azioni in circolazione al 31 dicembre 2023	33.093.539

Immagine 5 – “Highlights dei risultati”

Fonte: Relazione finanziaria annuale 2023 TOD'S

([https://www.todsgroup.com/sites/default/files/2024-](https://www.todsgroup.com/sites/default/files/2024-04/Relazione%20finanziaria%20annuale%20al%2031%20dicembre%202023%20-%20comprensiva%20di%20DNF.pdf)

[04/Relazione%20finanziaria%20annuale%20al%2031%20dicembre%202023%20-](https://www.todsgroup.com/sites/default/files/2024-04/Relazione%20finanziaria%20annuale%20al%2031%20dicembre%202023%20-%20comprensiva%20di%20DNF.pdf)

[%20comprensiva%20di%20DNF.pdf](https://www.todsgroup.com/sites/default/files/2024-04/Relazione%20finanziaria%20annuale%20al%2031%20dicembre%202023%20-%20comprensiva%20di%20DNF.pdf)).

Il sottostante grafico 2 relativo all'Earning Per Share (EPS)<sup>40</sup> mostra una crescita significativa nel 2023, con un EPS di 1,51 euro rispetto agli 0,70 euro del 2022. Nel 2021, il valore era addirittura negativo pari cioè a -0,18 euro, rivelando un netto miglioramento delle performance finanziarie del Gruppo negli ultimi anni.

<sup>40</sup> L'Earnings per Share (EPS), detto anche “utile per azione”, rappresenta la quota di utili di una società corrispondente a ogni azione ordinaria.

([https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/earnings-per-share.html#:~:text=L'Earnings%20per%20Share%20\(EPS\)%2C%20nella%20denominazione%20italiana,n%20numero%20delle%20azioni%20ordinarie%20emesse](https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/earnings-per-share.html#:~:text=L'Earnings%20per%20Share%20(EPS)%2C%20nella%20denominazione%20italiana,n%20numero%20delle%20azioni%20ordinarie%20emesse))

### EARNING PER SHARE (EURO)



Grafico 2 – “Highlights dei risultati”

Fonte: Relazione finanziaria annuale 2023 TOD’S

(<https://www.todsgroup.com/sites/default/files/2024-04/Relazione%20finanziaria%20annuale%20al%2031%20dicembre%202023%20-%20comprensiva%20di%20DNF.pdf>)

Infine, il grafico 3 dell’andamento del titolo che si può osservare di seguito, testimonia una crescita piuttosto stabile nel 2023, con una certa volatilità a metà anno. Nonostante però, alcune oscillazioni, il titolo ha mantenuto un valore generalmente superiore ai 30 euro, con picchi vicini ai 45 euro.



Grafico 3 – “Highlights dei risultati”

Fonte: Relazione finanziaria annuale 2023 TOD’S

(<https://www.todsgroup.com/sites/default/files/2024-04/Relazione%20finanziaria%20annuale%20al%2031%20dicembre%202023%20-%20comprensiva%20di%20DNF.pdf>)

In generale, si può concludere affermando che il Gruppo TOD’S ha mostrato una crescita sia in termini di capitalizzazione borsista a che di valore per azione nel corso del 2023. La crescita dell’EPS segnala un miglioramento della performance operativa e finanziaria del gruppo, consolidando la sua posizione sul mercato. Tuttavia, è da sottolineare che l’andamento del titolo ha subito alcune oscillazioni,

conseguenza probabilmente delle dinamiche del mercato o di fattori interni al gruppo.

### 3.4 Il processo di *delisting*

Il 7 giugno 2024 segna una svolta storica per TOD'S: la celebre maison italiana ha ufficialmente completato il processo di delisting, abbandonando la Borsa dopo anni di presenza nel mercato azionario. Questa decisione strategica, maturata in un contesto di evoluzione aziendale e consolidamento, riflette la volontà del Gruppo di focalizzarsi su una crescita autonoma e orientata a una visione di lungo termine, rafforzando la propria identità e il controllo sui propri marchi.

L'annuncio dell'addio a Piazza Affari è giunto poco prima della metà di febbraio, in concomitanza con l'approvazione del Ddl Capitali<sup>41</sup>. Tuttavia, collegare gli eventi non è affatto semplice, poiché il quadro normativo è soltanto una delle variabili che influiscono sulle decisioni strategiche e sulle dinamiche dei mercati capitali<sup>42</sup>.

In data 10 febbraio 2024 Diego Della Valle, Andrea Della Valle, DI.VI. Finanziaria di Diego Della Valle & C. S.r.l. ("DIVI") e Diego Della Valle & C. S.r.l. ("DDV" e, unitamente a DIVI, Diego Della Valle e Andrea Della Valle, congiuntamente, gli "Azionisti di Maggioranza") e Crown Bidco S.r.l. l'"Offerente" (società il cui capitale sociale è interamente detenuto da LC10 International AIV, L.P. – fondo gestito (*managed or advised*) da *affiliates* di L Catterton Management Limited – ("L Catterton")) hanno annunciato di aver sottoscritto un accordo quadro ai sensi del quale, tra l'altro:

---

<sup>41</sup> Il DDL Capitali in Italia, approvato dal Senato il 24 ottobre 2023, è un disegno di legge che ha lo scopo di modernizzare e rendere più efficienti i mercati dei capitali italiani. Il testo del DDL è composto da 27 articoli che a loro volta possono essere raggruppati in quattro macro-aree:

1. Miglioramento del contesto normativo e regolatorio
2. Sostegno alle piccole e medie imprese
3. Innovazione e internazionalizzazione
4. Tutela degli investitori

(<https://www.creditnews.it/ddl-capitali-cosa-prevede/>).

<sup>42</sup> Fonte: <https://finanza.lastampa.it/News/2024/02/13/tods-e-saras-lasciano-la-borsa-tra-flusso-di-delisting-e-carenze-del-ddl-capitali/MzNfMjAyNC0wMi0xM19UTEI>

- i. l'Offerente si è impegnato a promuovere un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria (l'"Offerta") per un corrispettivo pari a Euro 43,00 per azione volta ad acquisire massime n. 11.913.128 azioni ordinarie della TOD'S S.p.A. rappresentative del 36% del capitale sociale della Società e a ottenere la revoca delle azioni TOD'S dalla quotazione e dalla negoziazione su Euronext Milan, mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("*Delisting*");
- ii. DDV si è impegnata a portare in adesione all'Offerta n. 3.459.401 azioni, rappresentative del 10,45% del capitale sociale di TOD'S S.p.A.;
- iii. gli Azionisti di Maggioranza si sono impegnati a non portare in adesione all'Offerta n. 17.870.511 azioni, rappresentative del 54% del capitale sociale di TOD'S S.p.A.;
- iv. le parti hanno assunto taluni impegni di natura parasociale, relativamente alla TOD'S S.p.A., per il periodo antecedente al *Delisting* e si sono impegnate a sottoscrivere, alla data del *Delisting*, un patto parasociale volto a disciplinare i rispettivi diritti e obblighi in qualità di azionisti della TOD'S S.p.A., ai sensi del quale all'Offerente verrà riconosciuta una rappresentanza nel Consiglio di Amministrazione della Società e taluni ulteriori diritti di governance e cosiddetti di *exit* (il "Patto Parasociale").

Sempre in data 10 febbraio 2024, gli Azionisti di Maggioranza, l'Offerente e Delphine S.A.S. (l'"Azionista di Minoranza") hanno sottoscritto un separato accordo ai sensi del quale l'Azionista di Minoranza si è impegnato a:

- i. non portare in adesione all'Offerta le n. 3.309.900 azioni, rappresentative del 10% del capitale sociale di TOD'S S.p.A., da essa detenute; e
- ii. aderire al Patto Parasociale alla data del *Delisting*, vedendosi pertanto riconosciuti taluni diritti di governance e cosiddetti di *exit*.

In caso di integrale adesione all'Offerta: (i) gli Azionisti di Maggioranza resteranno titolari di n. 17.870.511 azioni, rappresentative del 54% del capitale sociale di TOD'S S.p.A.; (ii) L Catterton diventerà titolare indirettamente di n. 11.913.128 azioni, rappresentative del 36% del capitale sociale di TOD'S S.p.A.; e (iii) l'Azionista di Minoranza resterà titolare di n. 3.309.900 azioni, rappresentative del 10% del capitale sociale di TOD'S S.p.A. Pertanto, anche a

esito dell'Offerta, gli Azionisti di Maggioranza manterranno il controllo esclusivo di TOD'S S.p.A. (Relazione finanziaria annuale TOD'S, 2023)<sup>43</sup>.

"Sono molto soddisfatto di questa operazione che porterà ulteriori benefici allo sviluppo futuro del Gruppo Tod's, uno sviluppo fatto di continui investimenti e di obiettivi sfidanti. In questo momento, uscire dalla Borsa, con la quale abbiamo sempre avuto ottimi rapporti, riteniamo sia la scelta strategicamente più idonea", ha commentato Diego Della Valle, presidente e amministratore Delegato di Tod's, il lancio dell'OPA totalitaria per il delisting della società. "Condividere questo percorso con L Catterton - private equity leader mondiale nel settore dei beni di consumo - ci darà la possibilità di svilupparci ulteriormente e di cogliere le opportunità che il mercato offrirà", ha sottolineato il numero uno di Tod's<sup>44</sup>.

Il documento relativo all'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di TOD'S è stato depositato presso la Consob all'inizio del mese di marzo da Crown Bidco. Il periodo di adesione, concordato con Borsa Italiana, ha avuto inizio il 25 marzo e si è protratto fino alle ore 17:30 dell'8 maggio<sup>45</sup>.

Il 3 maggio, Crown Bidco, il veicolo di investimento controllato da L-Catterton, ha annunciato che è stata raggiunta una partecipazione complessiva superiore al 90% del capitale sociale di TOD'S nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria. In particolare, l'OPA ha raccolto oltre 4,26 mln di adesioni, che corrispondono al 12,88% del capitale sociale. Questo sommato al 64% del capitale già controllato dai soci che agiscono in concerto e al 13,27% acquisito al

---

<sup>43</sup> Fonte: <https://www.todsgroup.com/sites/default/files/2024-04/Relazione%20finanziaria%20annuale%20al%2031%20dicembre%202023%20-%20comprensiva%20di%20DNF.pdf>

<sup>44</sup> Fonte: <https://finanza.lastampa.it/News/2024/02/12/tods-i-della-valle-lanciano-opa-totalitaria-per-delisting/M18yMDIOLTAYLTEyX1RMQg>

<sup>45</sup> Fonte: <https://www.pambianconews.com/2024/03/25/si-avvicina-il-delisting-di-tods-dalla-consob-via-libera-allopa-400368/>

di fuori dell'offerta fino alla data di riferimento, ha totalizzato un risultato del 90,15% delle azioni di TOD'S.

Pertanto, al termine del periodo di adesione, le azioni sarebbero state revocate dalla quotazione su Euronext Milan<sup>46</sup>.

Nel 2022, Della Valle aveva già effettuato un tentativo di OPA che però non ebbe esito favorevole. In quell'occasione, l'offerta pubblica di acquisto, presentata in autonomia, proponeva un prezzo di 40 euro per azione, con un premio del 20,37% rispetto ai 33,23 euro di valore di mercato, per un totale di 338 milioni di euro.

Tuttavia, la reazione del mercato non fu positiva e non si raggiunse la soglia del 90% del capitale sociale.

Stavolta, invece, l'uscita dalla Borsa era assicurata. In caso di mancato raggiungimento della soglia stabilita per il delisting, si sarebbe avuta una fusione per incorporazione di TOD'S nell'offerente (Crown Bidco S.r.l. – riconducibili a L Catterton). Questo avrebbe comportato l'esclusione degli azionisti di TOD'S che non avevano aderito all'OPA (o che non avevano esercitato il diritto di recesso, e che avrebbero ricevuto un compenso basato sulla media dei prezzi dei sei mesi precedenti alla fusione), impedendo loro di realizzare un ritorno sull'investimento<sup>47</sup>.

Dopo il delisting, la famiglia Della Valle mantiene il saldo controllo della «nuova» TOD'S. I Della Valle (ora al 64,5% del gruppo) si erano infatti impegnati a non apportare all'Opa il 54%. Solo la Diego Della Valle & C. ha consegnato all'offerta 3.459.401 di azioni, pari al 10,45% di TOD'S e all'11,98% dei diritti di voto, per un corrispettivo di circa 150 milioni. La Delphine, la holding che fa capo al gruppo Lvmh, già azionista di minoranza di TOD'S, è rimasta con il suo 10% che non ha consegnato azioni all'Opa, segno dell'amicizia tra il presidente

---

<sup>46</sup> Fonte: [https://www.ilsole24ore.com/art/tod-s-l-opa-supera-90percento-scatta-delisting-piazza-affari-AFBIK2qD?refresh\\_ce](https://www.ilsole24ore.com/art/tod-s-l-opa-supera-90percento-scatta-delisting-piazza-affari-AFBIK2qD?refresh_ce)

<sup>47</sup> Fonte: <https://www.fortuneita.com/2024/02/12/tods-addio-alla-borsa-cosa-e-l-catterton-lvmh-e-la-mossa-di-della-valle-per-il-delisting/>

di Lvmh Bernard Arnault e Diego Della Valle, cementata da anni di frequentazioni<sup>48</sup>.

### 3.5 Analisi del caso TOD'S

L'analisi effettuata si compone di tre parti: Analisi multipli di mercato delle comparabili, Analisi fondamentale tramite F di Piotroski e Analisi storica degli ultimi 5 anni.

L'Analisi dei multipli permette di stimare il valore di una società sulla base di multipli ottenuti da società comparabili.

Gli indici si ottengono tramite il rapporto tra il valore della società e i principali dati finanziari, quali il fatturato, l'EBIT, l'EBITDA, utile netto.

Per l'analisi delle comparabili di TOD'S, sono state selezionate sette imprese sulla base di criteri quali la dimensione, il settore di attività e il posizionamento di mercato. Queste aziende, operanti nel medesimo settore del lusso, rappresentano un campione rilevante per valutare le performance di TOD'S in termini di crescita, redditività e struttura finanziaria.

Esse sono: LVMH, Kering SA, Hugo Boss AG, Hermes Internator, Moncler S.p.A, Brunello Cucinelli, Salvatore Ferragamo.

Tabella 2

Ticker	Total Revenue			EBITDA		Net Income	
	'21	'22	'23	'22	'23	'22	'23
<a href="#">Tod's S.p.A</a>	883.807.000,00 €	1.006.979.000,00 €	1.126.689.000,00 €	198.401.000,00 €	252.679.000,00 €	23.065.000,00 €	50.018.000,00 €
<a href="#">LVMH Moët</a>	64.215.000.000,00 €	79.183.000.000,00 €	86.153.000.000,00 €	26.722.000.000,00 €	29.777.000.000,00 €	14.084.000.000,00 €	15.174.000.000,00 €
<a href="#">Kering SA (</a>	17.645.000.000,00 €	20.351.000.000,00 €	19.566.000.000,00 €	6.982.000.000,00 €	6.417.000.000,00 €	3.614.000.000,00 €	2.983.000.000,00 €
<a href="#">Hugo Boss</a>	2.786.110.000,00 €	3.651.378.000,00 €	4.197.459.000,00 €	656.400.000,00 €	744.425.000,00 €	209.495.000,00 €	258.371.000,00 €
<a href="#">Hermès Int</a>	8.981.000.000,00 €	11.601.000.000,00 €	13.427.000.000,00 €	5.410.000.000,00 €	6.668.000.000,00 €	3.367.000.000,00 €	4.311.000.000,00 €
<a href="#">Moncler S.p</a>	2.046.103.000,00 €	2.602.890.000,00 €	2.984.217.000,00 €	1.038.521.000,00 €	1.194.670.000,00 €	606.697.000,00 €	611.931.000,00 €
<a href="#">Brunello Cu</a>	712.179.000,00 €	919.708.000,00 €	1.139.420.000,00 €	270.052.000,00 €	330.558.000,00 €	80.599.000,00 €	114.617.000,00 €
<a href="#">Salvatore F</a>	1.135.520.000,00 €	1.251.808.000,00 €	1.156.271.000,00 €	288.228.000,00 €	248.726.000,00 €	69.609.000,00 €	26.060.000,00 €

Tramite questi dati è stato possibile ricavare i seguenti indici: *Revenue Growth*, *EBITDA margin*, *Profit margin*.

<sup>48</sup> Fonte: [https://www.corriere.it/economia/finanza/24\\_maggio\\_30/tod-s-dal-7-giugno-lascia-piazza-affari-via-al-delisting-dopo-24-anni-3fc80f7f-2e42-4bb6-93d6-5431e781b1k.shtml?refresh\\_ce](https://www.corriere.it/economia/finanza/24_maggio_30/tod-s-dal-7-giugno-lascia-piazza-affari-via-al-delisting-dopo-24-anni-3fc80f7f-2e42-4bb6-93d6-5431e781b1k.shtml?refresh_ce)



Tabella 3

Ticker	Revenue Growth		EBITDA Margin		Profit Margin	
	'21-'22	'22-'23	'22	'23	'22	'23
Tod's S.p.A	14%	12%	20%	22%	2%	4%
LVMH Moët	23%	9%	34%	35%	18%	18%
Kering SA (L)	15%	(4%)	34%	33%	18%	15%
Hugo Boss	31%	15%	18%	18%	6%	6%
Hermès Int	29%	16%	47%	50%	29%	32%
Moncler S.p.A	27%	15%	40%	40%	23%	21%
Brunello Cucinelli	29%	24%	29%	29%	9%	10%
Salvatore Ferragamo	10%	(8%)	23%	22%	6%	2%

Come è evidenziato nella Tabella 3, si evince che gli indicatori dei margini EBITDA e Profitto di TOD'S registrano una performance alquanto deludente rispetto a quella di alcuni *peer*, che conseguentemente si riflette sui multipli, come si può osservare di seguito:

Tabella 4

Ticker	Trading Multiples					
	EV / Revenue		EV / EBITDA		P / E	
	'22	'23	'22	'23	'22	'23
Tod's S.p.A	2,0x	1,8x	10,3x	8,1x	61,7x	28,4x
LVMH Moët	4,7x	4,3x	13,8x	12,4x	24,0x	22,2x
Kering SA (L)	2,2x	2,3x	6,5x	7,1x	8,9x	10,8x
Hugo Boss	1,0x	0,9x	5,7x	5,0x	13,1x	10,6x
Hermès Int	19,0x	16,4x	40,8x	33,1x	68,0x	53,1x
Moncler S.p.A	5,7x	5,0x	14,2x	12,4x	24,6x	24,4x
Brunello Cucinelli	7,1x	5,7x	24,2x	19,7x	74,0x	52,0x
Salvatore Ferragamo	1,4x	1,5x	6,2x	7,2x	18,2x	48,6x

Insieme a TOD'S anche Brunello Cucinelli e Hermès presentano dei risultati poco rassicuranti, che potrebbero essere sintomo di sconto da parte del mercato.

Infatti, è frequente in Borsa il caso in cui si verifica una discrepanza tra le percezioni degli investitori e i fondamentali aziendali.

Dai valori risultanti di TOD'S, si deduce che il prezzo a cui l'azione era quotata non rispecchiava gli utili che l'azienda generava.

Le ragioni dietro la *sottoperformance* possono includere difficoltà operative, mancanza di una strategia di crescita definita nei mercati emergenti o struttura dei costi rigida. Il *delisting*, in questo caso, potrebbe consentire all'azienda di attuare una ristrutturazione senza subire penalizzazioni immediate sul prezzo delle azioni, dando al management più spazio per migliorare l'efficienza operativa senza la pressione di performance trimestrali.

Per quanto riguarda l'Analisi fondamentale tramite la F di Piotroski, i risultati sono riportati nella seguente Tabella 5:

Tabella 5

Ticker	profitability	leverage	operating efficiency	F <sup>1</sup>
MC.PA	5	1	2	8
SFER.MI	3	0	1	4
KER.PA	3	1	1	5
BOSS.DE	5	1	1	7
RMS.PA	4	1	1	6
MONC.MI	4	1	2	7
BC.MI	5	1	1	7
<a href="#">TODS.MI</a>	5	2	1	8

In particolare, il *Piotroski score*, dal nome del professore di contabilità della Stanford Business University, è un indicatore della solidità finanziaria di una società basato sul raffronto di specifici dati del bilancio societario.

Si tratta di un punteggio, compreso tra 0 e 9, che riflette nove criteri finanziari utilizzati per determinare la solidità finanziaria di una società. Per ogni criterio soddisfatto viene assegnato un punto alla società.

Come si può osservare, l'analisi di TOD'S evidenzia una buona solidità finanziaria rispetto alle comparabili, permettendo così di assumere che le motivazioni del delisting della società, avvenuto il 7 giugno 2024, possano essere di tipo strategico, ovvero legate al posizionamento del brand nel settore di lusso, insieme alla volontà di controllo familiare sulla società.

Inoltre, la decisione potrebbe essere stata altresì dettata dall'intenzione dell'amministrazione di ritirare il proprio titolo dal mercato in quanto non rifletteva il valore intrinseco della società, come dimostrato dal valore a sconto a cui si scambiava al 7 giugno 2024 rispetto alle comparabili.

Tabella 6

<i>Ticker<sup>1</sup></i>	<i>Std.Dev.</i>	<i>Max Drawdown</i>	<i>Var (5%)</i>
MC.PA	1,64%	-28,07%	-2,60%
SFER.MI	1,96%	-50,13%	-3,23%
KER.PA	1,90%	-48,06%	-2,89%
BOSS.DE	2,15%	-48,41%	-3,27%
RMS.PA	1,40%	-18,62%	-2,24%
MONC.MI	1,61%	-25,01%	-2,67%
BC.MI	1,87%	-30,03%	-2,97%
TODS.MI	2,54%	-71,68%	-3,61%

Analisi svolta su dati storici degli ultimi 5 anni tramite script Python e utilizzando la API di Yahoo Finance e AlphaVantage e ModelFinancePrep

In seguito ad un'analisi storica effettuata sul titolo TOD'S, sono emerse le seguenti considerazioni:

- La deviazione standard di 2,54% per TOD'S suggerisce una forte volatilità giornaliera rispetto ai peer del settore di lusso. In un contesto in cui gli investitori tendono a penalizzare titoli con oscillazioni significative, l'azienda potrebbe aver avuto difficoltà a mantenere stabilità nei prezzi delle azioni.
- Il *max drawdown* del titolo TOD'S risulta essere pari al -71,68%, molto più alto rispetto ai suoi competitor.

Questo tipo di perdita massima riflette problemi strutturali o eventi avversi prolungati che hanno impattato il titolo in modo significativo. Le società con simili performance possono diventare succubi di pressioni eccessive da parte degli investitori che pretendono risultati immediati, limitando così la capacità dell'azienda di prendere decisioni strategiche di lungo periodo.

- Il Var a 5% di -3,61% per TOD'S indica un rischio significativo di perdite giornaliere rispetto ai peer del settore che registrano un Var molto inferiore. Questo suggerisce che il titolo era percepito come rischioso dagli investitori, il che potrebbe aver portato a una crescente mancanza di fiducia nel mercato pubblico.

Dunque, si può concludere interpretando il *delisting* della società TOD'S come una mossa strategica in risposta ad una combinazione di fattori, ovvero l'eccessiva volatilità e le perdite significative nei mercati pubblici, *sottoperformance* strutturale rispetto ai competitor del settore.

In un contesto del genere, il ritorno alla gestione privata offre a TOD'S l'opportunità di focalizzarsi su un rilancio strategico, minimizzando le pressioni di mercato e permettendo un'amministrazione più agile e orientata al lungo termine.

## CONCLUSIONI

Con il presente elaborato si è perseguito l'obiettivo di fornire una comprensione approfondita del fenomeno del *delisting*, evidenziando la sua natura complessa e i molteplici aspetti che lo caratterizzano, con focus specifico sul mercato azionario italiano e sul caso emblematico di TOD'S.

La ricerca ha esaminato il funzionamento della Borsa Italiana, delineando il ruolo cruciale che questa istituzione ricopre nel panorama finanziario nazionale.

Istituita ormai da secoli, la Borsa ha rappresentato e continua a rappresentare un'importante un'importante piattaforma per la negoziazione di strumenti finanziari, facilitando scambi di azioni, obbligazioni e altri titoli. La sua struttura e il suo funzionamento si basano su un meccanismo di mercato regolamentato e favoriscono le operazioni di compravendita e di offerte pubbliche iniziali centrali per le aziende che cercano di raccogliere capitali.

La sua storia e le sue caratteristiche sottolineano l'importanza di un mercato regolamentato e trasparente, fondamentale per il dinamismo economico e le strategie aziendali, inclusa la decisione di intraprendere un *delisting*.

L'analisi sul *delisting* ha rivelato che il fenomeno si distingue principalmente in due categorie: volontario e involontario. Le motivazioni alla base della decisione di un'impresa di ritirarsi dal mercato pubblico sono molteplici e complesse, spesso risputando da una combinazione di fattori economici, finanziari e strategici.

In particolare, il *delisting* involontario è solitamente collegato a difficoltà finanziarie e a problematiche di gestione, mentre quello volontario può essere visto come una scelta strategica consapevole. Questa decisione può essere adottata per ottenere una maggiore flessibilità operativa e per ridurre le pressioni esercitate dal mercato, rappresentando così una strategia mirata a ottimizzare la gestione aziendale e a migliorare le prospettive a lungo termine.

Lo studio del caso TOD'S ha offerto un esempio significativo di *delisting* volontario nel contesto italiano, dimostrando come tale decisione possa essere utilizzata non solo in risposta a difficoltà ma anche come strategia per ottimizzare la gestione aziendale e migliorare la competitività.

La decisione di ritirare le azioni da Piazza Affari ha rivelato come il *delisting* possa riflettere una pianificazione strategica mirata a garantire un'amministrazione più dinamica e meno influenzata dalle dinamiche del mercato.

In sintesi, la tesi ha messo in luce come il *delisting*, sebbene sia spesso percepito come un avvenimento negativo, possa in realtà costituire una scelta strategica valida e ponderata, capace di riflettere obiettivi più ampi e mirati.

In definitiva, il *delisting* emerge come una componente dinamica e strategica del panorama finanziario, la cui valutazione deve essere approfondita e contestualizzata per cogliere appieno le opportunità e le sfide che comporta. La consapevolezza e l'analisi continua di questi aspetti sono essenziali per investitori, operatori di mercato e aziende, nel perseguire strategie efficaci e sostenibili nel contesto economico moderno.

APPENDICE

[file:///Users/chiarabelfiore/Downloads/luxury\\_analysis.xlsx](file:///Users/chiarabelfiore/Downloads/luxury_analysis.xlsx)

## BIBLIOGRAFIA e SITI CONSULTATI

### A

<https://am.pictet.it/blog/articoli/guida-alla-finanza/cos-e-la-borsa-e-come-funziona-tutto-spiegato-in-10-punti>

### B

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>

[https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/earnings-per-share.html#:~:text=L'Earnings%20per%20Share%20\(EPS\)%2C%20nella%20denominazione%20italiana,numero%20delle%20azioni%20ordinarie%20emesse](https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/earnings-per-share.html#:~:text=L'Earnings%20per%20Share%20(EPS)%2C%20nella%20denominazione%20italiana,numero%20delle%20azioni%20ordinarie%20emesse)

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/investor-relator.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/junk-bond.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-over-the-counter.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/private-equity.html>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/internaldealing.htm>

<https://www.bper.it/perche-sceglierci/magazine/articoli-guide/come-funziona-la-borsa>

### C

<https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis/article/abs/initial-public-offerings-in-hot-and-cold-markets/B3B56357D7A81CB449531485ACD6A10D>

<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

<https://www.consob.it/web/investor-education/in-caso-di-offerta-pubblica-di-acquisto>

<https://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom>

[https://www.corriere.it/economia/finanza/24\\_giugno\\_24/borsa-pioggia-di-delisting-22-aziende-pronte-a-dire-addio-a-piazza-affari-addio-a-21-miliardi-di-capitalizzazione-5356ff6d-b664-40d5-a0dd-ed2bf5bf8xlk.shtml?refresh\\_ce](https://www.corriere.it/economia/finanza/24_giugno_24/borsa-pioggia-di-delisting-22-aziende-pronte-a-dire-addio-a-piazza-affari-addio-a-21-miliardi-di-capitalizzazione-5356ff6d-b664-40d5-a0dd-ed2bf5bf8xlk.shtml?refresh_ce)

[https://www.corriere.it/economia/finanza/24\\_maggio\\_30/tod-s-dal-7-giugno-lascia-piazza-affari-via-al-delisting-dopo-24-anni-3fc80f7f-2e42-4bb6-93d6-5431e781bxxk.shtml?refresh\\_ce](https://www.corriere.it/economia/finanza/24_maggio_30/tod-s-dal-7-giugno-lascia-piazza-affari-via-al-delisting-dopo-24-anni-3fc80f7f-2e42-4bb6-93d6-5431e781bxxk.shtml?refresh_ce)

<https://www.creditnews.it/ddl-capitali-cosa-prevede/>



## D

<https://www.degiro.it/trading-conoscenza/strategie/analisi-fondamentale/ebit-e-ebitda>

<https://www.dirittobancario.it/art/il-delisting-per-volonta-dellemittente-il-fenomeno-del-delisting-puro/>

<https://www.dorsey.com/newsresources/publications/2009/03/going-dark--voluntary-delisting-and-deregistrati>

## F

[https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/market-abuse-regulation\\_en](https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/market-abuse-regulation_en)

<https://finanza.lastampa.it/News/2024/02/12/tods-i-della-valle-lanciano-opa+totalitaria-per-delisting/M18yMDI0LTAYLTEyX1RMOg>

<https://finanza.lastampa.it/News/2024/02/13/tods-e-saras-lasciano-la-borsa-tra-flusso-di-delisting-e-carenze-del-ddl-capitali/MzNfMjAyNC0wMi0xM19UTEI>

<https://fiscomania.com/societa-quotate/>

<https://www.forbes.com/advisor/it/investire/ipo-significato/>

<https://www.fortuneita.com/2024/02/12/tods-addio-alla-borsa-cosa-e-l-catterton-lvmh-e-la-mossa-di-della-valle-per-il-delisting/>

## I

[https://www.ilsole24ore.com/art/tod-s-l-opa-supera-90percento-scatta-delisting-piazza-affari-AFBK2qD?refresh\\_ce](https://www.ilsole24ore.com/art/tod-s-l-opa-supera-90percento-scatta-delisting-piazza-affari-AFBK2qD?refresh_ce)

<http://www.innovaitaly1.it/cosa-e-una-spac/>

<https://investimi.com/direct-listing-come-funziona/>

<https://www.investopedia.com/terms/c/cross-listing.asp>

<https://www.investopedia.com/terms/r/restructuring.asp>

Istituzioni e mercati finanziari, di Frederic S. Mishkin (autore) e Stanley G. Eakins (autore), 2019

## M

[https://mercati.ilsole24ore.com/azioni/classifiche/capitalizzazione-piazza-affari?refresh\\_ce&nof](https://mercati.ilsole24ore.com/azioni/classifiche/capitalizzazione-piazza-affari?refresh_ce&nof)

<https://www.mimit.gov.it/it/incentivi/credito-d-imposta-per-le-spese-di-consulenza-relative-alla-quotazione-delle->

[pmi#:~:text=Conseguentemente%2C%20come%20per%20gli%20anni,un%20massimo%20di%20500.000%20euro](#)  
[https://www.moneyfarm.com/it/glossario-finanza/borsa-italiana/](#)  
[https://www.morningstar.it/it/news/247243/delisting-perché-piazza-affari-è-da-record-ma-perde-](#)  
[appeal.aspx#:~:text=%2D%20Nel%202023%2C%20Piazza%20Affari%20è,crisi%20finanziaria%20del%202008%2D2009](#)

## P

[https://www.pambianconews.com/2024/03/25/si-avvicina-il-delisting-di-tods-dalla-consob-via-libera-allopa-400368/](#)

Principi di finanza aziendale, di Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, McGraw-Hill Education (Autori), 2020

## R

[https://www.raiffeisen.ch/rch/it/conoscenze/investire/come-funziona-la-borsa.html](#)  
[https://www.rsm.global/italy/rsmrev/sites/default/files/media/pdf/macche\\_delisting\\_quotarsi\\_conviene.pdf](#)

## T

[https://www.tim-management.com/private-equity-e-finanza-aziendale/](#)  
[https://www.todsgroup.com/sites/default/files/2024-04/Relazione%20finanziaria%20annuale%20al%2031%20dicembre%202023%20-%20comprensiva%20di%20DNF.pdf](#)

## U

[https://univda.unitesi.cineca.it/retrieve/734aa0e9-26b8-45bf-b76a-eb6d5385e190/Tesi\\_Michielin\\_Serena.pdf](#)

[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-107-7568?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](#)