



Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

## “IPO e Quotazione nel Mercato italiano: il caso Technoprobe Spa”

Prof. Gianluca Mattarocci

---

RELATORE

Filippo Beni matr. 267791

---

CANDIDATO

## ***Indice***

<b><i>Introduzione</i></b> .....	<b>2</b>
<b><i>1. Le IPO – Fondamenti e Contesto</i></b> .....	<b>5</b>
<b>1.1 Introduzione</b> .....	<b>5</b>
<b>1.2 Definizione e caratteristiche delle IPO</b> .....	<b>5</b>
<b>1.3 Evoluzione storica e diffusione in Italia</b> .....	<b>10</b>
<b>1.4 Confronto con i mercati internazionali</b> .....	<b>15</b>
<b>1.5 Regolamentazione Italiana ed Estera</b> .....	<b>23</b>
<b>1.7 Conclusioni</b> .....	<b>31</b>
<b><i>2. Strategie di Pricing nelle IPO</i></b> .....	<b>33</b>
<b>2.1 Introduzione</b> .....	<b>33</b>
<b>2.2 Costi di una IPO</b> .....	<b>33</b>
<b>2.3 Modelli e approcci di determinazione del prezzo</b> .....	<b>39</b>
<b>2.4 Fattori determinanti del prezzo di offerta</b> .....	<b>48</b>
<b>2.5 Fenomeno dell'underpricing</b> .....	<b>50</b>
<b>2.6 Conclusioni</b> .....	<b>55</b>
<b><i>3. La quotazione di Technoprobe</i></b> .....	<b>56</b>
<b>3.1 Introduzione</b> .....	<b>56</b>
<b>3.2 Storia della società</b> .....	<b>56</b>
<b>3.3 Analisi dei comparabili e definizione prezzo iniziale di quotazione</b> .....	<b>59</b>
<b>3.4 Analisi del prezzo di quotazione post IPO</b> .....	<b>62</b>
<b>3.5 Performance del titolo rispetto ai competitors</b> .....	<b>65</b>
<b>3.6. Conclusioni</b> .....	<b>67</b>
<b><i>Conclusioni</i></b> .....	<b>69</b>
<b>Bibliografia</b> .....	<b>72</b>

## **Introduzione**

Il presente lavoro si basa sull'analisi del processo dell'Initial Public Offering (IPO), o offerta pubblica iniziale, che segna il passaggio per l'azienda dalla proprietà privata a quella pubblica divenendo il punto di svolta nella vita di un'impresa. L'emissione sul mercato delle proprie azioni consente una maggiore visibilità per gli investitori nazionali ed internazionali e quindi la possibilità di una crescita esponenziale nonché il rafforzamento della propria fetta di mercato. L'inserimento all'interno dei mercati finanziari prevede una serie di sfide che l'azienda deve affrontare, come ad esempio la necessità di adeguarsi a regole e norme molto stringenti poste dal legislatore per la tutela degli investitori, delle aziende e del mercato in generale. In questi ultimi anni la normativa italiana ha cercato di regolamentare al meglio l'accesso alla borsa da parte delle piccole e medie imprese, semplificando i requisiti per quotarsi e riducendo i costi. Sull'esempio del mercato britannico, che ha introdotto l'AIM UK (Alternative Investment Market), in Italia è stato creato, per le PMI, un nuovo segmento di mercato, chiamato Euronext Growth Milan (EGM), ad oggi in forte espansione, che consente loro di superare tutti quei vincoli e limiti finanziari imposti dal vecchio sistema del finanziamento bancario. Considerando che il tessuto imprenditoriale italiano è formato per il 99% da Piccole e Medie imprese, che ricoprono una considerevole quota del Pil e dell'occupazione nazionale, diventa di semplice comprensione il fatto che la possibilità di accedere ai mercati finanziari globali, evento del tutto naturale ed usuale per le grandi imprese, è stato di certo un punto di svolta per le Pmi, tale da permettergli di poter diversificare le fonti di finanziamento considerando la quotazione sul mercato una valida opzione in un'ottica di crescita e competizione futura. L'obiettivo ambizioso di questo lavoro di stesura è quello di comprendere la realtà dei fatti sulla quotazione borsistica italiana,

confrontando la normativa nazionale con quella internazionale e andando ad esaminare il caso della società Technoprobe Spa, analizzando nello specifico gli effetti che questo importante evento ha comportato nella vita dell'azienda brianzola.

Nella prima parte del lavoro, seguendo un approccio di tipo descrittivo, si analizza in modo dettagliato l'IPO, volendo evidenziare il fatto che l'impresa che si appropria a questa operazione compie una delle operazioni più importanti nell'ambito della *corporate finance*. L'analisi presentata ha approfondito non solo le caratteristiche principali, che deve avere una offerta pubblica iniziale, ma ne ha spiegato in modo dettagliato il processo evolutivo e la diffusione nel nostro paese. Ovviamente considerando che il mercato delle IPO è diverso da nazione a nazione, si è proceduto, inoltre, ad un confronto con i mercati internazionali come quello americano e cinese puntando su un approfondita disamina della regolamentazione italiana ed estera.

Nel capitolo successivo sono stati illustrati i costi diretti ed indiretti necessari per il processo di quotazione, analizzando quali siano i meccanismi per determinare il prezzo di offerta, ma anche le motivazioni che spingono una società a quotarsi, le problematiche che spesso si nascondono dietro a tale scelta, le fasi che compongono le operazioni di quotazione, le condizioni di mercato, le figure professionali coinvolte e gli obiettivi che si vogliono raggiungere. Lo studio è stato impostato sull'analisi della strategia di pricing di una IPO. Le imprese che entrano nel mercato di capitali devono necessariamente soddisfare determinati requisiti qualitativi e quantitativi, si è voluto evidenziare che le imprese devono essere orientate alla creazione di valore, consolidare la loro posizione competitiva nel mercato operativo e attuare strategie chiare e ben strutturate a livello manageriale. Il mercato che le deve percepire come solide e trasparenti, può soddisfare la sua curiosità potendo accedere ai bilanci pubblici, visto che secondo i principi contabili

internazionali, sono obbligate a redigere dichiarazioni trimestrali e semestrali. Sono stati illustrati costi diretti e indiretti necessari per il processo di quotazione e sono stati analizzati i meccanismi di determinazione del prezzo d'offerta, domandandosi quale fosse il più efficiente, infine è stato analizzato il fenomeno dell'*underpricing* con le conseguenze per aziende e investitori. La quotazione permette inoltre di espandere la compagine azionaria, creando un mercato per le azioni che vedono aumentare esponenzialmente la loro liquidità e trasferibilità; si crea allora un'opportunità di disinvestimento per gli azionisti che intendono diversificare il loro patrimonio, conservando comunque l'integrità aziendale e producendo creazione di valore. In termini generali, questo si riversa nella possibilità per la società di finanziare la crescita esterna, favorendo uno sviluppo dimensionale rapido ed efficiente, che difficilmente può essere raggiunto se non con un'operazione di IPO.

Nel terzo capitolo è stata presa in esame la quotazione di TecnoProbe Spa, e dopo un breve excursus storico sulla nascita e sviluppo della società, si è proceduto all'analisi della determinazione del prezzo di quotazione, e di post quotazione, nonché la performance del titolo rispetto ai competitors. La Società ha potuto avvalersi del sostegno di istituti come Mediobanca, in qualità di joint global coordinators e Euronext Growth Advisor e, Intesa San Paolo spa - divisione IMI corporate & investment in qualità di Bookrunners. Il lavoro svolto porterà a dimostrare che i risultati positivi ottenuti da TecnoProbe Spa, in seguito alla quotazione sul mercato, sottolineano il vantaggio di effettuare un'operazione di IPO come prerogativa fondamentale per la crescita delle dimensioni aziendali. Quando una società, come quella in analisi, ha una posizione di leadership sul mercato, la quotazione rappresenta senza dubbio la scelta più adatta per lo sviluppo.

## **1. Le IPO – Fondamenti e Contesto**

### **1.1 Introduzione**

Le *Initial Public Offerings* (IPO) rappresentano un passaggio cruciale nella vita di un'azienda, segnando la sua transizione da società privata a società pubblica attraverso l'offerta delle proprie azioni sul mercato. Questo processo consente alle imprese di raccogliere capitali per finanziare la crescita, aumentare la propria visibilità e migliorare la governance aziendale. L'obiettivo di questo capitolo è fornire una panoramica sulle IPO, analizzandone il funzionamento, i diversi tipi di offerta, le motivazioni che spingono le aziende a quotarsi e le implicazioni finanziarie e strategiche di questa scelta. Particolare attenzione sarà data al contesto italiano, tracciando l'evoluzione del mercato delle IPO in Italia dagli anni 2000 a oggi, e mettendo in evidenza le differenze rispetto ai mercati internazionali, con un focus su Stati Uniti e Cina. Inoltre, saranno analizzate le normative che regolano il processo di quotazione e delisting, fornendo un confronto tra le principali borse mondiali. La comprensione del mercato delle IPO e della sua regolamentazione è essenziale per valutare il ruolo che queste operazioni assumono nel sistema finanziario globale, nonché per comprendere le sfide e le opportunità che le aziende devono affrontare nel decidere di accedere ai mercati pubblici.

### **1.2 Definizione e caratteristiche delle IPO**

Una IPO è uno strumento regolato dalla legge, più precisamente dal Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 58/1998), mediante il quale una società privata offre per la prima volta le proprie azioni al pubblico attraverso una borsa valori, grazie alla creazione di ciò che viene definito flottante, diventando così una società quotata. L' IPO può avvenire in tre diverse tipologie, infatti si parla di OPV, di OPS, e di OPVS. Il termine OPV sta per Offerta Pubblica di Vendita e identifica uno strumento con cui una società dichiara l'intenzione di vendere

tutte o una parte delle azioni ordinarie con diritto di voto detenute in portafoglio. Nel caso dell'OPV sono i soci a voler vendere le proprie azioni fissando in maniera irrevocabile e a condizioni non variabili prezzi e quantità. L'obiettivo della società nelle OPV è quello di allargare o modificare la base azionaria. In una OPV occorrono due casistiche, nel caso in cui l'azienda sia pubblica e stia svolgendo un'operazione di questo tipo, si parla di privatizzazione. Nel caso in cui l'azienda in questione sia privata, allora l'offerta è finalizzata alla quotazione in borsa, e l'OPV prende il nome di IPO. Questo tipo di offerta varia anche a seconda del tipo di investitore a cui viene rivolta. Infatti, è possibile incontrare, un'offerta pubblica, che è rivolta a tutte le tipologie di investitori, un'offerta istituzionale, rivolta solo agli investitori istituzionali, oppure collocamenti privati, rivolti ad un numero ridotto e selezionati di investitori. Le norme che riguardano questo tipo di offerta non sono particolarmente stringenti, questo poiché si presume che i soggetti interessati siano maggiormente tutelati per via della loro più alta specializzazione e professionalità. Durante il periodo dell'offerta, i prezzi dei titoli non devono essere modificati e hanno un valore d'asta minimo e massimo. Nel caso in cui la quantità di azioni accettate risulti inferiore all'offerta, l'offerente può decidere di ritirare il residuo o lasciare l'offerta in sospeso. Nel momento in cui vi è l'assegnazione delle azioni, queste entreranno nella disponibilità dell'acquirente entro 20 giorni dalla conclusione dell'offerta. Nel periodo che va dal lancio dell'offerta alla conclusione dell'operazione, il venditore non può modificare le condizioni relative al capitale e al patrimonio societario, così come non può fare accordi relativi all'esercizio del diritto di voto. Una OPS, offerta pubblica di sottoscrizione, è anch'essa un'operazione di vendita di azioni ordinarie, ma differisce dall'OPV in quanto le azioni saranno di nuova emissione e non di proprietà dei soci dell'azienda. Ciò comporta che questo tipo di operazione ha lo scopo di raccogliere capitale per l'impresa, aumentando il capitale sociale. L'obiettivo di un'OPS è quindi quello

di ottenere nuove risorse finanziarie allargando allo stesso tempo la base azionaria senza il coinvolgimento dei soci. Infatti, differisce da un semplice aumento di capitale in quanto i soci già esistenti non hanno alcun diritto di opzione per acquistare le nuove azioni emesse. Infine, una società potrebbe optare per una OPVS, offerta pubblica di vendita e sottoscrizione, ovvero un'operazione che combina le OPV con le OPS. Ciò che rende molto interessante questo tipo di opzione è la possibilità per gli investitori iniziali, come fondi di venture capital, di poter intascare il ricavato del collocamento delle proprie azioni, permettendo allo stesso tempo alla società di raccogliere ulteriori capitali.

La quotazione in borsa avviene spesso come risposta ad uno o più bisogni della società. In primis lo scopo di una IPO è quello di raccogliere nuovi capitali per il finanziamento di progetti di investimento come l'espansione del business in nuovi mercati, acquisizioni verticali o orizzontali, sviluppo di nuovi prodotti o tecnologie. Un'altra importante motivazione potrebbe essere quella di diversificare le fonti di finanziamento così da ridurre la dipendenza dell'impresa dal capitale di debito. La quotazione può avere inoltre l'obiettivo di migliorare il prestigio della società e aumentarne la visibilità così da godere di ricadute positive in termini di potere contrattuale sia sul mercato dei fattori produttivi che su quello dei beni e servizi prodotti. Inoltre, questa operazione tende a ridurre il costo del capitale, in particolare il costo del debito, sia direttamente per via della minor leva finanziaria che deriva dall'erogazione di nuove azioni, sia indirettamente per l'effetto della maggior disciplina nel governo aziendale imposta dalle regole di *corporate governance* e dalle regole di trasparenza verso il pubblico previste dal regolamento del mercato. Infine, essere una società quotata permette al *management* di avere una possibile moneta di scambio per eventuali operazioni strategiche come fusioni o acquisizioni, permette di poter in parte ridurre il problema di agenzia

includendo nel piano retributivo dei *top manager* un premio in azioni, e garantisce una valutazione di mercato che esprima il risultato di un'attenta, continua e credibile attività di monitoraggio esterno sull'efficacia del *management* nella creazione di valore. Da tutto ciò si può concludere che la scelta di quotarsi risponde solo in parte ad una logica finanziaria, potendo il più delle volte essere dettata da considerazioni di natura strategica o di governo aziendale. Trattandosi di una operazione straordinaria, il processo di quotazione richiede la partecipazione di alcuni professionisti esterni alla azienda. La prima figura esterna che aiuta la società durante l'operazione è l'*Euronext Growth Advisor* (EGA), solitamente un intermediario finanziario con adeguata professionalità e esperienza sul mercato finanziario che svolge l'attività di coordinamento dell'operazione e di tutti i professionisti, l'attività di *Due Diligence*, di assistenza e consulenza per la preparazione agli incontri con gli analisti, valuta l'appropriatezza della società per l'ammissione alla borsa e rilascia le dichiarazioni richieste dai regolamenti del mercato, infine assiste la società per tutto il periodo di permanenza in borsa della società post quotazione. Un'altra importante figura è quella del *Global Coordinator*, solitamente una banca di investimento che si occupa della collocazione delle azioni; infatti, è questa figura che solitamente gestisce gli incontri della azienda con i potenziali investitori, razionalizzando e raccogliendo le manifestazioni di interesse ricevute e gestendo il processo di lancio dell'operazione sul mercato, aprendo gli ordini e definendo il '*Book*'. Oltre alle due figure citate, durante il processo di quotazione, si incontrano anche; il *Financial Advisor*, che ha principalmente il compito di supportare l'azienda nella creazione del business plan e dei documenti finanziari, il *Legal Advisor*, che si occupa degli aspetti legali della quotazione, come la predisposizione del documento di ammissione al mercato, la definizione dello statuto da società quotata e la predisposizione degli atti degli organi sociali della società. Infine, si incontra la società di revisione, che ha lo scopo di certificare che i bilanci della società rispecchino le normative

richieste dalla Consob e da Borsa Italiana. L'operazione straordinaria che porta una società ad essere quotata è generalmente composta da cinque fasi che possono variare in base al mercato scelto. La prima fase consiste nella valutazione della fattibilità della quotazione da parte del *management* aziendale, analizzando quelli che sono i vantaggi e gli svantaggi che derivano dal diventare una società pubblica. Successivamente, l'azienda avvia la fase preparatoria, selezionando le figure necessarie allo svolgimento dell'operazione, tra cui, il *Global Coordinator*, il *Financial Advisor* e l'*Euronext Growth Advisor* per le quotazioni su *Euronext Growth Milan*. In questa fase vengono tendenzialmente condotte la *Due Diligence* sia finanziaria che legale, la certificazione dei bilanci e la redazione del prospetto informativo, documento che ha lo scopo di illustrare le caratteristiche della società, il business plan e i rischi dell'investimento ai possibili investitori. Una volta completata la documentazione necessaria inizia la terza fase, che consiste nella sottoposizione della documentazione alla Consob, che ne verifica la conformità normativa, e a Borsa Italiana, che analizza l'idoneità della società alla quotazione. Durante questa fase, la società inizia l'attività di *Roadshow*, ovvero una serie di incontri con investitori istituzionali per presentare l'offerta e suscitare interesse sul mercato. Il *Roadshow* serve inoltre a raccogliere informazioni dal mercato riguardo la domanda di azioni da parte degli investitori e il prezzo a cui sarebbero disposti a sottoscriverle, consentendo così di determinare il prezzo delle azioni attraverso ciò che viene definito '*bookbuilding*', cercando di bilanciare domanda e offerta per garantire il successo dell'operazione. Una volta fissato il prezzo definitivo l'offerta pubblica viene lanciata in due tranche, una rivolta agli investitori istituzionali e una rivolta invece agli investitori retail. A questo punto la società fa il suo debutto sul mercato attraverso il primo giorno di negoziazione, che segna l'inizio della vita della azienda come società quotata, rendendola soggetta a

partire da quel momento a tutti gli obblighi di trasparenza, pubblicazione dei bilanci periodici e relazioni con gli investitori.

### **1.3 Evoluzione storica e diffusione in Italia**

Fino agli inizi degli anni Novanta l'accesso alla borsa in Italia è stato limitato a grandi gruppi industriali e finanziari e a società a partecipazione statale. Questa situazione fu il risultato di una serie di fattori, come la stringente regolamentazione del mercato finanziario, la struttura dell'economia italiana basata principalmente su piccole e medie imprese a conduzione familiare e una forte presenza dello stato nell'economia. La maggior parte delle aziende italiane preferiva (e preferisce tuttora) affidarsi al credito bancario piuttosto che finanziarsi attraverso il mercato dei capitali, questo poiché le imprese familiari, per paura di perdere il controllo della società, non erano disposte ad aprire il capitale ad investitori esterni. Inoltre, il processo di quotazione era molto complesso e costoso, e l'accesso al mercato richiedeva elevati requisiti di capitalizzazione e trasparenza, rendendo così questa opzione praticabile solo per le aziende di grandi dimensioni. Infine, un ulteriore ostacolo alla diffusione delle IPO fu la netta distinzione tra banche commerciali e banche d'investimento imposta dalla legge bancaria del '36, modello adottato per garantire stabilità al sistema finanziario e proteggere gli investitori dagli attacchi speculativi, limitando però così il coinvolgimento degli investitori istituzionali che portò alla mancanza di fondi di investimento e venture capital che sostenessero le aziende nella fase pre-quotazione, rendendo difficile per le piccole e medie imprese attrarre il capitale necessario per una IPO. Le cose cambiarono quando l'Italia dovette adeguarsi alle regole di mercato aperto dell'Unione Europea, che portò alla nascita del Testo Unico Bancario nel 1993 che eliminò la separazione tra banche commerciali e banche d'investimento, introducendo il modello delle banche universali. Questo ebbe un impatto significativo sul mercato delle IPO, in quanto permise agli istituti di credito di

poter operare contemporaneamente sia nel mercato del finanziamento tradizionale che nelle attività legate ai mercati finanziari. Prima della riforma le banche commerciali non potevano assistere le aziende nel percorso di quotazione, mentre le banche d'investimento, non avevano il capitale necessario a poter sostenere un mercato delle IPO competitivo come quello di altri paesi. Dopo la riforma le banche universali hanno iniziato ad offrire servizi di *underwriting*, *advisory* finanziaria e collocamento di titoli sul mercato. Ciò ha garantito a questi istituti l'assunzione di ruoli chiave durante il processo di IPO, come il ruolo di *Global Coordinator*, assistendo così le aziende durante tutta l'operazione. Questo ha dato la possibilità anche ad aziende più piccole di accedere al mercato, inoltre grazie alla loro ampia base clienti e alla possibilità di operare sia nel settore istituzionale che retail le banche universali hanno contribuito alla maggiore domanda di azioni portando conseguentemente ad un aumento dell'interesse degli investitori e ad un aumento della liquidità disponibile per le nuove IPO. L'integrazione tra l'attività bancaria tradizionale e quella di investimento ha portato anche ad alcune innovazioni in campo di ingegneria finanziaria che potessero sostenere le piccole imprese durante la fase di pre-quotazione, come i '*bridge loans*', prestiti che avevano lo scopo di garantire la liquidità necessaria per affrontare i costi della quotazione. Infine, la riforma diede la possibilità alle banche universali di operare su scala globale, aumentando così l'interesse internazionale per il mercato italiano da parte di investitori esteri e migliorando le condizioni della raccolta di capitale per le imprese. A ciò seguirono una serie di privatizzazioni per rendere l'economia del paese più competitiva sul piano internazionale e armonizzarla sul piano Europeo. Le privatizzazioni avvennero principalmente attraverso IPO, rendendo così il mercato italiano molto interessante per i capitali internazionali. Tra le più importanti ci furono Telecom (1997), Autostrade (1999), Eni, Enel (1999) e la privatizzazione delle banche pubbliche che portò alla nascita di banche come UniCredit (1998) e Intesa Sanpaolo (2007). Un ulteriore svolta

avvenne nel 1998, quando Borsa Italiana passò dall'essere un ente pubblico ad una società privata, questo per migliorarne l'efficienza e garantire maggiore trasparenza. Nello stesso anno inoltre fu introdotto il Testo Unico della Finanza, con regole meno stringenti e più in linea con l'Unione Europea, e fu potenziato il ruolo della CONSOB, autorità amministrativa indipendente, per garantire una maggiore protezione degli investitori e regolamentare le nuove emissioni azionarie. L'evoluzione normativa portò quindi ad un aumento del numero del numero di nuove quotazioni data la semplificazione del processo di ammissione alla Borsa, ad un settore bancario più competitivo e adatto a supportare le aziende durante questo genere di operazioni, e ad un aumento dell'interesse di capitali internazionali nel mercato italiano. Tutto ciò ebbe sicuramente un'influenza sull'andamento del mercato delle IPO, anche se il fattore che forse è più determinante per l'andamento di questo mercato può essere riscontrato in quello che viene definito il '*Market Timing*', ovvero il tempo ideale per una società di quotarsi. Questo poiché una IPO può essere strutturata nel miglior modo possibile, può avere un prezzo equo di emissione e agenti che la supportano e che minimizzano i costi, ma basta un errore nel *timing* perché l'operazione si traduca in un fallimento. Il *timing* è quindi una variabile chiave che può essere divisa tra il timing interno all'impresa, variabile soggettiva, che dipende da quelle che sono le motivazioni precedentemente discusse che portano il *management* aziendale a decidere di quotarsi, e timing esterno, una variabile esogena che corrisponde al momento migliore relativo alle condizioni di mercato. Questo aspetto, come affermato da uno studio condotto dalla Deloitte su un campione di 3000 top executives di aziende private appartenenti a vari settori, è riconosciuto come la maggior preoccupazione durante una IPO da circa un terzo del campione. I fattori che influenzano il market timing di una IPO sono molteplici, tra questi riscontriamo le condizioni di mercato, la volatilità, le performance delle IPO precedenti, il sentiment degli investitori e alcune variabili macroeconomiche. Per quanto riguarda lo studio delle

condizioni di mercato favorevoli ad un IPO uno degli studi più significativi è stato quello condotto da Jean Helwege e Nellie Liang nel 2004. Lo studio si pone l'obiettivo di analizzare le fasi di *'hot market'* e di *'cold market'*, il periodo *hot* vede un mercato caratterizzato da un elevato numero di IPO, sottoscrizioni eccessive e un livello significativo di sottovalutazione delle azioni, mentre nel periodo *cold* del mercato si riscontra un numero di nuove quotazioni sensibilmente ridotto, il sottoprezzo è molto meno marcato e vi è una minore domanda da parte degli investitori di nuovi investimenti. La ricerca evidenzia come le società che si quotano nei due diversi periodi non differiscano in modo sostanziale né in termini di età, profitto e potenziale crescita, né nel settore di appartenenza, segnalando così che le fluttuazioni nel settore delle IPO siano guidate più da fattori macroeconomici e dal sentiment degli investitori piuttosto che da un'esplosione di innovazioni in un determinato settore o da differenze strutturali nelle aziende stesse. Infine, dalla ricerca, è emerso un altro aspetto molto interessante, ovvero che le aziende che tendono a quotarsi durante i periodi di *'hot market'* tendono a sottoperformare rispetto alle aziende che si quotano durante i periodi *'cold'*. Ciò è in linea con l'ipotesi iniziale di sopravvalutazione iniziale durante i periodi *'hot'*. La volatilità del mercato come fattore che influenza le IPO è stata analizzata da uno studio condotto da Pastor e Veronesi nel 2005. I due economisti hanno condotto un'analisi quantitativa che ha dimostrato che, quando la volatilità del mercato è più bassa le imprese sono più propense a quotarsi, questo poiché il rischio percepito dagli investitori è più basso, e ciò si traduce in un minor costo del capitale per le imprese. Al contrario nei momenti di elevata volatilità del mercato, dovuta a momenti di incertezza economica e instabilità finanziaria, le imprese tendono a rinviare la quotazione. Gli economisti Ritter e Welch nel 2002 invece hanno analizzato un altro aspetto molto rilevante che viene preso in esame dalle imprese di procedere alla quotazione, ovvero le performance delle IPO recenti. Lo studio, infatti, dimostra che c'è una possibilità maggiore

di nuove quotazioni quando quelle precedenti hanno ottenuto buoni risultati e le azioni sono state bene accolte dal mercato. Anche gli aspetti macroeconomici giocano un ruolo fondamentale, come evidenziato da uno studio di Panetta, Pagano e Zingales nel 1998. Gli autori hanno evidenziato la correlazione tra la scelta di quotarsi da parte delle imprese, e le politiche macroeconomiche adottate dalle banche centrali, difatti, quando i tassi di interesse si abbassano per favorire uno sviluppo dell'economia, il mercato azionario diventa più attraente per gli investitori in quanto garantisce rendimenti più elevati, traducendosi in un momento favorevole per l'ingresso nel mercato. Tutto ciò è in linea con quanto accaduto nel mercato italiano dal 2000 ad oggi. Durante questo periodo il sentiment degli investitori era positivo e ciò ha spinto diverse aziende a prendere la decisione di quotarsi, delle 49 società che si sono quotate nel 2000, 19 appartenevano al settore tecnologico. A seguire, dopo lo scoppio della bolla tecnologica, in linea con le teorie precedentemente citate, si è riscontrata una contrazione delle quotazioni dal 2001 al 2005, seguita da una successiva espansione del mercato nel biennio 2006-2007, prima dello scoppio della bolla dei mutui sub-prime negli Stati Uniti. Dopo lo scoppio della bolla del mercato del credito si può notare un'ulteriore contrazione del mercato delle IPO, dovuto ad una scarsa fiducia nel sistema finanziario e alla crisi dei debiti sovrani, che hanno portato ad una maggiore volatilità del mercato e ad una scarsa propensione al rischio da parte degli investitori, rendendo la contrazione delle nuove emissioni in linea con lo studio di Pastor e Veronesi. Per cercare di riprendersi da questo momento sfavorevole, la BCE ha attuato le politiche di *Quantitative Easing*, immettendo liquidità all'interno del sistema finanziario, e ha iniziato progressivamente ad abbassare il tasso di interesse sul rifinanziamento che ha raggiunto lo 0% nel 2016, portando ad una ripresa del mercato delle IPO. Anche questa espansione è in linea con le teorie precedentemente elencate, in quanto mostra un aumento delle IPO durante una fase di espansione del mercato con bassi tassi d'interesse come teorizzato da

Panetta, Pagano e Zingales. Durante questo periodo un altro fattore rilevante per la ripresa del mercato è stato il segmento AIM, segmento dedicato alle PMI. Infatti, il segmento riservato alle piccole e medie imprese, introdotto nel 2009 ha aiutato la ripresa del mercato in quanto ha permesso ad aziende più piccole di quotarsi dovendo rispettare requisiti di capitalizzazione e trasparenza meno stringenti rispetto alle grandi aziende. Il triennio 2020-2022 ha visto una prima riduzione del numero di nuove quotazioni nel 2020 per via dell'incertezza nel mercato dovuta alla pandemia COVID-19, tuttavia, nel 2021 si è vista una ripresa significativa, che ha visto il mercato raggiungere i livelli record del 2000 con 49 aziende quotate in un anno. Ciò è dipeso dalla forte iniezione di liquidità nei mercati da parte della BCE attraverso il *Pandemic Emergency Purchase Program*, che ha abbassato il rendimento dei titoli di stato rendendo l'investimento un'alternativa più allettante per gli investitori, dal mantenimento dei tassi d'interessi a livelli estremamente bassi (0% sul tasso di rifinanziamento) e dalle politiche attuate dal governo italiano come il decreto rilancio a maggio del 2020 e il decreto liquidità ad aprile 2020 a favore delle imprese. Nel biennio 2023-2024, il mercato ha visto un ulteriore rallentamento dovuta ad un periodo di incertezza economica e al rialzo dei tassi d'interesse da parte della BCE per cercare di contenere l'inflazione raffreddando le economie dei paesi dell'eurozona.

#### **1.4 Confronto con i mercati internazionali**

Il mercato delle IPO è diverso da paese a paese, ve ne sono alcuni più sviluppati, come quello statunitense e quello inglese, e altri meno sviluppati, come quello italiano e quello cinese. La differenza nello sviluppo di questo mercato dipende da una serie di caratteristiche che riguardano il mercato finanziario dei singoli paesi, e come tali caratteristiche si sono evolute nel tempo. Gli aspetti dei mercati finanziari che hanno avuto un impatto significativo nel tempo sul mercato delle IPO sono diversi, tra cui la struttura del mercato finanziario, le

differenze culturali tra i singoli paesi, e le differenze normative. Per comprendere come queste caratteristiche hanno avuto un impatto sulla scelta delle imprese di quotarsi su una borsa valori, bisogna prima comprendere come funziona il mercato finanziario, e che ruolo riveste nell'economia di un paese. Il mercato è un luogo fisico, o virtuale, che ha il compito di consentire a chi ha un surplus di risorse di trasferirle a chi ha un deficit di risorse, in cambio della promessa da parte del soggetto finanziato di restituire le risorse in futuro al proprio finanziatore. Le modalità e il quantitativo di risorse da restituire variano a seconda del tipo di contratto di finanziamento che viene fatto tra le parti. Il contratto può essere di debito, che prevede generalmente che il capitale venga restituito aumentato di interessi ad una data fissa e predeterminata, o di capitale di rischio, che consente alle imprese di raccogliere capitale che sarà poi remunerato attraverso i dividendi, generalmente non predeterminati, e dipendenti dagli utili futuri che l'azienda sarà in grado di produrre e dalla percentuale di tali utili su cui si ha diritto. Ciò porta principalmente alla creazione di due strumenti finanziari, gli strumenti a reddito fisso, come i mutui, e gli strumenti di capitale di rischio, come le azioni. Quando gli individui in surplus trasferiscono le risorse agli individui in deficit, possono scegliere tra questi due strumenti, ma per poterlo fare consapevolmente, al di là delle preferenze personali, vi è la necessità di avere una serie di informazioni, che non sempre sono disponibili. L'assenza di una completa informazione genera un problema all'interno dei mercati che può renderli inefficienti, tale problema viene definito di asimmetria informativa, e si riscontra quando una delle parti possiede informazioni private di cui l'altra è allo oscuro. Facendo riferimento al mercato delle IPO, tale dinamica si potrebbe riscontrare nel momento in cui l'azienda che intende quotarsi ha molte più informazioni circa le proprie azioni e/o caratteristiche rispetto alla platea di investitori intenti ad acquistare tali azioni. Quando si parla di asimmetria informativa bisogna però distinguere tra due diverse situazioni, la selezione avversa, e l'azzardo morale. La selezione

avversa è un fenomeno che si presenta ex ante, quindi prima della conclusione del contratto, in cui una parte possiede delle informazioni private sul bene oggetto dello scambio che la controparte ignora. Come teorizzato da Akerlof tale problematica porta il rischio di eliminare dal mercato i beni di qualità migliore, scambiando solo quelli di qualità inferiore o, peggio, a portare la parte meno informata a non concludere affatto il contratto, rendendo così il mercato inefficiente. Se si traspone tale teoria ai mercati finanziari, il problema si presenta quando gli investitori non sono in grado di distinguere tra aziende sane e aziende rischiose. Le imprese più rischiose saranno quindi più incentivate a cercare di finanziarsi tramite il mercato, mentre quelle sane, sapendo che gli investitori non sarebbero in grado di riconoscergli il vero valore, potrebbero evitare di quotarsi. Questo porterebbe ad una distorsione del mercato, in cui aziende meno meritevoli sono in grado di raccogliere più capitale di quelle meritevoli, portando il mercato al fallimento. Per ovviare tale problematica sono nati gli intermediari finanziari, delle istituzioni specializzate nella raccolta ed allocazione delle risorse, che raccolgono informazioni con lo scopo di ridurre le asimmetrie informative. Il secondo problema che deriva dall'asimmetria informativa è l'azzardo morale, fenomeno che si verifica ex post, e consiste nell'incapacità di uno dei soggetti di osservare e controllare le azioni dell'altro. Il modo in cui le istituzioni finanziarie si sono sviluppate nei vari paesi del mondo, unito alle normative adottate dai governi per ovviare tali problematiche ha portato ad una differenza nelle varie culture finanziarie, e conseguentemente ad una significativa differenza nello sviluppo del mercato delle IPO. I mercati presi in esame sono, quello italiano, quello tedesco e quello statunitense. Si può riscontrare la nascita del divario tra questi mercati dalla crisi finanziaria del '29, infatti, la risposta normativa adottata dai governi per scongiurare una nuova crisi ha segnato uno spartiacque nello sviluppo delle borse dei paesi presi in esame. In Italia, dopo la crisi, nel '36, come già anticipatamente citato, fu varata la legge bancaria, che però non presentava una

vera e propria normativa riguardo le IPO. Queste erano regolate in modo generico all'interno delle disposizioni della Borsa Valori di Milano, all'epoca unico mercato regolamentato, e dal Codice civile e dalla legge bancaria. L'ammissione alla borsa era inoltre gestita dal Ministero del Tesoro e dalle camere di commercio locali, che vista la mancanza di regole standardizzate valutavano l'ammissione e i requisiti caso per caso. Mancavano, infatti, dei requisiti di capitale sociale minimo, stabiliti caso per caso in base alla solidità finanziaria e alla redditività aziendale. Allo stesso modo mancavano una soglia minima di capitale flottante e uno standard riguardo i bilanci da presentare, il tutto valutato sempre caso per caso dal Ministero del Tesoro. Non era nemmeno richiesto da parte delle società intenzionate a quotarsi un prospetto informativo, che fu introdotto con la legge n. 77 del 1983, in cui vennero stabiliti degli obblighi più stringenti di trasparenza per le società che volevano entrare a far parte del mercato. Tutto ciò ha permesso che le quotazioni fossero spinte più da decisioni politiche o istituzionali, che dalle altre motivazioni precedentemente elencate in questo studio. Tale lacuna normativa ha portato ad un'evoluzione bancocentrica del mercato italiano, per questo, si è creato un mercato elitario, in cui solo le grandi imprese riuscivano a quotarsi sulla borsa valori, limitando l'accesso alle piccole e medie imprese, che di conseguenza per potersi sviluppare hanno fatto principalmente ricorso al credito bancario. Questo non ha permesso alla borsa di svilupparsi, per via delle troppo stringenti barriere all'entrata, e ciò ha portato ad uno scarso interesse degli investitori, con una conseguente limitazione della liquidità del mercato, fattore chiave per il funzionamento efficiente di una borsa. Infatti, gli investitori preferiscono mercati più liquidi per la possibilità di entrare e uscire più facilmente dalle posizioni intraprese, inoltre mercati poco liquidi possono avere *spread bid-ask* e costi di transazione troppo alti, portando all'allontanamento di potenziali capitali. Un altro deterrente per gli investitori nell'investire nel mercato italiano è stata l'assenza di un'autorità che controllasse le aziende e garantisse la

trasparenza del mercato, difatti, la CONSOB nacque solo nel 1974, ma fu effettivamente potenziata solo a partire dalla fine degli anni '80. Questa scarsa attenzione al mercato ebbe un impatto sulla cultura finanziaria del paese, che vista l'assenza di un mercato ben sviluppato e competitivo, e di regole chiare e di trasparenza, ha portato gli investitori italiani a preferire investimenti in altri strumenti finanziari rispetto alle azioni, come i titoli di stato o i conti di deposito, titoli a reddito fisso molto meno rischiosi, che hanno portato il popolo italiano ad essere un popolo di risparmiatori, molto più avversi al rischio. Le cose sono iniziate a cambiare agli inizi degli anni Novanta, quando l'Italia dovette armonizzarsi alle normative sul mercato aperto Europee, segnando una svolta del mercato delle IPO. Ciò ha portato ad una serie di riforme, come la legge n. 1/1991 che ha introdotto un primo quadro normativo chiaro per il funzionamento della borsa, la nascita del TUB nel 1993 che ha portato alla nascita delle banche universali, le privatizzazioni delle aziende statali e delle banche statali per conformarsi alle regole europee, la nascita del TUF nel 1998 e nello stesso anno la privatizzazione della Borsa valori che hanno fatto da trampolino di lancio per lo sviluppo del mercato italiano, spinto anche dalla necessità di dover competere su un mercato più ampio da parte delle imprese, visto l'ingresso del paese nell'Unione Monetaria Europea, che ha spinto quest'ultime a ricercare capitale anche sul mercato. La maggiore integrazione con l'Europa ha portato inoltre ad un processo di globalizzazione, che ha facilitato l'accesso ai mercati esteri e ai capitali internazionali per le aziende italiane, rendendo necessario lo sviluppo anche della borsa nazionale. Per facilitare l'ingresso in borsa delle aziende, inoltre, vi è stato un processo di democratizzazione di quest'ultima, con la creazione di diversi mercati con regole di accessibilità e trasparenza diverse tra loro. Nel 1994 nacquero il Mercato Telematico Azionario (MTA), il Mercato Obbligazionario Telematico (MOT), che resero gli scambi più semplici, e nacque anche l'IDEM, il mercato azionario per i derivati. A seguire nel 1999 nacque il Nuovo Mercato, per le

startup e le aziende tecnologiche. Nel 2003 per invogliare l'accesso al mercato da parte delle PMI nacque il MTAX (Expandi), che fu chiuso nel 2011 e integrato nel MTA. Nel 2009 nacque un ulteriore mercato per le PMI, il mercato AIM, non regolamentato e basato principalmente sul modello dell'AIM inglese, che verrà rinominato *Euronext Growth Milan* nel 2021 quando borsa italiana è stata acquisita dal gruppo *Euronext* insieme al MTA che si chiamerà *Euronext Growth*. Ad oggi i mercati principali in Italia sono due, *l'Euronext Milan e l'Euronext Growth Milan*, e sono divisi in diversi segmenti la cui regolamentazione verrà approfondita nel prossimo capitolo. L'introduzione dei diversi segmenti del mercato, con regole diverse di accesso e trasparenza, ha favorito lo sviluppo del mercato delle IPO, portando a partire dal 2000 ad oggi, ben 601 società a quotarsi. Tuttavia, il mercato italiano resta meno sviluppato rispetto a quello di altri paesi, come visibile dalla differenza che vi è tra il rapporto di capitalizzazione totale del mercato e il PIL del paese che ad oggi ammonta al 38,1% come mostrato dal Bollettino Statistico pubblicato dalla Consob a gennaio di questo anno, e vede un totale di 434 società quotate, di cui 419 italiane. Lo scenario si è sviluppato in modo diverso invece negli Stati Uniti, infatti, a seguito della crisi del '29 il governo statunitense prese una strada più orientata al mercato. Nel 1933 infatti, fu emanato il *Glass Steagall Act*, che, come in Italia, portò alla separazione tra banche commerciali e banche d'investimento, con la differenza che negli Stati Uniti fu subito introdotta una regolamentazione orientata alla protezione degli investitori e alla trasparenza con il Securities Act del 1933, che obbligava le imprese intente a quotarsi a presentare un *prospectus* e a registrarsi presso la *Securities and Exchange Commission* (SEC), a cui nel 1934 è stato affidato anche il compito di supervisionare le società quotate e garantire la trasparenza del mercato. Ciò ha aumentato la fiducia degli investitori e ha facilitato l'ingresso in borsa per le aziende, grazie alla standardizzazione del processo di IPO. Inoltre, la cultura finanziaria americana è da sempre più propensa a reperire i capitali attraverso

il mercato finanziario, come avvenne per la costruzione delle ferrovie nel XIX secolo, che a differenza dei paesi europei, fu finanziata principalmente da capitali privati, evidenziando una forte propensione al rischio degli investitori, disposti a finanziare un'infrastruttura costosa e a lungo termine, in un contesto di incertezza. Questa cultura ha portato gli americani a vedere nell'investimento azionario un'opportunità di guadagno, incentivando la mentalità imprenditoriale con il finanziamento delle *start-up*, e ha portato gli imprenditori ad essere molto più inclini alla quotazione, in quanto vedono nella borsa un'opportunità per reperire capitale per l'espansione e una maggiore valutazione della propria azienda. Quindi, la normativa più severa e stringente per le imprese ha garantito fiducia e trasparenza, rendendo il mercato più affidabile per gli investitori, e al contempo, la normativa più flessibile per le *start-up* ha favorito l'innovazione e un afflusso costante di IPO nel settore tecnologico, permettendo al mercato americano di ottenere profondità e liquidità, rendendolo così ancora più attraente per gli investitori. Inoltre, ciò ha permesso alle banche d'investimento di specializzarsi e ridurre i costi delle operazioni, rendendo più semplice la quotazione per le imprese. Anche negli stati Uniti ci fu un processo di deregolamentazione per potenziare il mercato, come avvenne in Italia, che iniziò a partire dagli anni '70 quando nel 1971 nacque il NASDAQ, mercato più accessibile per le società tecnologiche rispetto al NYSE che ha favorito la nascita di un mercato IPO più dinamico ed innovativo. Il governo ha anche introdotto una serie di incentivi per i fondi di *venture capital*, tra il 1980 e il 1990, favorendo ancor di più la crescita delle *start up*. Inoltre, i fondi di *venture capital* hanno favorito il mercato delle IPO, in quanto questi fondi puntano a far quotare le aziende in cui investono, aiutandole durante il processo di quotazione, per poter così uscire dall'investimento, alcuni esempi sono Apple, Amazon e Microsoft. Infine, l'abrogazione del *Glass Steagall Act* nel 1999 ha portato al superamento della separazione tra banche d'investimento e banche commerciali, favorendo ancora

di più lo sviluppo delle IPO. Tutto ciò ha reso il mercato delle IPO negli Stati Uniti molto più sviluppato rispetto a quello italiano, con 6138 nuove quotazioni a partire dagli anni 2000, e un mercato borsistico che per capitalizzazione è pari al 130% del PIL. A differenza del mercato italiano e di quello statunitense, il mercato delle IPO in Cina si è sviluppato in un modo unico, per via delle vicende storiche, politiche ed economiche del paese. La Cina, infatti, ha visto un lungo periodo di chiusura totale del mercato azionario, seguito da un rapido sviluppo a partire dagli anni '80. La crisi del '29 non ebbe un vero impatto sul mercato cinese, questo poiché il paese era ancora caratterizzato da un'economia prevalentemente basata sull'agricoltura, con un settore finanziario poco sviluppato. Il mercato azionario, per l'appunto, esisteva solo in alcune parti del paese, come Shanghai e altre città costiere, ma solo in forma rudimentale e dominato da investitori locali, totalmente privo di una regolamentazione moderna. Le cose peggiorarono nel 1937, dopo l'invasione giapponese e la guerra civile tra il Partito Comunista Cinese e Kuomintang, che portarono ad una totale disintegrazione del sistema finanziario. Quando fu istituita la Repubblica Popolare Cinese nel 1947, il governo comunista abolì completamente il mercato azionario, considerato allora come simbolo del capitalismo e della speculazione finanziaria. Ciò portò l'economia cinese ad affidarsi principalmente al credito bancario, creando così un sistema bancocentrico e in cui lo stato ebbe una forte presenza, pianificando l'economia e detenendo la maggior parte delle imprese. Come anticipato, le cose iniziarono a cambiare negli anni '80, infatti, nel 1978 Deng Xiaoping avviò una serie di riforme economiche verso un mercato più aperto. Ciò portò alla creazione agli inizi degli anni '90 delle due principali borse, la Borsa di Shanghai nel 1990 e la Borsa di Shenzhen nel 1991. Come avvenne anche in Italia, le borse ebbero come primo scopo la privatizzazione, quantomeno parziale, delle imprese statali. Nonostante l'apertura al mercato la regolamentazione rimase strettamente sotto il controllo del governo, che nel 1992 istituì il China

*Securities Regulatory Commission* con l'obiettivo di supervisionare il mercato e di garantire che le aziende intente a quotarsi rimanessero allineate con gli obiettivi economici della nazione. Per questo motivo, come avvenuto anche in Italia, tra gli anni '90 e i primi anni 2000 il mercato cinese ebbe una crescita esplosiva nel numero di IPO. Tuttavia, la maggior parte delle aziende rimaneva sotto il controllo dello stato anche dopo la quotazione, creando numerosi problemi di governance aziendali, in quanto la maggior parte delle decisioni non venivano prese sulla base di priorità economiche, bensì su priorità di tipo politico. Per ovviare a tale situazione, il governo cinese avviò una riforma della proprietà azionaria nel 2005 che eliminava gradualmente le restrizioni statali e aumentava la trasparenza per gli investitori. Nel 2009, per far fronte al numero crescente di aziende tecnologiche che si sviluppavano nel paese, fu istituito il ChiNext, segmento della Borsa di Shenzhen molto simile al Nasdaq, destinato alle start up innovative e al settore tecnologico. Inoltre, visto il processo di globalizzazione a cui si è assistito negli anni, molte aziende cinesi tendevano a quotarsi su mercati esteri piuttosto che nei mercati nazionali, e ciò ha portato alla nascita del segmento *STAR Market* presso la Borsa di Shanghai, con l'obiettivo di attrarre le imprese *High-Tech* e di ridurre la dipendenza dal mercato statunitense. Ad oggi però, a differenza dei paesi occidentali, il mercato delle IPO in Cina è rimasto sotto lo stretto controllo del governo, che utilizza il mercato azionario come strumento di politica economica. Nonostante ciò, ad oggi, il mercato cinese è il secondo mercato più sviluppato del mondo, con oltre 1500 società quotate.

## **1.5 Regolamentazione Italiana ed Estera**

La regolamentazione è un aspetto cruciale per il corretto funzionamento dei mercati finanziari, come è stato più volte fatto notare durante questo studio. A livello globale, ogni paese adotta una regolamentazione che riflette la peculiarità del proprio sistema finanziario. Gli aspetti che più interessano le

imprese nel momento della decisione di quotarsi sono principalmente i requisiti di ammissione alla borsa valori, gli obblighi di trasparenza una volta ammessi e la possibile revoca della negoziazione dalla borsa. In Italia, la regolamentazione riguardo il mercato è disciplinata dal TUF, dalle direttive della CONSOB e dai regolamenti di *Euronext Milan*. I maggiori mercati italiani sono due, *l'Euronext Growth Milan*, e *l'Euronext Milan*, che sono a loro volta divisi in due segmenti ciascuno, il segmento Professional per il primo e il segmento Star per il secondo. Ognuno dei mercati ha regole diverse. *L'Euronext Growth Milan* non ha requisiti minimi di capitalizzazione, richiede un flottante azionario pari almeno al 10% delle azioni, di cui il 7,5% deve essere sottoscritto da almeno 5 investitori istituzionali. Vi è la necessità di presentare un solo bilancio certificato, ma solo se disponibile, che sia redatto secondo i principi contabili internazionali o italiani. L'ammissione avviene tramite la presentazione *dell'Admission Document*, e non attraverso un prospetto informativo approvato dalla CONSOB. Vi è inoltre la necessità durante tutto il processo di avere un *Euronext Growth Advisor*, che segue l'azienda anche dopo l'ammissione e durante tutta la permanenza sul mercato. Una volta ammessa la società ha poi l'obbligo di pubblicare il bilancio annuale entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio e di pubblicare una relazione semestrale. La società inoltre deve mantenere dei requisiti di corporate governance, che non sono standardizzati e variano caso per caso, eccetto per le procedure che garantiscano la trasparenza e l'accuratezza delle operazioni con le parti correlate, e la previsione statutaria dell'offerta pubblica di acquisto in caso di cambio di controllo. Il segmento *Professional*, presenta requisiti diversi. Anche in questo segmento non vi è un requisito minimo di capitalizzazione, e vi è la necessità di un flottante pari al 10%, che deve essere sottoscritto da almeno cinque investitori anche non istituzionali. Deve essere presentato un bilancio certificato se possibile, redatto secondo i principi contabili internazionali, italiani o americani. Non necessariamente ci si quota attraverso una IPO, e

durante tutto il processo di quotazione e di permanenza sul mercato si deve venire assistiti dall'*Euronext Growth Advisor*. Le informazioni da presentare una volta ammessi alla negoziazione sono minime, si tratta infatti, di informazioni straordinarie o price-sensitive, di una relazione semestrale, e della presentazione del bilancio entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio. Se il flottante della società dovessero scendere sotto il 2% per più di due anni, questa sarebbe forzata ad uscire dal mercato, inoltre, per questo segmento, le operazioni sono limitate ai solo investitori professionali, eccetto per gli azionisti iniziali. Le cose cambiano invece per gli altri due segmenti, infatti, per far parte dell'*Euronext Milan* bisogna seguire delle regole più stringenti. La capitalizzazione minima richiesta è di quaranta milioni di euro, con un flottante pari ad almeno il 25% delle azioni. C'è la necessità di tre bilanci annuali certificati, redatti obbligatoriamente secondo i principi contabili internazionali. All'offerta pubblica possono partecipare sia investitori istituzionali che investitori retail, e per essere ammessi alla negoziazione vi è la necessità di un prospetto informativo approvato dalla CONSOB. Una volta ammessi al mercato, bisogna pubblicare tutte le operazioni straordinarie e price sensitive, come la vendita o l'acquisto di asset, risultati diversi rispetto alle previsioni, sia in termine di profitto che in termine di perdite e il cambiamento di alcuni manager chiave dell'azienda. Non è obbligatorio in questo segmento la pubblicazione dei risultati trimestrali, bensì, è obbligatoria la pubblicazione del bilancio annuale entro 120 giorni dalla chiusura dell'esercizio e una relazione semestrale entro 90 giorni dalla chiusura del semestre. Vengono inoltre raccomandati dei comitati di controllo e di remunerazione, ed è obbligatoria l'adozione del codice di corporate governance. Infine, per le società con una capitalizzazione inferiore ad un miliardo, viene reso necessario l'affiancamento di uno *specialist di market making* per i primi tre anni di negoziazione. L'ultimo segmento è il segmento Star, che ha dei requisiti di capitalizzazione che vanno da un minimo di quaranta milioni di euro, ad un massimo di un miliardo di

euro. Il flottante richiesto al momento dell'ammissione è pari al 35% delle azioni, che si riduce ad un minimo del 20% una volta ammessa la società per mantenere la qualità do *Star*. Anche per essere ammessi nel segmento Star bisogna presentare tre bilanci certificati redatti secondo i principi contabili internazionali, e l'approvazione del prospetto informativo da parte della CONSOB. Sono inoltre obbligatori i comitati interni per il rischio, il controllo e la remunerazione, oltre a delle politiche retributive trasparenti con degli incentivi per il top *management* per il raggiungimento degli obiettivi. Viene obbligatoriamente richiesto uno *Specialist* per garantire la liquidità e per pubblicare almeno due ricerche all'anno sulla società. Inoltre, è richiesto un numero minimo di amministratori indipendenti, che varia a seconda del numero di membri del Consiglio di amministrazione da un minimo di due amministratori indipendenti per un cda con otto membri, ad un massimo di quattro amministratori indipendenti per cda con quattordici, o più, membri. Le regole post quotazione sono le stesse *dell'Euronext Milan*, eccetto per la necessità di pubblicare relazioni trimestrali, oltre quella semestrale e annuale. La revoca dalla negoziazione è principalmente la stessa per tutti i segmenti citati. Può avvenire su richiesta della società emittente, che deve seguire una procedura formale che prevede una richiesta scritta, sottoscritta dal legale rappresentante, la delibera dell'assemblea straordinaria degli azionisti che approva la richiesta di esclusione. Entro dieci giorni dalla richiesta Borsa Italiana verifica la documentazione, prende la decisione, e stabilisce la data di decorrenza dall'esclusione. Dopodiché viene pubblicato un avviso ufficiale almeno un mese prima dell'effettiva revoca. La revoca può avvenire anche di ufficio da parte di Borsa Italiana quando si ritiene che vengano meno le condizioni necessarie per la permanenza sul mercato regolamentato. I fattori che possono portare a questa decisione sono molteplici, tra cui, una scarsa liquidità del titolo, una bassa diffusione tra il pubblico, l'apertura di una procedura concorsuale, il giudizio negativo del revisore legale, o l'impossibilità

da parte del revisore di esprimere un giudizio per due anni consecutivi, lo scioglimento dell'emittente e infine la sospensione dalla negoziazione per un periodo superiore e consecutivo pari ai diciotto mesi. Se la procedura di revoca viene fatta di ufficio l'azienda riceve una comunicazione scritta in cui vengono indicati gli elementi che costituiscono il presupposto per la revoca. A questo punto l'azienda può presentare delle deduzioni scritte entro quindici giorni dalla comunicazione, o può chiedere un'audizione, alla quale parteciperà il rappresentante legale o un suo delegato. La decisione sulla revoca deve essere presa da Borsa Italiana entro sessanta giorni dalla comunicazione. La normativa permette quindi alla società di presentare la propria posizione e difendere la sua permanenza sul mercato. Borsa Italiana, oltre a revocare le società dal mercato, le può sospendere, qualora ce ne siano le condizioni. Questo avviene quando vi è una prolungata carenza di scambi, quando non vengono divulgato informazioni rilevanti per il mercato, quando si compiono delle operazioni straordinarie che potrebbero avere un impatto importante sul prezzo del titolo, quando viene aperta una procedura concorsuale e infine quando si è azzerato il capitale sociale di una società. L'ultimo caso che porta alla revoca dal mercato è quello di una operazione di acquisto obbligatoria in cui un soggetto detiene la maggioranza del capitale. Questa casistica è regolata dall'articolo 108 del Testo Unico della Finanza, e ciò stabilisce che, se un soggetto supera determinate soglie di partecipazione, è tenuto a lanciare un'offerta pubblica di acquisto per le restanti quote. In questo caso il titolo verrebbe rimosso dalla borsa il giorno seguente rispetto all'ultimo pagamento dell'OPA, e potrebbe rimanere quotato se il soggetto decidesse di ripristinare il flottante. Sarebbe invece automatica l'uscita dal mercato in caso di *squeeze-out*, ovvero, come stabilito dall'articolo 111 del Testo Unico della Finanza, quando l'azionista supera il 95% del capitale. Per entrare a far parte dei due maggiori mercati statunitensi, come per il mercato italiano, bisogna rispettare sia dei criteri quantitativi che qualitativi. Per essere ammessi alle negoziazioni sul NYSE, ad

esempio, bisogna rispettare almeno uno dei seguenti standard finanziari, ricavi aggregati prima della tassazione per gli ultimi tre anni pari ad almeno dieci milioni di dollari, con profitti positivi per tutto il triennio, criterio indicato per le aziende consolidate con profitti costanti, o una capitalizzazione di mercato pari ad almeno duecento milioni di dollari, criterio principalmente riferito ad aziende in crescita con un'elevata crescita ma ancora non redditizie. Inoltre, bisogna rispettare i seguenti criteri di distribuzione, un numero minimo di quattrocento azionisti, e almeno uno virgola un milione di azioni detenute tra il pubblico, con un valore di mercato delle azioni pubbliche pari a quaranta milioni di dollari, un prezzo minimo per azioni di quattro dollari, e un volume medio di scambio mensile uguale a cento mila azioni. Per quotarsi sul Nasdaq i requisiti sono molto simili, infatti, vi è la necessità di avere almeno quattrocentocinquanta azionisti, con un milione e duecentocinquantamila azioni detenute dal pubblico, ed il prezzo minimo per azioni è di quattro dollari per raggiungere un valore di mercato delle azioni detenute dal pubblico di quarantacinque milioni di dollari. Anche per entrare a far parte del Nasdaq le società devono rispettare almeno uno dei requisiti finanziari richiesti. Il primo requisito riguarda i profitti, negli ultimi tre anni devono il reddito ante imposte deve essere uguale ad almeno undici milioni di dollari aggregati, ed ognuno degli ultimi tre anni deve risultare positivo, con un profitto di almeno due virgola due milioni di dollari per ognuno dei due anni antecedenti la richiesta di quotazione. Il secondo standard riguarda la capitalizzazione e i flussi di cassa, infatti, sono richiesti flussi di cassa aggregati per l'ultimo triennio pari ad almeno ventisette virgola cinque milioni di dollari, e ogni anno deve essere concluso con un flusso di cassa positivo. Viene inoltre richiesta una capitalizzazione di mercato negli ultimi dodici mesi pari ad almeno cinquecentocinquanta milioni di dollari. Il terzo standard presente riguarda la capitalizzazione e i ricavi, che devono risultare maggiori di centodieci milioni di dollari nell'anno precedente la richiesta, con una capitalizzazione di mercato

per lo stesso periodo di ottocentocinquanta milioni di dollari. Il quarto ed ultimo standard riguarda le attività e il capitale proprio. Sono richieste almeno ottanta milioni di dollari in attività, un capitale proprio pari ad almeno cinquantacinque milioni di dollari e una capitalizzazione di mercato pari cento sessanta milioni di dollari. Una volta quotate le società devono rispettare una serie di norme di corporate governance per garantire la protezione degli investitori, la trasparenza aziendale e una gestione equa della società. La prima norma da rispettare riguarda l'approvazione degli azionisti riguardo ad acquisizioni di asset o azioni di altre società, la compensazione basata su azioni per dirigenti, consulenti, o amministratori e il cambio di controllo della società. La seconda norma vieta l'emissione di azioni che riduca il diritto di voto in modo sproporzionato degli azionisti esistenti. La terza stabilisce che il Consiglio di amministrazione debba essere composta principalmente da amministratori indipendenti e che non hanno quindi un interesse economico nella società. Viene stabilito inoltre che la società deve avere un comitato di *audit* indipendente, i cui componenti soddisfino i requisiti della SEC, che deve essere composta almeno da tre membri, di cui uno esperto in ambito finanziario. Come per le società quotate nel segmento *Star dell'Euronext Milan*, è richiesta la composizione di un comitato per la remunerazione, composto da almeno due membri, che devono essere dirigenti indipendenti, e decidono la remunerazione del CEO e degli altri dirigenti. I direttori indipendenti hanno anche il ruolo di consigliere, e presentare i candidati, per il ruolo di amministratore delegato, qualora ce ne fosse bisogno. L'azienda è inoltre obbligata ad adottare un codice di condotta e a tenere almeno un'assemblea degli azionisti, che deve avere un quorum minimo pari ad un terzo delle azioni con diritto di voto. Se una di queste regole dovesse essere violata, la società potrebbe essere esclusa dal mercato. Le cause che portano al *delisting* di una società nelle borse statunitensi sono infatti simili alle cause che portano all'esclusione in Italia. Se le azioni dovessero scendere sotto ad un prezzo minimo (generalmente un dollaro) per

azione per un periodo superiore ai trenta giorni, se la capitalizzazione di mercato dovesse scendere sotto i livelli richiesti, se non si mantiene un numero sufficiente di azionisti, market maker o azioni quotate in circolazione, se dovesse mancare la documentazione richiesta dalla SEC, come i 10K o i 10Q, e se dovessero essere aperte delle procedure concorsuali verso la società quest'ultima verrebbe esclusa dal mercato. L'ultimo mercato che verrà analizzato è quello cinese, più precisamente di seguito verranno analizzati i requisiti di accesso alla borsa di Shanghai, e le procedure di delisting da tale mercato. I requisiti per essere ammessi su questo mercato sono principalmente di tipo finanziario. Per iniziare, l'azienda intenta a quotarsi, deve essere operativa da almeno tre anni, deve aver realizzato almeno un profitto nel biennio antecedente la richiesta, deve avere un utile netto di almeno dieci milioni di RMB nell'anno antecedente la richiesta e un utile netto aggregato nel triennio precedente pari ad almeno trenta milioni di RMB. La capitalizzazione minima richiesta è di cinquecento milioni di RMB, e la società deve avere una solida struttura di governo societario e una buona reputazione. Una volta ammessa, l'azienda deve rispettare una serie di obblighi di divulgazione continua, come le relazioni annuali, contenenti rendiconti finanziari, discussioni e analisi della direzione e altre informazioni pertinenti, e le relazioni intermedie, da presentare due volte l'anno, contenenti rendiconti finanziari e aggiornamenti sulle operazioni commerciali. Inoltre, viene richiesta la divulgazione immediata di tutte quelle informazioni che possono influenzare il prezzo delle azioni come cambiamenti nella gestione, fusioni e acquisizioni o contenziosi. Per quanto riguarda le circostanze che possono portare alla procedura di *delisting*, queste possono essere raggruppate in quattro categorie principali. La prima riguarda gli indicatori di *trading*, che stabilisce soglie minime di prezzo e capitalizzazione per le azioni. Se le azioni di una società quotata dovessero essere scambiate per meno di un RMB per un periodo di venti giorni consecutivi questa potrebbe essere soggetta a delisting. Allo stesso

modo, se la capitalizzazione di mercato complessiva dovesse scendere sotto i trecento milioni di RMB per un venti giorni consecutivi, la società potrebbe essere revocata dal mercato. La seconda causa riguarda invece gli indicatori finanziari, che mirano a garantire la stabilità economica della società. Se il profitto netto è negativo, sia prima che dopo la deduzione di guadagni e perdite non ricorrenti, e allo stesso tempo i ricavi operativi sono inferiori a cento milioni di RMB, la società può essere soggetta a delisting. Ciò mira ad escludere dal mercato le società con gravi difficoltà finanziarie e senza una prospettiva di crescita sostenibile. La terza categoria riguarda gli indicatori di conformità. Le società quotate sono tenute a rispettare determinati obblighi informativi e operativi, qualora questi obblighi non dovessero essere rispettati la Borsa di Shanghai può aprire la procedura di delisting. Infine, l'ultima categoria riguarda le violazioni gravi, come le frodi finanziarie. Per quanto riguarda tali violazioni, la società viene sospesa immediatamente dal mercato nel momento in cui riceve una decisione amministrativa di penalità da parte delle autorità competenti. A differenza del mercato italiano, è stata eliminata la sospensione della quotazione per permettere alla società di rientrare nei parametri richiesti prima di una revoca definitiva. Ad oggi, infatti, se una società non rientra nei parametri per più di due anni consecutivi viene immediatamente revocata dal mercato. Inoltre, il periodo di *delisting* è stato ridotto, passando da trenta a quindici giorni.

## **1.7 Conclusioni**

L'analisi condotta in questo capitolo ha evidenziato come le IPO rappresentino uno strumento fondamentale per le aziende che intendono raccogliere capitali e accrescere la loro competitività sul mercato. Tuttavia, il successo di un'IPO dipende da molteplici fattori, tra cui le condizioni di mercato, la regolamentazione vigente e il sentiment degli investitori. Il fenomeno del "*market timing*" gioca un ruolo determinante, influenzando il numero e

l'andamento delle quotazioni in diversi periodi storici. Il mercato italiano, nonostante una crescita significativa dagli anni 2000, rimane meno sviluppato rispetto a quello statunitense e presenta caratteristiche strutturali che limitano il numero di nuove quotazioni, come una forte dipendenza dal credito bancario e una minore propensione al rischio da parte degli investitori. D'altra parte, mercati come quello statunitense e cinese hanno mostrato dinamiche più vivaci, grazie a normative più favorevoli, una maggiore liquidità e un ecosistema finanziario più sviluppato. Infine, il confronto tra i sistemi di regolamentazione ha mostrato come la governance post-IPO sia un aspetto cruciale per il mantenimento della trasparenza e della fiducia degli investitori. La regolamentazione sul delisting, in particolare, rappresenta un elemento chiave per garantire l'integrità dei mercati e la tutela degli investitori. Le IPO continueranno a svolgere un ruolo chiave nell'economia globale, adattandosi ai cambiamenti normativi e alle nuove dinamiche di mercato.

## **2. Strategie di Pricing nelle IPO**

### **2.1 Introduzione**

Il presente capitolo analizza la strategia di pricing di una IPO, passaggio fondamentale che determina il successo della quotazione. Parte dall'analisi dei costi derivanti dalla quotazione, che si dividono in costi diretti, costi indiretti e costi successivi alla quotazione. Successivamente vengono analizzati nel dettaglio i vantaggi, gli svantaggi e i limiti delle metodologie di determinazione del prezzo, dal *bookbuilding* al metodo del *fixed price* fino alle *auctions*, evidenziando come ciascun approccio influenzi il valore d'emissione e la percezione dell'azienda da parte degli investitori. A seguire, viene fatta un'analisi su quelli che sono i fattori che influenzano la determinazione del prezzo, come la valutazione dell'azienda, le condizioni di mercato e il comportamento degli investitori. L'obiettivo è quello di fornire una visione completa delle dinamiche e delle criticità legate alla definizione del prezzo d'offerta, mettendo in luce come un'attenta strategia possa contribuire a mitigare il fenomeno dell'*underpricing* e a garantire una performance positiva sul mercato.

### **2.2 Costi di una IPO**

Le IPO, come visto nel precedente capitolo, rappresentano un processo lungo e complesso, e dunque molto oneroso per l'azienda. I costi connessi a questa operazione sono molteplici, e possono essere divisi in tre categorie principali, la categoria dei costi diretti, quella dei costi indiretti e quella dei costi successivi alla quotazione. I costi diretti sono quei costi che possono essere immediatamente ricondotti all'operazione, a loro volta suddivisi in *underwriting fees*, costi di *advisory* e altri costi.

*L'underwriting fees* rappresenta il maggior costo che l'azienda deve sostenere, e si aggira intorno al quattro e il sette per cento del valore assoluto dell'emissione azionaria, con la percentuale che diminuisce all'aumentare del valore dell'operazione. Si tratta delle commissioni che vengono pagate alle banche d'investimento che fungono da intermediari per l'operazione, difatti, sono le banche che sottoscrivono le azioni per poi rivenderle al pubblico, e possono assumere posizioni primarie o secondarie, a secondo del ruolo svolto. Generalmente, vi è una banca che si fa carico dell'operazione, definita *lead manager*, che dirige e coordina il consorzio di collocamento, definito *syndicate*. Le altre banche svolgono invece il ruolo di *bookrunners*, ovvero raccolgono e accentrano tutti gli ordini di acquisto o sottoscrizione che vengono fatti dagli investitori istituzionali in merito al titolo oggetto di offerta. Questa attività, come accennato nel primo capitolo, aiuta a stimare le curve di domanda e offerta riguardo al titolo, in modo da definirne così il prezzo finale. Alle volte, occorrono anche altri soggetti, quando l'operazione è molto complessa, che svolgono funzioni direttive e di coordinamento, e vengono definiti *co-lead managers*. Tutti i soggetti elencati formano infine il consorzio di collocamento che si fa carico dell'operazione, e serve principalmente a mitigare il rischio di un'operazione fallimentare, e a tutelarsi maggiormente rispetto ad azioni legali da parte di uno o più azionisti. L'*underwriter fee* viene divisa tra le varie banche che compongono il *syndicate*, al *lead manager* e ai *bookrunners* spetta solitamente il novanta per cento della commissione, mentre il resto viene suddiviso tra i soggetti rimanenti. Inoltre, il costo di tale commissione varia in base all'accordo di collocamento, che può essere di *best effort commitment* (collocamento al meglio), o di *firm commitment* (collocamento garantito). Il primo tipo di collocamento è molto meno impegnativo per l'*underwriter*, che infatti, non garantisce il collocamento dell'intero pacchetto di azioni, bensì si impegna a venderne il più possibile. Questo tipo di opzione si attua in caso di IPO con poca domanda e tendenzialmente di piccole o medie dimensioni, ed è

infatti molto meno costosa, aggirandosi tra il due o quattro per cento del valore delle azioni. La seconda opzione invece è molto più impegnativa per la banca, in quanto garantisce la vendita dell'intero pacchetto, comprandole direttamente dall'emittente e rivendendole agli investitori ad un prezzo maggiorato (la fee o spread). Questa pratica, anche se è la più diffusa, è la più rischiosa per il consorzio di collocamento, in quanto qualora non riuscisse a vendere le azioni, si ritroverebbe con un numero di azioni per il quale non esiste domanda, ed è pertanto anche un segno di fiducia nei confronti dell'emittente, poiché si basa sul presupposto di riuscire a vendere le azioni senza problemi, ma risulta anche essere l'opzione più costosa, in quanto la commissione si aggira tra il cinque e il sette per cento del valore assoluto delle azioni vendute. La commissione è il costo più grande da sostenere durante il processo di IPO perché incorpora tutte le pratiche compiute dal consorzio durante lo svolgimento dell'operazione, come la consulenza per la compilazione del prospetto informativo da inviare alla CONSOB, la conduzione della due diligence da parte del lead manager, la definizione del prezzo di offerta e la ricerca degli investitori istituzionali per l'offerta. Inoltre, racchiude anche i costi per le attività che il consorzio svolge una volta che la società è divenuta pubblica, come le attività di monitoraggio delle performance e le consulenze generali.

I costi di *advisory* rappresentano la seconda categoria dei costi diretti, riguardano i costi legati alle consulenze contabili e legali necessarie per il processo di quotazione. I primi hanno il compito di assicurarsi che i bilanci dell'emittente siano redatti secondo veridicità, e che siano conformi alle norme in vigore nel paese in cui ci si intende quotare. I costi per la consulenza contabile variano in base alla grandezza dell'operazione, ovviamente più grande è l'operazione, più grande è la commissione. I legali invece si assicurano che la società sia conforme alla struttura burocratica dell'organismo che presiede il mercato borsistico e alle varie norme statali che disciplinano la

quotazione, oltre a svolgere una serie di attività accessorie finalizzate ad ottimizzare la struttura societaria da un punto di vista giuridico in modo che risulti in linea con quella di una società quotata, come la visione dei contratti esistenti, la modifica dell'atto costitutivo e la modifica della struttura del capitale. Il costo di tali professionisti è il secondo più alto che si sostiene durante un processo di IPO dopo le *underwriter fees*, questo a sottolineare l'importanza del ruolo svolto dai consulenti. Infine, vi sono altri costi minori, che l'azienda deve sostenere per la buona riuscita della quotazione. Tra questi il costo più oneroso è quello legato al tipografo finanziario, questo in quanto durante l'IPO vengono prodotti un immenso numero di documenti, tra cui quelli di supporto al *management*, quelli destinati alla distribuzione agli altri soggetti e quelli da distribuire al pubblico in generale, e tutta la documentazione da inviare alle varie istituzioni per ottenere l'approvazione alla negoziazione in borsa. Inoltre, la maggior parte di questi documenti deve essere conforme alle regole emanate dagli istituti borsistici rendendo il tutto decisamente oneroso. Un altro costo diretto che l'azienda sostiene è il costo del roadshow, attività fondamentale per suscitare interesse nel mercato e influenzare la domanda iniziale delle azioni, che consiste nei costi di pubblicità, marketing, e rimborso spese dei dipendenti che vanno in giro per il mondo a trattare e a presentare la società agli investitori. Infine, l'azienda deve sostenere una serie di costi amministrativi dovuti agli organi di regolamentazione come la SEC e la CONSOB, e delle spese di registrazione per essere ammessi al listino borsistico, che variano da mercato a mercato. Oltre ai costi diretti le IPO presentano anche dei costi indiretti, che possono avere un impatto significativo sulle finanze e sulla gestione della società. Il primo costo indiretto è associato al tempo e alle risorse impiegate dal *management*, infatti, il processo di quotazione richiede un notevole impiego di tempo da parte del top *management*, che si concentra principalmente sulla preparazione dell'operazione piuttosto che sulla gestione quotidiana del *business*, risultando

in un rilevante costo opportunità. Tutto il tempo sottratto al *top management*, potrebbe di fatto essere utilizzato per efficientare il business aziendale e apportare migliorie all'impresa aumentando così il valore, traducendo il tempo e le energie spese per seguire l'operazione in un costo opportunità per la società, che vede i vertici del suo capitale umano non concentrati sull'ambito core della stessa. Il secondo costo indiretto riguarda gli obblighi di trasparenza che la società è tenuta a rispettare e che possono portare ad una perdita di riservatezza, e conseguentemente, ad una perdita del vantaggio competitivo. Ciò avviene poiché l'azienda si trova costretta a divulgare delle informazioni riservate relative al core business della società, ai fornitori e ai clienti, ad ogni contratto aziendale esistente, e a qualunque decisione che possa avere un risvolto interessante per l'operatività aziendale. Difatti, queste informazioni vengono rese disponibili nelle relazioni annuali e nella nota integrativa, che spiegano nel dettaglio quali sono le operazioni dell'impresa e i rischi a cui essa è esposta. Oltre a ciò, e forse ancora più rilevante per l'impresa, devono essere resi pubblici i piani strategici, informazioni solitamente top secret, che si traducono in un vantaggio competitivo per i competitors. Un altro costo indiretto che l'azienda potrebbe ritrovarsi a sostenere è legato al problema di moral hazard, infatti, il *top management* potrebbe essere disincentivato a mantenere obiettivi di lungo periodo dando priorità a quelli di breve di periodo. Questo potrebbe accadere in quanto dovendo pubblicare conti semestrali e trimestrali, l'attenzione dei manager potrebbe spostarsi su obiettivi di breve termine, che necessitano di una crescita continua, per mantenere visibilità nel mercato di riferimento. I manager potrebbero concentrarsi troppo sulla crescita di ricavi e profitti nel breve periodo a discapito di investimenti più onerosi di lungo periodo che servono ad ampliare l'azienda, perdendo importanti opportunità per la crescita della società. Infine, l'azienda potrebbe sostenere il costo dovuto *all'underpricing*, fenomeno che verrà approfondito più avanti in questo capitolo, che si verifica quando il prezzo iniziale stabilito dal consorzio

di collocamento è inferiore al valore a cui l'azione viene scambiata, risultando in un mancato guadagno per la società. Per completare l'analisi sui costi di una IPO è utile comprendere anche quali sono i costi che un'azienda deve sostenere una volta quotata, in quanto anche questi possono influenzare la decisione di quotarsi in borsa. Il primo costo rilevante che la società è tenuta a sostenere è legato alle normative stringenti in materia di governance, bilanci e comunicazioni periodiche con gli investitori, che comportano spese per audit, consulenza legale e aggiornamento dei sistemi contabili. Successivamente, bisogna prendere in considerazione la gestione della relazione con gli investitori, che diventa essenziale per mantenere un buon livello di fiducia nel mercato. Si dovranno quindi sostenere spese per un personale specializzato, per eventi dedicati agli azionisti e per le comunicazioni finanziarie. Infine, si dovrà sopportare un costo legato alla volatilità del prezzo delle proprie azioni, dovendo accettare il fatto che il prezzo potrebbe mutare per via di fattori che non hanno nulla a che fare con la performance dell'azienda, a significare che il titolo potrebbe essere influenzato da fasi congiunturali negative del mercato, nonché da azioni speculative attuate sul titolo stesso. Comprendere anche i costi post quotazione è utile per capire un altro fattore che può influenzare la scelta di quotarsi, e su quale mercato quotarsi. Il mercato azionario italiano, come è stato specificato nel primo capitolo, presenta due principali opzioni sul quale potersi quotare, l'*Euronext Milan*, il mercato regolamentato per le aziende di medie e grandi dimensioni, e l'*Euronext Growth Milan*, un segmento dedicato alle piccole e medie imprese che vogliono avere accesso al capitale pubblico con dei requisiti più flessibili. La scelta tra questi due mercati, oltre a dipendere dal livello della regolamentazione, dalla grandezza della società e dai requisiti di accesso al mercato, dipende anche dai costi associati al mercato. L'*Euronext Milan* richiede requisiti più stringenti, sia in termini di capitalizzazione minima, che di governance e trasparenza rispetto all'altro segmento di mercato, con costi legati alle spese di consulenza decisamente più alti. Inoltre, per quotarsi

sull'*Euronext Milan* bisogna presentare il prospetto informativo, cosa non necessaria per quotarsi sull'*Euronext Growth Milan*, rendendo così i costi più onerosi per via dell'aumento del costo per gli underwriter e per i servizi di tipografia finanziaria, come per le tempistiche del processo di quotazione più lunghe, che aumentano il tempo dedicato dal *top management* all'operazione, che, come visto, risulta in un costo indiretto. In ultimo, un'altra differenza rilevante consiste nel requisito di capitale flottante minimo per le aziende intente a quotarsi *sull'Euronext Milan*, che è maggiore rispetto all'altro segmento di mercato, e risulta in un incremento del costo dovuto alle underwriter fees. Vi è una differenza anche nei costi sostenuti dopo la quotazione su entrambi i mercati, quotandosi sull'*Euronext Growth Milan* non si è soggetti ad una serie di obblighi di rendicontazione, e si ha una normativa meno stringente per quanto riguarda la governance aziendale, e ciò riduce il carico amministrativo e i costi operativi per le aziende quotate. Si precisa, comunque, che le società quotate sull'*Euronext Milan* possono beneficiare di una maggiore stabilità del titolo, che le rende meno soggette alla volatilità del mercato, grazie alla presenza di investitori istituzionali che adottano strategie di investimento a lungo termine e ad una maggiore liquidità del mercato, e hanno un maggior accesso ai finanziamenti una volta quotate, potendo emettere nuove azioni con maggiore facilità. Per concludere, quando le aziende decidono di quotarsi devono considerare non solo i costi immediati, ma anche quelli a lungo termine, adottando una strategia di gestione che permetta di massimizzare i benefici della quotazione senza compromettere la stabilità finanziaria e operativa.

### **2.3 Modelli e approcci di determinazione del prezzo**

Il processo che porta alla determinazione del prezzo rappresenta una delle fasi più critiche e complesse di una IPO. La scelta del metodo di pricing delle azioni, infatti, influenza direttamente il successo dell'offerta, il livello di

*underpricing*, e la stabilità del titolo nei primi giorni di quotazione. Esistono diversi approcci per la determinazione del prezzo di una IPO, e in questo studio verranno analizzati il metodo del bookbuilding, il metodo del prezzo fisso, e il metodo ad asta. Questi differiscono principalmente per le modalità operative, per il grado di trasparenza, il coinvolgimento degli investitori istituzionali, e per l'impatto che hanno sulla formazione del prezzo di mercato. L'analisi verrà condotta principalmente su quelli che sono i vantaggi, gli svantaggi, e i limiti delle tre metodologie proposte.

Il metodo storicamente predominante nei mercati finanziari è il metodo del bookbuilding, introdotto negli anni '80 in America, per via del modo in cui è stato progettato, che garantisce un pricing più accurato e minimizza il rischio di una IPO fallimentare. La caratteristica principale di questo metodo è l'ampia discrezionalità che viene lasciata all'underwriter e all'emittente di prezzare e allocare le azioni, e viene principalmente utilizzato nelle IPO che si basano su accordi di *firm commitment*. Il book viene costruito dalle banche d'investimento che partecipano al consorzio di collocamento, come già accennato nel paragrafo precedente, raccogliendo gli interessi degli investitori a partire dal *road show*, costruendo così una curva di domanda. Le banche d'investimento, quando presentano la società, offrono una forbice di prezzo agli investitori, che indicano la quantità di azioni desiderata per livello di prezzo, includendo un *limit price*, ovvero un prezzo limite che sono disposti a pagare per le azioni. Alla fine di questo primo stadio, il sottoscrittore chiude il book, aggrega le offerte ricevute, e crea una curva di domanda per le azioni, determinando poi un prezzo di emissione. Tutto ciò rende il processo di *bookbuilding* dinamico, consentendo una migliore scoperta del prezzo, riducendo il rischio di *underpricing* per l'emittente e massimizzando i profitti. Il limite maggiore di questo metodo può essere dedotto a partire dallo studio di Benveniste e Spindt nel 1989 nel conflitto di interesse che si crea tra banca

d'investimento e società emittente. Lo studio condotto dai due economisti mostra come il mercato delle IPO sia caratterizzato da asimmetrie informative, e come esistano due fonti di tali asimmetrie. La prima consiste nell'azienda emittente, che ha più informazioni riguardo il valore reale delle proprie azioni rispetto agli investitori, essendo così incentivata a sopravvalutarsi per ottenere maggiori guadagni e creando così incertezza sulla valutazione dell'IPO. La seconda fonte di asimmetria viene riscontrata negli investitori istituzionali, che per via della conoscenza del settore o per l'accesso a dati accurati, possono avere più informazioni rispetto alla banca d'investimento, manipolando così il prezzo dell'offerta. Il bookbuilding si pone come soluzione al problema di asimmetria, divenendo un'asta 'informativa', in cui gli *underwriter*, che non hanno informazioni sul prezzo da parte dell'azienda emittente, cercano di indurre gli investitori istituzionali a rivelare informazioni sul vero valore dell'IPO. Gli investitori, al contempo, sono riluttanti a concedere questo tipo di informazioni, in quanto se dimostrassero troppo interesse, ciò farebbe alzare il prezzo di offerta delle azioni, con la conseguenza di un minor guadagno. Di conseguenza, per incentivare gli investitori a fornire informazioni accurate, la banca d'investimento offre delle allocazioni preferenziali delle azioni, creando così un equilibrio che porta gli investitori a dichiarare la loro effettiva valutazione per riuscire ad ottenere un numero maggiore di azioni, portando però ad un *underpricing* delle azioni, che diventa un meccanismo per compensare gli investitori per la loro trasparenza informativa, che ottengono le azioni ad un prezzo inferiore rispetto al valore atteso, per poi rivenderle nel mercato secondario. L'analisi fatta dai due economisti dimostra infatti che il livello di *underpricing* sia direttamente correlato a tre fattori principali, il valore delle informazioni private detenute dagli investitori, il livello di pre vendite che viene effettuato dalla banca d'investimento, e il grado d'interesse che viene mostrato dagli investitori durante la creazione del *book*, gli autori sottolineano come le banche d'investimento diano priorità agli investitori regolari poiché

più propensi a collaborare e a fornire informazioni affidabili nel tempo. Ciò fa evincere anche due degli svantaggi di questa metodologia di fissazione del prezzo, la poca trasparenza, dovuta al fatto che il book non viene reso pubblico ma viene gestito esclusivamente dalla banca d'investimento, e l'eccessiva discrezionalità data all'underwriter, che può portare ad una distribuzione non equa delle azioni con un elevato rischio di favoritismi. Un altro studio che permette di comprendere i limiti del bookbuilding è quello condotto nel 2003 da Cornelli e Goldreich che evidenzia alcune distorsioni del processo dovute principalmente a due fattori, le offerte con *limit price* e il fenomeno *dell'oversubscription*. Uno degli aspetti cruciali del bookbuilding riguarda infatti l'utilizzo delle offerte con *limit price*, ovvero le proposte di acquisto in cui viene specificato il prezzo massimo che gli investitori sono disposti a pagare per le azioni; tuttavia, lo studio di Cornelli dimostra che ciò introduce una serie di problematiche. Il primo problema riguarda l'influenza sproporzionata che hanno gli investitori istituzionali che utilizzano il *limit price* sulla determinazione del prezzo, poiché i sottoscrittori danno maggiore peso alle offerte con indicazioni di prezzo più elevate, comportando una distorsione nella formazione del prezzo a favore di una stretta élite di investitori. Il secondo limite deriva dalle strategie opportunistiche che gli investitori possono mettere in atto utilizzando il *limit price*, infatti, un investitore che abbia intenzione di comprare un elevato numero di azioni ad un prezzo conveniente potrebbe dichiarare un *limit price* inferiore rispetto al valore reale che attribuisce all'azienda, contribuendo così ad un sottoprezzo dell'IPO. Inoltre, la ricerca di Cornelli evidenzia una correlazione tra la dispersione dei *limit price* e la volatilità post-IPO; infatti, una maggior dispersione dei *limit price* sta a significare che non vi è un chiaro consenso sul valore dell'azienda, aumentando così l'incertezza tra gli investitori e provocando forti oscillazioni di prezzo nelle prime settimane di contrattazione. Il secondo fattore che tende a complicare il pricing delle IPO nel *bookbuilding*, ovvero la situazione in cui la

domanda supera di gran lunga l'offerta di azioni disponibili, il che solitamente viene interpretato come un successo della quotazione, ma lo studio di Cornelli evidenzia una serie di problematiche che derivano da questo fenomeno. Il primo problema riguarda il fatto che nonostante il *bookbuilding* sia progettato per raccogliere informazioni sulla domanda i sottoscrittori non sempre adeguano il prezzo alla quantità di richieste ricevute, infatti, la ricerca mostra che, quando la richiesta è molto elevata il prezzo non viene sempre aumentato proporzionalmente, portando così al fenomeno dell'*underpricing* con conseguente perdita di valore per la società emittente. La seconda problematica deriva dalla possibilità di avere percezione distorta della domanda reale, ciò per via della tendenza degli investitori istituzionali a sovra esprimere la loro domanda, questi infatti, sapendo che l'allocazione delle azioni è direttamente proporzionale alla quantità richiesta esagerano le proprie offerte per ottenere un quantitativo maggiore di azioni, portando così ad una percezione errata della domanda effettiva da parte dei sottoscrittori con conseguente errore nella fissazione del prezzo, che aumenterà la volatilità del titolo nei primi giorni successivi alla quotazione. Infine, lo studio dimostra che l'*oversubscription* è un indicatore predittivo della volatilità post IPO, questo perché, quando la domanda è molto più alta dell'offerta, gli investitori esclusi dall'assegnazione iniziale tenderanno ad acquistare l'azione nel mercato secondario, facendo salire il prezzo nelle prime sedute di negoziazione.

Il secondo più comune metodo di fissazione del prezzo, in Asia e nel Regno Unito, è il metodo del *Fixed Price*, che, come dice il nome stesso, prevede che il prezzo di offerta delle azioni sia stabilito prima dell'apertura del *bookbuilding* e viene comunicato agli investitori senza possibilità di modifica, implicando che il prezzo non è soggetto a fluttuazioni dovute alla domanda e all'offerta registrate nella fase di collocamento. Tale metodo viene principalmente utilizzato quando l'accordo tra la società emittente e la banca

d'investimento e di tipo *'best effort'*. Il prezzo dell'azione viene stabilito dalla società, insieme ai suoi consulenti finanziari e ai sottoscrittori, svolgendo un'analisi fondamentale dell'azienda, basata sui suoi bilanci, sulle sue prospettive di crescita e da un confronto con aziende simili già quotate. Il processo è quindi diviso in quattro fasi, la prima riguarda la valutazione dell'azienda, la seconda la fissazione del prezzo, la terza la pubblicazione del prezzo e la quarta l'allocazione delle azioni. Tale metodo presenta una serie di vantaggi rispetto alle altre metodologie, innanzitutto garantisce trasparenza e semplicità, difatti, il metodo è molto chiaro e facilmente comprensibile sia per investitori istituzionali che retail, dato che il prezzo è noto in anticipo. Un altro vantaggio è rappresentato da un minor costo per l'emittente, poiché non vi è la necessità di monitorare e analizzare continuamente la domanda degli investitori. Infine, l'assenza di un'asta competitiva fa sì che anche i piccoli investitori possano assicurarsi un certo quantitativo di azioni. Ovviamente, ci sono anche degli svantaggi, che vanno considerati quando si decide per questa tipologia di metodologia. Il primo riguarda la mancanza della possibilità di adeguare la domanda di mercato al prezzo, che comporta il rischio che il prezzo stabilito sia o troppo alto, con conseguente difficoltà di allocare le azioni, o troppo basso, provocando una sottovalutazione dell'azienda che si traduce in una perdita di denaro per l'emittente. Legato al primo problema, vi è il secondo, se l'azienda dovesse essere sotto prezzata ciò porterebbe ad una forte domanda da parte degli investitori, rendendo complessa l'allocazione delle azioni, portando a una riduzione delle quote richieste dagli investitori, mentre al contrario, se l'azione dovesse essere sopra prezzata, comporterebbe una bassa domanda, con conseguente difficoltà ad allocare tutte le azioni. Il principale limite di questo metodo può essere evinto da uno studio fatto nel 1997 da Benveniste e Busaba, studio che mette a confronto le metodologie del *fixed price* e del *bookbuilding*, e individua nell'incapacità di aggregare efficacemente l'informazione degli investitori il limite maggiore del *Fixed Price*, che porta

così ad una determinazione subottimale del prezzo e a un maggior rischio di sottovalutazione o fallimento dell'IPO. Il primo problema che deriva da questo limite del metodo è un problema legato alla scoperta del prezzo, che essendo stabilito anticipatamente rispetto alla raccolta di informazioni da parte degli investitori, come spiegato negli svantaggi legati alla metodologia, porta ad un prezzo o troppo basso, generando un'eccessiva domanda e lasciando "soldi sul tavolo" per gli investitori, o troppo alto, portando ad un'insufficiente domanda e quindi al fallimento dell'IPO. Il secondo problema è legato al rischio di "cascate" di domanda, lo studio evidenzia come le decisioni di acquisto da parte degli investitori molto spesso non siano basate su un comportamento razionale, bensì su un comportamento irrazionale. Il rischio delle cascate deriva dal concetto di *herding*, fenomeno oggetto di molti studi da parte della branca della finanza comportamentale, e più precisamente dal concetto di "*herd instinct*", che, come suggerisce la traduzione dall'inglese, consiste nell'effetto gregge, condotta irrazionale che dipende dalle emozioni e dal comportamento altrui, quindi per l'appunto, dal gregge. Ciò, può portare a "cascate positive" se i primi investitori iniziano a comprare, poiché anche gli altri inizieranno a comprare indipendentemente dalla loro valutazione dell'azienda, o a "cascate negative" se i primi investitori non comprano, poiché anche gli altri eviteranno di sottoscrivere le azioni, portando così al fallimento dell'IPO. Un altro grande limite di questa metodologia di fissazione del prezzo consiste nella *Winner's Curse*, ovvero nella maledizione del vincitore, ciò avviene poiché gli investitori informati tenderanno ad acquistare solo le IPO che sono sotto prezzate e scarteranno invece tutte le IPO che sono sopra prezzate, mentre invece gli investitori retail, che sono meno informati, parteciperanno a tutte le IPO, rischiando così di acquisire azioni sopra prezzate. Per cercare di attirare più domanda, compensare l'incertezza e il rischio della maledizione del vincitore, quindi, la società dovrà prezzare la IPO ad un livello molto inferiore rispetto al valore reale dell'azienda, riducendo così il capitale raccolto.

La terza metodologia proposta di fissazione del prezzo è la metodologia ad asta, questo sistema noto anche come IPO *auction*, è basato su un meccanismo di offerta competitiva in cui gli investitori propongono i prezzi a cui sono disposti a comprare le azioni, e sulla base di queste offerte si determina il prezzo finale di collocamento. L'obiettivo principale di tale asta è quello di massimizzare l'efficienza del prezzo, cercando di fare in modo che le azioni vengano vendute ad un valore che rifletta nel modo più accurato la domanda effettiva del mercato. Tale processo segue una serie di passaggi, il primo è l'annuncio dell'offerta da parte della società emittente e delle regole dell'asta, infatti, la società, insieme alla banca sottoscrittrice, comunica agli investitori il numero di azioni disponibili e le modalità di partecipazione all'asta. Il secondo passaggio riguarda la raccolta delle offerte, in cui gli investitori dovranno comunicare il numero di azioni desiderate e il prezzo offerto, successivamente la banca sottoscrittrice ordina le offerte in ordine decrescente dalla più alta alla più bassa. Il terzo passaggio consiste nella fissazione del prezzo finale delle azioni, che varia in base al tipo di asta adottato, se si opta per l'asta olandese il prezzo è uguale per tutti, e viene stabilito in base al prezzo più alto a cui tutte le azioni possono essere allocate, cosicché gli investitori che hanno fatto offerte più alte a tale prezzo, riceveranno le azioni al prezzo finale stabilito mentre coloro che hanno fatto offerte più basse rimarranno esclusi, se invece si opta per l'asta a prezzo discriminante invece gli investitori pagano esattamente il prezzo che hanno offerto, e non vi è quindi un prezzo unico per tutti. Infine, una volta stabilito il prezzo, le azioni vengono allocate agli investitori "vincitori". Questo metodo di pricing, come il metodo del *fixed price*, aumenta sicuramente la trasparenza del processo di determinazione del prezzo, riducendo al minimo i margini di discrezionalità dell'underwriter poiché il prezzo finale è stabilito sulla base delle offerte effettive degli investitori, inoltre, visto che il prezzo viene determinato dal mercato stesso, le azioni dovrebbero essere allocate al loro reale valore di equilibrio, riducendo così la

volatilità nei primi giorni di quotazione, e riducendo potenzialmente il fenomeno dell'underpricing, e come metodologia di fissazione del prezzo, è sicuramente più equa, in quanto non vi è nessun tipo di favoritismo nei confronti degli investitori istituzionali. D'altro canto, il metodo presenta anche una serie di svantaggi, difatti, uno dei problemi maggiori risulta essere il fenomeno del *bid shading*, che si verifica quando gli investitori che partecipano ad un'asta olandese sapendo che andranno a pagare il prezzo di clearing più basso, potrebbero essere incentivati a offrire un prezzo più basso rispetto a quanto sarebbero disposti a pagare, per tentare di arrivare ad una fissazione più bassa del prezzo di offerta finale creando paradossalmente una situazione di underpricing dell'IPO. Altro limite dell'asta olandese è invece la situazione opposta a quella appena descritta, che viene definita *bid inflation*, ovvero la situazione in cui gli investitori tendano a sovrastimare strategicamente il prezzo per due motivi principali, il primo è l'aumento della probabilità di assegnazione delle azioni, infatti se si offre un prezzo molto alto si è quasi certi di ottenere le azioni in quanto le assegnazioni avvengono partendo dalle offerte più alte, e il secondo problema è l'assenza di un costo diretto per chi fa delle offerte spropositate, in quanto tutti alla fine pagano il prezzo di clearing e non quanto effettivamente offerto, non essendoci un rischio immediato nel dichiarare un prezzo più alto rispetto alla propria valutazione. Questo problema, al contrario rispetto al precedente, potrebbe portare a prezzi delle IPO troppo alti, che poi crollano durante i primi giorni di negoziazione. Per provare a risolvere tale problematica si sono sviluppate le così dette *dirty auctions*, che sono delle aste che danno alla banca sottoscrittrice la possibilità di intervenire ex post per correggere eventuali distorsioni della domanda. La banca interviene in due modi, riducendo il prezzo dell'offerta per renderla più equilibrata se ritiene che il prezzo sia stato gonfiato artificialmente, ed escludendo i free rider, ovvero non assegnando le azioni a chi ha fatto delle offerte sospette, eliminando così gli investitori che hanno sopravvalutato strategicamente l'azione. Questo

tipologie di aste però riducono alcuni dei vantaggi di tale metodo; il maggior intervento dell'underwriter riduce la trasparenza e può reintrodurre il fattore della discrezionalità, rischiando di creare sfiducia negli investitori, i quali sapendo che la loro offerta potrebbe essere modificata o scartata saranno meno propensi a partecipare, e aumenta il rischio di una selezione arbitraria, poiché potrebbe essere particolarmente complesso distinguere tra un investitore particolarmente ottimista e un free-rider.

Un altro limite delle aste è correlato alla presenza degli investitori istituzionali, che non avendo incentivi possono essere restii al partecipare alle aste, risultando in una minor scoperta del prezzo da parte della banca e della società emittente vista la mancanza degli investitori più sofisticati. Infine, l'ultimo grande limite che deve necessariamente essere citato è la *winner's curse*, problema legato principalmente alle aste discriminatorie, in cui gli investitori meno informati tenderanno a sovra apprezzare le azioni, e come nelle offerte *Fixed Price*, gli investitori informati tenderanno ad evitare le offerte che ritengono sovra stimate, portando gli investitori retail a pagare più del valore effettivo delle azioni. Per concludere si può affermare che, anche se presente un *undepricing* sistematico, il metodo del *bookbuilding* è quello più adatto per apprezzare le azioni e ridurre la volatilità post- IPO.

## **2.4 Fattori determinanti del prezzo di offerta**

La determinazione del prezzo di offerta di una IPO è una fase cruciale del processo di quotazione, come si può notare dalla complessità delle metodologie di fissazione del prezzo presentate nel paragrafo precedente, e dipende da una serie di fattori chiave strettamente legati tra loro, come la valutazione aziendale, le condizioni del mercato in un determinato momento storico, e il comportamento degli investitori. Per capire come questi fattori si intrecciano e influenzano il prezzo finale di una quotazione bisogna partire dall'analisi dei

vari metodi di valutazione aziendale che possono essere utilizzati. Tra i principali metodi per valutare una IPO, Aswath Damodaran in “*Investment Valuation*”, considera il modello dei flussi di cassa attualizzati, che come suggerisce il nome, si basa sulla previsione dei flussi di cassa futuri e sulla loro attualizzazione al costo medio ponderato dell’azienda (WACC), riflettendo le effettive previsioni di crescita dell’azienda e la sua redditività, tuttavia, la bontà di tale modello dipende molto dalle stime fatte e dalla corretta determinazione del tasso di sconto, potendo portare a significativi errori di valutazione. In seguito, un altro metodo analizzato è quello dei multipli di mercato, che confronta l’azienda soggetta ad IPO con aziende già quotate che hanno caratteristiche simili. Infine, vengono analizzati i metodi che si basano sulla situazione patrimoniale della società, e il modello reddituale e il modello reddituale misto, che valutano l’azienda sul valore dei suoi asset tangibili e intangibili, ma sono modelli meno adatti a valutare aziende innovative o tecnologiche, e aziende con prospettive di crescita future. Nel suo studio Damodaran evidenzia che i metodi patrimoniale e reddituali non sono adeguati a valutare una IPO, perché non tengono in considerazione la crescita futura e la redditività dell’impresa;

Il miglior modello da prendere in considerazione quando si fa riferimento alla fissazione del prezzo di una IPO è il modello dei multipli di mercato, che si basa sul confronto tra l’azienda oggetto di valutazione e aziende simili già quotate attraverso degli indicatori finanziari standardizzati. I multipli vengono calcolati su un campione di aziende simili, il requisito della “*comparabilità*” deve essere considerato alla luce delle caratteristiche dell’impresa, del suo *business*, delle condizioni legali ed economiche entro cui quest’ultima è oggetto di analisi e valutazione, e occorre analizzare le seguenti fondamentali caratteristiche, settore di appartenenza, o meglio ancora, attività caratteristica

esercitata, dimensionamento economico; struttura del capitale e rischio finanziario, mercati geografici in cui opera, e lo stadio di vita.

Il vantaggio principale di tale metodologia è nella velocità e semplicità di calcolo, oltre che nella facile comprensibilità di interpretazione e nell'adattabilità del metodo, in quanto esistono diversi multipli adatti a diversi settori o situazioni. Ovviamente non si parla di un mezzo perfetto, e in quanto strumenti imperfetti vengono influenzati da fattori di mercato e dal sentiment degli investitori. Nei momenti di euforia del mercato, ad esempio, gli investitori sono ottimisti e più disposti ad assumere rischi, portando ad un aumento nell'investimento in azioni, facendo aumentare il valore delle azioni, con conseguente aumento dei multipli di mercato. Allo stesso modo, quando vi sono momenti di incertezza nel mercato, gli investitori tendono a preferire altri tipi di strumenti finanziari, come le obbligazioni, andando ad impattare negativamente sul prezzo delle azioni e sul valore dell'impresa, riducendo così i multipli.

## **2.5 Fenomeno dell'underpricing**

Il sito di Borsa Italiana definisce l'underpricing come il fenomeno tipico delle operazioni di IPO e OPV quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento della quotazione.

Il fenomeno in questione viene generalmente spiegato come “la variazione percentuale al prezzo di offerta al prezzo di mercato alla fine del primo giorno di quotazione” ed è rappresentato dalla formula:

$$U = \frac{PM-PO}{PO}$$

Dove:

- U = Underpricing

- PM = Prezzo di mercato
- PO = Prezzo di offerta

Premesso ciò, si parla di *underpricing* quando il prezzo di offerta è inferiore al suo fair value di mercato: ne consegue che alla fine della prima giornata di quotazione il prezzo raggiunto sarà molto più alto del prezzo di offerta.

Di seguito andremo ad analizzare i motivi per i quali si genera tale fenomeno, tentando di creare delle categorie distinte (scelta consapevole e scelta inconsapevole) sulla base dei fattori che determinano tale fenomeno.

Il primo motivo potrebbe essere strategico, cioè la società emittente decide di offrire i propri titoli ad un prezzo inferiore rispetto al valore di mercato così da incentivare gli investitori a partecipare all'offerta, con la conseguente diffusione dei titoli su una più ampia platea.

Un altro caso consapevole è rappresentato quando la società mira ad ottenere un'alta "audience" della propria IPO, intesa generalmente come pubblicità del brand aziendale e intesa più specificamente come attenzione all'operazione da parte di riconosciuti analisti. La combinazione congiunta di una reazione positiva di questi due tipi di "audience" può avere un effetto importante dal punto di vista della percezione che il mercato ha circa l'affidabilità del titolo e più in generale del consolidamento dello stesso marchio.

In quest'ottica l'*underpricing* diventa quindi il costo implicito che l'emittente deve pagare per ottenere questa considerazione positiva in senso lato. Questa strategia abbastanza atipica può risultare efficace in situazioni particolari, come ad esempio una società che ha difficoltà nel consolidare il proprio brand o di imporsi in un settore e che cerca quindi di raggiungere una posizione migliore, non attraverso l'implementazione delle sue attività core, bensì sfruttando un'immagine di derivazione più finanziaria attraverso un'IPO.

Altro motivo che può spingere a perseguire questa strada è dato dall'obiettivo non di efficienza di massimizzare i proventi raccolti con l'IPO, ma di consolidamento del titolo sul medio e lungo termine, sfruttando la spinta iniziale data dai *rumors* e dagli analisti più riconosciuti, che possono avere un ruolo non indifferente nel far percepire come sicuro un titolo al mercato. Al riguardo ci sono alcuni studi, tra cui si citano i due più famosi condotti nel 1997 da Rajan e Servaes e nel 2002 da Aggarwal, Krigman e Womack. Questi studi dimostrarono l'esistenza di una correlazione positiva tra il ritorno iniziale (post IPO) e il cosiddetto "*analyst coverage*", ovvero l'aver degli analisti che seguono attivamente l'evoluzione del titolo e che pubblicano articoli d'opinione sullo stesso e più in generale riguardo la società che il titolo rappresenta. Più in generale invece un'IPO viene deliberatamente sotto prezzata a causa di un clima d'incertezza. Se questo sussiste, che sia in riferimento alla reale valutazione dell'impresa, che sia rivolto al modo in cui il mercato percepirà l'emissione o a un momento storicamente instabile, l'incertezza spinge inevitabilmente a preferire *l'underpricing* come strumento atto a ridurre il rischio di condurre un'emissione *overpriced* e quindi fallimentare. Il concetto di incertezza, unitamente a quello di avversione al rischio, potrebbe traslare anche in questo caso il concetto di *underpricing* in una forma di garanzia. Il suddetto è quindi il premio da pagare da emittente e underwriters per ottenere la garanzia di un minor rischio di fallimento dell'operazione.

Una scelta consapevole può anche essere solamente unilaterale, cioè sia la banca d'investimento sia la società emittente potrebbero promuovere l'*underpricing* per motivi differenti.

La banca d'investimento che, avendo nella procedura di book-building un'ampia discrezionalità procedurale, spesso si ritrova a ridurre il prezzo a causa dei costi che sosterebbe nell'andare più in profondità nel lavoro di

costruzione della curva della domanda prima dell'IPO. Questa situazione, afferente al concetto di costi d'agenzia, consente di ottenere comunque dei profitti alti e di ottenerli con un'elevata probabilità, contro invece uno scenario in cui diventerebbe meno probabile ottenere un profitto più alto impiegando molto più sforzo nel processo di perfezionamento del prezzo finale. Nel caso in cui la società abbia in programma delle SEO (*Seasoned Equity Offerings*) in futuro può proporre un'IPO *underpriced*, in quanto il fatto di offrire successivamente nuove azioni beneficerebbe sicuramente di un *underpricing* nella prima emissione, poiché il clima di euforia e di successo generato, avrà come conseguenza che le emissioni secondarie siano apprezzate dal mercato e sarà facile per l'emittente condurre grandi SEOs nel momento in cui si ritiene che il prezzo si aggiri intorno al fair value, o ancora meglio nel momento in cui il prezzo è superiore ad esso.

Quest'ultima situazione potrebbe prefigurarsi se si venisse ad instaurare un bull market nato dall'euforia scaturita *dall'underpricing*. Questa specifica motivazione non ha quindi l'obiettivo di massimizzare i proventi attesi con l'IPO, ma sposta l'obiettivo in una massimizzazione dei proventi tramite le future SEOs.

Infatti, a fare da sottofondo a tutto ciò, vi è la volontà di tutti i partecipanti all'emissione di evitare *l'overpricing*, fenomeno opposto che si verifica quando alla chiusura delle contrattazioni del primo giorno di emissione di un titolo, quest'ultimo presenta un prezzo inferiore a quello di emissione. Sovraprezzare un titolo si traduce inevitabilmente in un fallimento per tutti coloro che hanno lavorato all'emissione, e come aggravante, si aggiunge il fatto che il mercato percepirà la cosa in maniera molto negativa. Proprio al fine di evitare che il titolo risulti *overpriced*, una corrente letteraria sostiene che l'*underpricing* sia quindi inevitabile, e che esso stesso sia un costo implicito afferente al quotarsi. Tutto ciò si riconduce inevitabilmente al già citato concetto di asimmetrie

informative presenti nei mercati, tra emittente, underwriters e tra categorie diverse di investitori. A questa inefficienza di informazioni si ritiene che la risposta migliore sia appunto l'underpricing, poiché in questo caso risulta essere la strategia che massimizza i proventi attesi. Con il termine "attesi", ci si riferisce alla quantità di proventi realizzati, tenendo conto però della probabilità con la quale i suddetti si realizzeranno effettivamente. Supporta questo concetto la cosiddetta "*information cascades*", teoria secondo la quale l'underpricing crea una spinta verso i fenomeni di *herding* (specificamente in riferimento al metodo *fixed-price*), che quindi consentono un aumento del prezzo per azione. In questo caso, infatti, è meglio rinunciare marginalmente a dei profitti se si aumenta in maniera più che proporzionale la probabilità di una sottoscrizione totale dell'offerta.

Un'altra motivazione all'underpricing, che muove prendendo in considerazione il concetto della *winner's curse*, è che esso stesso sia necessario affinché continuino a partecipare alle IPO anche gli investitori meno informati, e in un certo senso quindi necessario all'equilibrio generale del sistema osservato da un punto di vista della domanda dell'IPO. A causa di questa "maledizione" gli investitori meno informati si ritrovano con ampie allocazioni azionarie nelle IPO overpriced, poiché gli investitori più informati evitano questo genere di offerte concentrandosi su quelle *underpriced*. Se quest'ultime non esistessero, i non informati, ritrovandosi sempre di fronte a offerte fallimentari, abbandonerebbero il mercato delle IPO. D'altro canto, se non ci fossero le IPO *underpriced* non avremmo la massiccia partecipazione a questo mercato degli investitori istituzionali, che costituiscono la vera fazione trainante dal punto di vista della domanda.

## 2.6 Conclusioni

Per concludere, il capitolo evidenzia l'importanza che ha la strategia di pricing nel processo di IPO, con un impatto decisivo sulla riuscita dell'operazione e sull'evoluzione del titolo una volta iniziate la negoziazione sul mercato. Riuscire a valutare accuratamente i costi, utilizzare modelli di pricing adeguati e gestire in modo oculato il rischio di *underpricing* incrementano l'attrattiva dell'offerta per gli investitori e rafforzano la sostenibilità finanziaria dell'azienda.

### **3. La quotazione di Technoprobe**

#### **3.1 Introduzione**

Il capitolo ha l'obiettivo di analizzare la quotazione di Technoprobe, società leader nel settore della microelettronica, specializzata nella progettazione, sviluppo e produzione delle probe card per il collaudo dei chip. Il capitolo inizia raccontando la storia della società dell'imprenditore Giuseppe Crippa, spiegando come è nata la società e come si è evoluta negli anni fino ad arrivare al vertice del settore della microelettronica. Successivamente viene fatta l'analisi dei comparabili di Technoprobe, in modo tale da comprendere la forchetta di prezzo offerta al momento della quotazione, metodo comunemente utilizzato e molto efficace per prezzare le IPO. Inoltre, il capitolo si propone di esaminare le conseguenze e le implicazioni del processo di quotazione nel lungo periodo, in particolare, verranno approfonditi gli effetti post-quotazione sull'andamento del titolo e la performance del titolo rispetto ai competitor.

#### **3.2 Storia della società**

La storia di Technoprobe ricorda molto quella delle Big Tech Americane, con la differenza che questa azienda nasce nel garage e nella mansarda della casa della famiglia Crippa a Merate in provincia di Lecco. È dall'estro tecnico ed imprenditoriale di Giuseppe Crippa, con l'aiuto del figlio Cristiano, che si occuperà dell'amministrazione e finanza della futura S.P.A, che nel 1989 inizia a svilupparsi una piccola attività di produzione di sonde per il mercato delle probe cards, cioè dei dispositivi che consentono di testare il funzionamento dei chip durante il loro processo di costruzione. Nel giro di pochi anni, con il solo aiuto di due dipendenti e della collaborazione amministrativa della Signora Marisa, moglie di Giuseppe, il lavoro si intensifica e nel 1993 nasce la TECHNOPROBE, ditta individuale. Tre anni dopo l'azienda con 10 dipendenti, dal garage di casa si trasferisce in uno stabile, il primo acquistato dalla famiglia,

a Cernusco Lombardone e da quel momento inizia la scalata verso il successo. Nel 2002 al team si unisce il figlio più piccolo di Giuseppe, Roberto Crippa, vicepresidente e direttore della Technoprobe Italia. Dal 2000, oltre ad avere ampliato le sedi in Lombardia si espande all'estero, con sedi in Francia, a Singapore e nel 2007 anche negli USA. Viene fondata Technoprobe America per servire il più grande settore dei semiconduttori con sede nella Silicon Valley. E 'infatti proprio il nipote, Stefano Felici ora CEO del gruppo, che ha collaborato sin dal 1999 a stretto contatto con lo zio Giuseppe sul fronte tecnologico, che oggi vive a San José in California. Intanto la Technoprobe continua la sua crescita e il suo sviluppo nell'ambito delle probe cards, il portafoglio brevetti diventa sempre più cospicuo e il numero dei dipendenti cresce. Dopo sonde con tecnologia EPOXY, e VERTICAL MEMS del 2007, mai vendute sul mercato prima di allora, brevetta nel 2011 la tecnologia TPEG™ MEMS, che diventerà il nuovo standard industriale per il test dei wafer a campo ultra-piccolo, l'azienda passa, solo in Italia, da 129 dipendenti di quell'anno, a ben 1300 nel 2021. Anno dopo anno, aumenta il suo fatturato e riesce a guadagnare sempre più fette di mercato, tanto da diventare una azienda leader a livello mondiale, ad oggi è il primo produttore al mondo di probe cards. Nonostante l'apertura di nuove filiali distribuite tra Europa (Francia e Germania), Asia (Corea del sud, Singapore, Cina, Giappone, Filippine e due sedi a Taiwan) e USA, la famiglia Crippa, vero orgoglio italiano, decide di tenere sempre alta l'italianità dell'azienda, non delocalizzando e mantenendo proprio in Italia l'headquarter, tutta la progettazione e quasi la totalità della produzione, le sedi estere servono, infatti, solo per l'assistenza ai clienti. Nel 2019 Technoprobe acquisisce Micro fabbrica e nello stesso anno inaugura la sede in Cina per servire in loco il mercato più grande del mondo. Nel febbraio del 2022 viene quotata sul mercato *Euronext Growth Milan* e nel 2022 inaugura la sua quarta sede italiana, un design center a Catania, la prima fuori dalla Lombardia. Finalmente nel maggio del 2023 l'azienda finalizza il

passaggio al mercato *Euronext Milan* e acquisisce la Harbr Electronics e l'80 % del capitale sociale della Mw Plasma, inaugurando la sua quinta sede a Vimercate in Brianza, negli spazi della sede storica della IBM. Lo scorso anno ha annunciato l'acquisizione del ramo d'azienda Device Interface Solutions e ci si aspetta ulteriore crescita del Gruppo, basti pensare che i ricavi a settembre del 2024 si attestano a €386,9 milioni, in aumento del 25,9% rispetto allo stesso periodo del 2023. La Technoprobe in meno di trent'anni è diventata protagonista dell'ennesimo miracolo del Made in Italy.

Dalla cucina Technoprobe ne ha fatta di strada ed oggi è un gruppo da 300 milioni di fatturato. L'azienda dei Crippa si sviluppa su 11 sedi dislocate in tutto il mondo e migliaia di dipendenti. Il Core Business che lo ha reso un gruppo internazionale (il 98% del fatturato è fuori dall'Italia) è la produzione e la vendita di Probe cards: cioè, interfacce elettromeccaniche che servono a connettere e testare microchip.

Cernusco Lombardone, quattromila abitanti in provincia di Lecco, 267 metri sopra il livello del mare. Chi direbbe mai che la produzione mondiale dei semiconduttori dipende proprio da questo paesino? Ebbene è qui, in quella che viene definita la Silicon Valley italiana, che ha sede Technoprobe, multinazionale specializzata in microelettronica di precisione.

Technoprobe occupa una nicchia di mercato quasi sconosciuta, ma fondamentale per la maggior parte dei settori industriali. Produce infatti le probe card, interfacce che servono a testare i chip presenti nei dispositivi elettronici.

Per capire meglio di che cosa si tratta, si provi ad immaginare un macchinario che deve essere collaudato attraverso un altro apparecchio. Le probe card fungono da collegamento tra i due sistemi: sono schede elettroniche che mettono in comunicazione i chip con la macchina che esegue poi il test.

“Immaginate la stampante e le cartucce: noi facciamo le cartucce, la stampante invece è la macchina di testing”, sintetizza Roberto Crippa, general manager di Technoprobe e figlio di Giuseppe, il fondatore.

### **3.3 Analisi dei comparabili e definizione prezzo iniziale di quotazione**

L'analisi dei comparabili è una metodologia di fissazione del prezzo di una società che si basa sul confronto con entità simili già presenti sul mercato. In sostanza, l'idea dietro tale analisi è che, se due aziende sono simili, per caratteristiche e settore, il valore dato loro dal mercato dovrebbe essere simile. Il primo passo di questa analisi consiste nella scelta dei comparabili, e si utilizzano una serie di parametri come il settore, sicuramente uno dei parametri più utilizzati e facendo riferimento alla classificazione SIC, la redditività, selezionando imprese che hanno un ROA o altri indici di redditività che si differenzia da quella da valutare per meno di una determinata percentuale (2% o 4%), la dimensione, utilizzando tendenzialmente il totale attivo o il suo logaritmo naturale e vengono scelte imprese che non differiscono dall'impresa target per meno di una percentuale che va da 4% al 10%, la crescita, prendendo società che hanno un tasso di crescita del fatturato che si differenzia per meno di una percentuale che va dal 2% al 4%. Una volta identificate le aziende comparabili si costruisce il campione e si raccolgono i dati finanziari e operativi del campione, come i multipli di mercato o altri indicatori rilevanti che variano a seconda del settore di riferimento. I dati raccolti vengono poi utilizzati per calcolare i multipli che saranno successivamente applicati all'azienda per calcolarne il valore. Il vantaggio di questo tipo di modello è che si tratta di un metodo semplice ed intuitivo, i dati di mercato sono facilmente reperibili e la metodologia è accessibile anche a chi non dispone di strumenti complessi, inoltre, tale modello riflette il *sentiment* del mercato, infatti, utilizzando multipli e transazione reali l'analisi tiene conto di quelle che sono le percezioni e le dinamiche correnti del mercato, fornendo una stima che rispecchia le

condizioni economiche attuali. Il metodo però presenta anche una serie di criticità che derivano da una difficile scelta dei comparabili, in quanto la bontà dell'analisi dipende fortemente da una scelta adeguata di quest'ultimi che se non sono perfettamente omogenei la renderebbero distorta; dalla variabilità del mercato, poiché i multipli di mercato possono variare in base alle condizioni economiche, ai cicli di mercato o a fattori temporali; infine, l'analisi è basata prevalentemente su fattori quantitativi, non tenendo conto aspetti qualitativi come il *management* aziendale, le prospettive future e il vantaggio competitivo dell'impresa. Nonostante tali limitazioni, e per i vari vantaggi che si hanno applicando tale metodologia, questa rappresenta un pilastro fondamentale nella valutazione aziendale., specialmente quando il valore di mercato dell'impresa target non è direttamente osservabile. Sono stati condotti numerosi studi su tale metodologia per comprendere quale siano le migliori aziende da usare come *comparable* e quali multipli siano più adatti, tra questi Alford nel 1992 ha evidenziato come la scelta del set di imprese comparabili abbia un impatto significativo sull'accuratezza della stima ottenuta con il metodo basato sul rapporto tra prezzo e utili. In particolare, lo studio dimostra come la selezione basata esclusivamente sull'appartenenza industriale, definita con un livello di dettaglio che risulta ottimale quando si utilizzano le prime tre cifre del codice SIC, cattura in maniera efficace le differenze *cross-sectional* nei multipli, ovvero le variazioni dei rapporti di valutazione osservate tra differenti società in un dato momento. L'aggiunta di ulteriori variabili non apporta sostanziali migliorie al modello se vengono utilizzate singolarmente, mentre la combinazione di industria e ROE emerge come la definizione più accurata, suggerendo che il settore di appartenenza, integrato con una misura di performance economica, rappresenti il principale driver della variazione dei multipli. Parallelamente, Cheng e McNamara (2000) confrontano le metodologie benchmark basate sui multipli P/E e P/B, sottolineando come l'integrazione dei due approcci in una metodologia combinata (P/E-P/B) porti

a una stima ancora più precisa del valore aziendale. In questo contesto, il semplice utilizzo dell'appartenenza industriale come criterio per selezionare le imprese comparabili risulta sufficiente per ottenere un benchmark robusto, in quanto le informazioni relative al rischio e alla crescita sono, in larga misura, già inglobate nel contesto settoriale. Partendo dagli studi appena citati, i comparabili di Technoprobe sono stati scelti partendo dal settore di appartenenza, e sono stati individuate quattro principali aziende, probabilmente utilizzate per la definizione del campione, operanti tutte nel settore dei semiconduttori o della microelettronica, in particolare con focus su produzione, packaging o testing per chip. La prima azienda presa come comparable è FormFactor, competitor diretto di Technoprobe, in quanto specializzata nella progettazione e produzione di probe card e soluzioni di test per semiconduttori, quotata sul Nasdaq è considerata uno dei principali competitor a livello globale nel settore delle probe card, con una quota di mercato significativa e una presenza capillare in Nord America, Asia ed Europa. La seconda azienda presa come *comparable* è CETC Chips, azienda che fa parte del gruppo China Electronics Technology, uno dei conglomerati cinesi più importanti nel settore dell'elettronica e della difesa. Quest'ultima condivide con Technoprobe l'attenzione ai semiconduttori, sebbene CETC Chips copra un raggio più ampio di applicazioni, e la grandezza dell'azienda la rende un buon benchmark per multipli di mercato. La terza azienda presa in esame è la Malaysian Pacific Industries (MPI), importante gruppo malese specializzato nel packaging e test di semiconduttori, oltre che in servizi di produzione elettronica che serve principalmente i settori *automotive, industrial, consumer e communication*. Può essere presa come *comparable* poiché l'attività di test e packaging dei semiconduttori è vicina al core business di Technoprobe offrendo affinità nei modelli di costo e ricavo, inoltre la sua quotazione in Borsa e la dimensione significativa la rendono un buon esempio di “*peer*” con metriche di mercato consolidate. Infine, l'ultima azienda presa in esame è la Yandong

Microelectronics, produttore cinese di soluzioni avanzate per packaging e test, nonché di servizi di manufacturing per semiconduttori particolarmente attivo nella miniaturizzazione e nella fornitura di package specializzati per chip ad alte prestazioni, destinati a settori come IoT, automotive e computing, con un'area di attività molto simile o comunque strettamente connessa all'ambito di Technoprobe. L'analisi di tali aziende, unita alla stima del valore aziendale il DCF e al processo di *bookbuilding* ha permesso alle tre banche sottoscrittrici, rispettivamente Mediobanca, Intesa Sanpaolo e IMI di arrivare ad una forchetta di prezzo d'offerta che partiva da un minimo di 5,40 euro per azione fino ad arrivare a 6,30 euro per azione, corrispondente ad un *equity value* post aumento di capitale compreso tra circa euro 3.245 milioni ed euro 3.786 milioni. Infine il prezzo di collocamento è stato fissato a 5,7 euro per azione, corrispondente ad un valore complessivo della società pari a 3426 milioni di euro, con 125 milioni di azioni collocate, portando così al 20,8% il flottante della società e un ricavato complessivo di 713 milioni di euro.

### 3.4 Analisi del prezzo di quotazione post IPO

Nella tabella di seguito riportata sono evidenziate le variazioni del titolo nei primi giorni di quotazione e i volumi trattati.

Data	Apertura	Min	Max	Chiusura	Volumi
15/02/2022	6,24	5,979	6,876	6,5	5.927.098
16/02/2022	6,75	6,6	6,94	6,6	3.788.355
17/02/2022	6,70	6,354	6,80	6,48	1.629.627
18/02/2022	6,50	6,4	6,664	6,5	611.555

Fonte: Borsa Italiana

Dopo l'euforia dell'esordio, dovuto ad un insieme di fattori, quali la scelta della quotazione sull'EGM e la posizione che aveva la società sul mercato globale,

che ha portato il valore delle azioni a crescere rapidamente e mostrando il titolo un particolare intesa da parte degli investitori testimoniato dal numero delle transazioni effettuate; il titolo raggiunge il suo valore massimo il 04/03/2022 con un prezzo di euro 7,37 e un numero di transazioni pari a 1.143.193

Successivamente nella seconda parte dell'anno a causa della crisi congiunturale, dovuta anche al protrarsi del conflitto russo ucraino, l'interesse degli investitori si è spostato su titoli più conservativi e tradizionali con una conseguente riduzione delle transazioni.

Al 31/12/2022 il prezzo del titolo è pari ad euro 6,7 e i dati di bilancio presentano una crescita rispetto all'anno precedente.

Inversione di tendenza nel 2023 per Technoprobe, che dal 2 maggio dello stesso anno ha effettuato il *translisting* dall'*Euronext Growth Milan* all'*Euronext Milan*, come si evince dalla tabella di seguito riportata.

	<b>2023</b>	<b>2022</b>
<b>Ricavi</b>	409.274	548.929
<b>M.O.L</b>	199.327	332.780
<b>EBTIDA</b>	122.737	245.360
<b>INVESTIMENTI</b>	63.927	79.715
<b>RISULTATO NETTO</b>	97.376	148.215
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	817.300	736.975
<b>POS. FINAZ. NETTA</b>	350.769	403.430

Il giro d'affari è del resto sceso del 25,4% a 409,3 milioni, in presenza di un mercato in forte contrazione soprattutto per la minor domanda da parte dei consumatori di dispositivi quali smartphone e computer; a ciò si aggiunge l'effetto depressivo dato dalla presenza di un elevato livello degli inventari dei dispositivi stessi presso i clienti. Il costo del venduto è diminuito solo del 2,9% a 209,9 milioni, dando luogo a un utile lordo industriale in flessione del 40,1%

a 199,3 milioni. Le spese generali e amministrative sono scese del 7,3% a 62,8 milioni e quelle di ricerca e sviluppo sono rimaste quasi invariate a 56,8 milioni (+0,6%). Sono stati evidenziati altri proventi (rivalutazioni di attività finanziarie) per 1,9 milioni a fronte di oneri netti per 4,2 milioni nel 2022. Ne è complessivamente derivato un ebit in diminuzione del 60% a 81,7 milioni, mentre l'ebitda è sceso del 50% a 122,7 milioni. Il saldo positivo della gestione finanziaria è lievemente migliorato, passando da 2,9 a 3,5 milioni; al 31/12/2023 il gruppo disponeva di una liquidità netta di 350,8 milioni, anche se in calo rispetto ai 403,4 milioni di fine 2022 a seguito di un capex di 63,9 milioni (potenziamento delle linee produttive), acquisizioni per 41,7 milioni, pagamento delle imposte correnti per 44,6 milioni e buy-back per 11,7 mil.

Dalla lettura della relazione semestrale al 30/06/2024 si evidenzia una inversione di tendenza.

Il primo semestre 2024 evidenzia ricavi per 241,050 milioni di euro, in aumento del 22,8% rispetto al medesimo periodo del precedente esercizio, e un risultato positivo pari a 28,1 milioni di euro, di cui 26,9 attribuibile ai soci della capogruppo. Il margine operativo lordo e l'EBITDA, come meglio descritti di seguito, sono pari rispettivamente a 100,7 milioni e 60,7 milioni per il semestre chiuso al 30 giugno 2024. La posizione finanziaria netta presenta un saldo attivo pari a 650,1 milioni di euro al 30 giugno 2024.

Il semestre in oggetto si è inoltre caratterizzato per l'ingresso nel perimetro di consolidamento della divisione Device Interface Solutions (DIS Tech) acquisita da Teradyne, Inc. a partire dal 27 maggio 2024. La citata divisione è attiva nella progettazione di Device Interface Board ad elevata prestazione, componente di fondamentale importanza nella catena del valore del Gruppo Technoprobe. Il contributo apportato alla determinazione dei ricavi è pari a 11,4 milioni di euro con un risultato netto pari a 1,3 milioni di euro.

Di seguito vengono elencati i principali indicatori economici, nonché gli investimenti, del Gruppo per i semestri chiusi al 30 giugno 2024 e 2023:

	<b>30/06/2024</b>	<b>30/06/2023</b>
<b>Ricavi</b>	241.050	196.284
<b>M.O.L</b>	100.752	101.845
<b>EBTIDA</b>	60.700	64.716
<b>Investimenti</b>	43.183	32.707
<b>Risultato Netto</b>	28.100	31.147

Di seguito vengono elencati i principali indicatori patrimoniali del Gruppo al 30 giugno 2024 e al 31 dicembre 2023:

	<b>30/06/2024</b>	<b>31/12/2023</b>
<b>Totale patrimonio netto</b>	1.232.514	817.300
<b>Pos.ne finanziaria netta (saldo attivo)</b>	650.104	350.769

### **3.5 Performance del titolo rispetto ai competitors**

Technoprobe, come abbiamo già detto è leader nella produzione di prodotti tecnologici, e non ha competitors nazionali; pertanto, si è ritenuto opportuno visto l'attività svolta di fare la ricerca sul NASDAQ, che rappresenta il mercato più grande al mondo per i titoli tecnologici. Individuato il mercato, la scelta è stata effettuata verificando lo stesso settore merceologico di appartenenza, la posizione sul mercato e i volumi trattati.

FormFactor Inc., è anch'essa una società che produce probe card utilizzabili sia per il testing di SOC che di memorie e ha una posizione sul mercato simile a quella della Technoprobe, tanto da essere menzionate nel documento di "Ammissione alla quotazione su EURONEXT", come il principale concorrente.

Nella tabella sono riportati i dati principali del triennio 2021-2023 delle due società (espressi in dollari per FMF, espressi in euro per TPRO).

	2021		2022		2023	
	FMF	TPRO	FMF	TPRO	FMF	TPRO
Fatturato	769,7	391,7	747,9	548,9	663,1	409,3
EBTIDA	178,7	174,7	141,4	245	91,39	122,7
Risultato Netto	83,92	118,3	50,74	147,9	82,39	97
Indebitamento netto		-136		-403		-351

Pur avendo FMF numeri migliori, tuttavia, l'analisi comparativa tra le due aziende evidenzia che Technoprobe ha un vantaggio competitivo significativo in diversi aspetti chiave, rendendola una realtà con prospettive di crescita più interessanti nel lungo periodo.

Dal punto di vista della crescita dei ricavi, Technoprobe ha registrato un incremento maggiore rispetto a FormFactor nel periodo 2016-2021, beneficiando di una domanda in forte espansione nel settore dei semiconduttori, spinta dall'adozione del 5G, dell'*Internet of Things* (IoT), dell'Intelligenza Artificiale e dell'aumento della complessità elettronica. Inoltre, Technoprobe vanta una marginalità operativa superiore, con un EBITDA vicino al 50%, rispetto alla divisione Probe Cards di FormFactor, che presenta una redditività inferiore.

Un altro fattore determinante è la spesa in ricerca e sviluppo (R&D). Nonostante FormFactor abbia investito circa 89 milioni di dollari in R&D nel 2020 (pari al 12% del suo fatturato), Technoprobe ha ottenuto risultati eccellenti con un budget molto più contenuto di 19 milioni di euro (pari al 6% dei ricavi), dimostrando una maggiore efficienza nell'innovazione tecnologica. L'azienda italiana si distingue per tecnologie avanzate di microlavorazione, produzione di MEMS 3D e film sottili di alta precisione, che le consentono di offrire prodotti più performanti a un costo inferiore.

Technoprobe ha inoltre ricevuto importanti riconoscimenti nel settore, tra cui il titolo di miglior fornitore di probe card per il quarto anno consecutivo e il prestigioso *Intel Supplier Quality Improvement Program Award* (SCQI), confermando il valore della sua offerta tecnologica.

Tuttavia, entrambi i gruppi presentano rischi legati alla concentrazione dei clienti: Technoprobe ha il 90% dei crediti commerciali legati a soli 10 clienti, mentre FormFactor ha una forte dipendenza da Intel e Samsung (oltre il 40% del suo fatturato). Questo fattore potrebbe rappresentare una vulnerabilità nel caso di un consolidamento del settore.

In termini di valutazione finanziaria, gli analisti di Seeking Alpha hanno assegnato a FormFactor un rating neutrale, stimando un EBITDA di 150 milioni di dollari per il 2022, con un target price di 45 dollari per azione. Al contrario, Technoprobe è vista come un'opportunità di investimento più promettente, grazie alla sua crescita superiore, alla maggiore marginalità e all'efficienza nella gestione delle risorse.

L'azienda italiana, dunque, si posiziona come un attore chiave nel settore delle probe card, con prospettive di ulteriore espansione grazie all'elevata domanda di test nei semiconduttori e alle continue innovazioni tecnologiche.

### **3.6. Conclusioni**

Il presente lavoro ha avuto ad oggetto la tematica delle IPO, in particolare l'attenzione è stata focalizzata sul caso Technoprobe S.p.a.

In virtù dell'analisi riguardante l'IPO di tale società casa occorre tracciare qualche riflessione conclusiva.

Il 2022, nello specifico, ha rappresentato l'anno di svolta della società con la quotazione sull'EGM. Nonostante il contesto macroeconomico, la società ha

avuto un importante crescita in termini di fatturato, ma con le nuove dimensioni, l'azienda si è trovata ad affrontare una serie di sfide.

In particolare, come qualsiasi altro produttore di componenti, la catena di fornitura di sembra essere intrappolata, oltre all'aumento dei costi soprattutto energetici, che difficilmente sono stati trasferiti ai clienti.

I primi sei mesi del 2024, pur non essendo migliorati gli scenari macroeconomici, ci sono stati dei segnali di miglioramento, anche grazie alla normalizzazione delle catene di approvvigionamento, nonostante i costi siano assolutamente aumentati.

Nel frattempo, però, i rischi abbondano, i maggiori competitors si trovano negli Stati Uniti, e la politica economica di Trump con l'introduzione di dazi, potrebbe incidere sull'esportazione della società.

## **Conclusioni**

Il mercato finanziario italiano è meno sviluppato di quello americano, ed è rappresentativo di molti mercati dell'Europa continentale la tendenza a preferire il debito come forma di finanziamento e a pensare alla quotazione come un punto di arrivo piuttosto che come punto di partenza, comportando per il nostro mercato un minor sviluppo rispetto ai mercati internazionali.

La quotazione in borsa con il conseguente accesso ai mercati finanziari e alla raccolta di capitali fornisce alle imprese le risorse necessarie per finanziare la crescita diversificando le fonti di capitale, ottimizzando la struttura finanziaria della società; migliorare la visibilità e la credibilità dell'azienda sul mercato, sia a livello nazionale che internazionale, in quanto la trasparenza richiesta per la quotazione crea un plus-valore riconosciuto da clienti, fornitori, partner e investitori; favorire l'ingresso di investitori istituzionali, sia domestici che internazionali, che possono contribuire a sostenere la crescita dell'azienda; liquidare l'investimento in tutto o in parte, agevolando i passaggi generazionali o operazioni di uscita strategica; attrarre risorse qualificate, migliorando la capacità dell'azienda di attrarre e trattenere talenti grazie a strumenti come le stock option.

In un'economia globale sempre più competitiva l'IPO, con i suoi effetti di vasta portata, è considerata una delle operazioni di finanza aziendale strategiche per il successo a lungo termine di molte aziende.

Lo studio condotto sulla quotazione della TECHNOPROBE S.P.A., società leader nella progettazione e produzione di probe card per il collaudo dei chip, fornisce una valutazione incontrovertibile su quanto una quotazione in borsa influisca sul valore dell'azienda, implementandone asset e profittabilità. Il punto più alto lo si raggiunge nella fase di market timing, e precisamente nel periodo antecedente rispetto all'effettiva quotazione, quando l'azienda sfrutta

tutti gli indicatori utili per un'analisi precoce e fruttifera della performance dei movimenti dei prezzi di mercato, al fine di indurre valutazioni positive sul valore delle stesse.

È stato esaminato il ruolo fondamentale delle banche in una operazione di IPO. Il loro coinvolgimento è fondamentale non solo per la gestione tecnica e strategica dell'operazione, ma è anche garanzia della conformità regolamentare, oltre ad attirare investitori qualificati. I ruoli che le banche possono assumere in una operazione di IPO sono diversi, tra cui quello di Listing Agent, in cui la banca funge da intermediario finanziario che garantisce la corretta esecuzione dell'operazione, nel caso esaminato tale ruolo è stato svolto da Mediobanca; il ruolo di Euronext Growth Advisor, in cui la banca valuta la società per l'ammissione, pianifica e gestisce il processo e assiste la società per tutto il periodo di permanenza sul mercato; nel caso esaminato tale ruolo è stato svolto da Mediobanca; e il ruolo di Global Coordinator, dove la banca diventa una figura strategica, coordinando le diverse fasi dell'IPO nel processo di quotazione, con un ruolo centrale nel collocamento; nel caso esaminato tale ruolo è stato svolto da Intesa SanPaolo – Divisione IMI Corporate & Investment Banking.

Il 2024 ha visto un'attività relativamente ridotta nel mercato delle IPO a livello europeo, ma il segmento Euronext Growth Milan si è distinto come il più dinamico, con 12 nuove IPO e 140,7 milioni di euro raccolti solo nei primi sette mesi. In particolare, il segmento si compone di 210 società quotate, con una capitalizzazione di 8,6 miliardi di euro, in aumento rispetto agli 8,1 miliardi di fine 2023. Il capitale medio raccolto per IPO è aumentato dell'87,9%, riflettendo una maggiore fiducia da parte degli investitori rispetto all'anno precedente.

In Italia in particolare, la partecipazione al mercato azionario è storicamente inferiore rispetto ad altri paesi europei. Questo si riflette in un dato preoccupante: la capitalizzazione delle società quotate in Italia è solo il 43,1% del PIL, contro il 61,4% della Germania e il 127,8% della Francia.

Questi dati mostrano che, nonostante le difficoltà generali del mercato dei capitali in Italia, l'EGM continua a rappresentare una valida opzione per le PMI che cercano di accedere a nuove risorse finanziarie. L'incremento del capitale medio per IPO e l'aumento della capitalizzazione sono segnali positivi, anche se l'interesse degli investitori rimane cauto e le sfide del mercato persistono.

Pure essendo una scelta strategica decisiva, la quotazione richiede un'attenta pianificazione e gestione per garantire un impatto positivo sul lungo termine; le normative in Italia hanno contribuito a rendere la quotazione un'opzione più accessibile per le PMI, ma restano numerose prove da affrontare per massimizzare i benefici di questo processo.

Sarebbe interessante capire perché, dopo la quotazione, spesso si verifica che la crescita degli investimenti non è direttamente proporzionale alla crescita delle vendite, degli asset, e del numero di dipendenti. Il recente aumento di quotazione tra le PMI italiane potrebbe in qualche modo portare a dei cambiamenti su questo aspetto e segnare un punto di svolta, ma lo studio lascia in sospenso questa questione.

## **Bibliografia**

### **Siti consultati**

Akerlof, G.A. (1970). The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), pp.488–500. doi:<https://doi.org/10.2307/1879431>.

Benveniste, L.M. and Busaba, W.Y. (1997). Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(4), p.383. doi:<https://doi.org/10.2307/2331230>.

Benveniste, L.M. and Spindt, P.A. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 24(2), pp.343–361. doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405x\(89\)90051-2](https://doi.org/10.1016/0304-405x(89)90051-2).

Biais, B. and Faugeron-Crouzet, A.M. (2002). IPO Auctions: English, Dutch, ... French, and Internet. *Journal of Financial Intermediation*, 11(1), pp.9–36. doi:<https://doi.org/10.1006/jfin.2001.0319>.

Borsaitaliana.it. (2025). *Gli advisor- Euronext Growth Milan - Borsa Italiana*. [online] Available at: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-growth-milan/gli-advisor.htm> [Accessed 15 Feb. 2025].

Busaba, W.Y. and Chang, C. (2010). Bookbuilding vs. fixed price revisited: The effect of aftermarket trading. *Journal of Corporate Finance*, 16(3), pp.370–381. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.11.001>.

Caparello, A. (2023). *Perché quotarsi in Borsa: vantaggi e costi per aziende - PMI.it*. [online] PMI.it. Available at: <https://www.pmi.it/finanza/quotazione->

pmi/398805/perche-quotarsi-in-borsa-vantaggi-costi-e-incentivi-per-le-aziende.html [Accessed 15 Feb. 2025].

Chung, Y.-S. (2016). *Initial Listing Guide*. [online] Available at: <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>.

Cornelli, F. and Goldreich, D. (2003). Bookbuilding: How Informative Is the Order Book? *The Journal of Finance*, 58(4), pp.1415–1443. doi:<https://doi.org/10.1111/1540-6261.00572>.

Cox, J., Fuller, K.P., Lin, Z. and Wu, W. (2020). Do IPO costs affect innovation? *Review of Financial Economics*. doi:<https://doi.org/10.1002/rfe.1124>.

Dambra, M., Field, L.C. and Gustafson, M. (2014). The Jobs Act and IPO Volume: Evidence that Disclosure Costs Affect the IPO Decision. *SSRN Electronic Journal*, 116(1). doi:<https://doi.org/10.2139/ssrn.2459591>.

Damodaran, A. (2012). Value Investing: Investing for Grown Ups? *SSRN Electronic Journal*, (2). doi:<https://doi.org/10.2139/ssrn.2042657>.

del (2024). *Regolamenti del mercato azionario a Shanghai tutela degli investitori interessi - FasterCapital*. [online] FasterCapital. Available at: [https://fastercapital.com/it/contenuto/Regolamenti-del-mercato-azionario-a-Shanghai--tutela-degli-investitori--interessi.html?utm\\_source=chatgpt.com](https://fastercapital.com/it/contenuto/Regolamenti-del-mercato-azionario-a-Shanghai--tutela-degli-investitori--interessi.html?utm_source=chatgpt.com) [Accessed 15 Feb. 2025].

Dell'Acqua, A., Etro, L. and Gremmo, D. (2023). I metodi di valutazione delle IPO in Italia: analisi ed evoluzione nel periodo 1997-2010. *LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE*, [online] Marzo 2012(64), pp.43–49. doi:<http://hdl.handle.net/11565/3819706>.

Edoardo Scirè (2019). *I costi diretti di una IPO*. [online] Starting Finance. Available at: <https://startingfinance.com/guide/ipo-avanzato/i-costi-diretti-di-una-ipo/> [Accessed 15 Feb. 2025].

Euronext.com. (2019). *Euronext to acquire the Borsa Italiana Group and create the leading*. [online] Available at: [https://www.euronext.com/en/about/media/euronext-press-releases/euronext-acquire-borsa-italiana-group?utm\\_source](https://www.euronext.com/en/about/media/euronext-press-releases/euronext-acquire-borsa-italiana-group?utm_source) [Accessed 15 Feb. 2025].

Fabrizio, S. and Samà, M. (2001). GLI IPO SUL MERCATO ITALIANO NEL PERIODO 1995-1998: UNA VALUTAZIONE DELL'UNDERPRICING E DELLA LONG-RUN UNDERPERFORMANCE. *Quaderni di Finanza*, N. 44.

Gandullia, L. (2004). *Tassazione e sviluppo del mercato dell'equity per le PMI*.

Giannotta, L. (2024). *Gli attori del processo di quotazione - ilDiritto - Quotidiano giuridico*. [online] ilDiritto - Quotidiano giuridico. Available at: <https://ildiritto.it/pmi-in-borsa/gli-attori-del-processo-di-quotazione/> [Accessed 15 Feb. 2025].

Helwege, J. and Liang, N. (2004). Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(3), pp.541–569. doi:<https://doi.org/10.1017/s0022109000004026>.

Kandel, S., Sarig, O. and Wohl, A. (1999). The Demand for Stocks: An Analysis of IPO Auctions. *Review of Financial Studies*, 12(2), pp.227–247. doi:<https://doi.org/10.1093/rfs/12.2.227>.

Ljungqvist, A., Nanda, V.K. and Singh, R. (2003). Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing. *SSRN Electronic Journal*. doi:<https://doi.org/10.2139/ssrn.282293>.

Maghyereh, A.I. (2018). Bank Competition, Concentration and Risk-taking in the UAE Banking Industry. *Economia Internazionale / International Economics*, 71(2), pp.129–148.

Massimo (2023). *Le regole del NYSE e Nasdaq per i titoli sotto il dollaro*. [online] Alto Gain - LA LINEA PER NON SBAGLIARE IN BORSA. Available at: [https://www.altogain.it/le-regole-del-nyse-e-nasdaq-per-i-titoli-sotto-il-dollaro/?utm\\_source=chatgpt.com](https://www.altogain.it/le-regole-del-nyse-e-nasdaq-per-i-titoli-sotto-il-dollaro/?utm_source=chatgpt.com) [Accessed 15 Feb. 2025].

Meoli, M., Katrin Migliorati, Stefano Paleari and Silvio Vismara (2012). The Cost of Going Public: A European Perspective. *International Journal of Economics and Management Engineering (IJEME)*, 2(2), pp.63–72.

Plotnicki, M. and Szyszka, A. (2014). IPO market timing. The evidence of the disposition effect among corporate managers. *Global Finance Journal*, 25(1), pp.48–55. doi:<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2014.03.005>.

Primary Markets Italy Borsa Italiana for SMEs. (2022). Available at: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.en.pdf>.

Redazione (2023). *OPV, OPS e OPVS: cosa sono e come funzionano - Borsa&Finanza*. [online] Borsa&Finanza. Available at: <https://borsaefinanza.it/opv-ops-e-opvs-cosa-sono-e-come-funzionano/> [Accessed 15 Feb. 2025].

Ricci, N. (2021). *Valutazione d'azienda: quale metodo scegliere - PMI.it*. [online] PMI.it. Available at: <https://www.pmi.it/impresa/contabilita-e-fisco/361776/valutazione-dazienda-qual-metodo-scegliere.html> [Accessed 15 Feb. 2025].

SCF, A. (2022). *Guida ai multipli di mercato: come analizzare un'azione da zero - Athena SCF*. [online] Athena SCF. Available at: <https://athenaconsulenza.it/guida-multipli-di-mercato/> [Accessed 15 Feb. 2025].

SEC (n.d.). *Overview of NYSE Quantitative Initial Listing Standards* –. [online] Available at: [https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE\\_Initial\\_Listing\\_Standards\\_Summary.pdf](https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Initial_Listing_Standards_Summary.pdf).

SEC (2024). *Thinking of Listing on the NASDAQ?* [online] Dorsey.com. Available at: <https://www.dorsey.com/newsresources/publications/client-alerts/2024/4/listing-on-nasdaq> [Accessed 15 Feb. 2025].

Soldioggi.it. (2024). *Quotarsi in Borsa 2024: cosa significa, perché, pro e contro, srl | Soldioggi*. [online] Available at: [https://www.soldioggi.it/quotarsi-in-borsa-25456.html#google\\_vignette](https://www.soldioggi.it/quotarsi-in-borsa-25456.html#google_vignette) [Accessed 15 Feb. 2025].

stamal (2024). *Le valutazioni comparative, ambiti di applicazione e gradi di affidabilità - Geo.Val.Esperti*. [online] Geoval.it. Available at: <https://www.geoval.it/2024/10/21/le-valutazioni-comparative-ambiti-di-applicazione-e-grad-di-affidabilita/> [Accessed 15 Feb. 2025].

TradingView. (2023). *NYSE e NASDAQ: ecco le 4 differenze principali tra le due Borse USA*. [online] Available at: [https://it.tradingview.com/news/borsaefinanza%3A381c5de826c55%3A0/?utm\\_source=chatgpt.com](https://it.tradingview.com/news/borsaefinanza%3A381c5de826c55%3A0/?utm_source=chatgpt.com) [Accessed 15 Feb. 2025].

www.borsaitaliana.it. (n.d.). *I benefici e i vantaggi della quotazione - Borsa Italiana*. [online] Available at: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in->

borsa-italiana/quotarsi-in-borsa-italiana/quotarsi-in-borsa-italianavantaggi.htm.

www.borsaitaliana.it. (n.d.). *Il processo di quotazione - Borsa Italiana*. [online] Available at: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>.