

---

# LUISS

---



DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E FINANZA

Corso di Laurea in Banche ed Intermediari Finanziari

Cattedra di Finanza Aziendale Avanzata

**Resilienza aziendale e leadership nel mercato:  
analisi finanziaria di Retelit S.p.A. attraverso dati storici**

**RELATORE:**

Prof. Arturo Capasso

**CANDIDATO:**

Luigi Bucefalo

Matr. 759831

**CORRELATORE:**

Prof. Saverio Massi Benedetti

Anno Accademico 2023-2024

## INDICE

INTRODUZIONE.....	6
CAPITOLO 1: Retelit S.p.A. e le offerte pubbliche.....	7
1.1 Retelit S.p.A.....	7
1.1.1 Struttura del gruppo.....	10
1.1.2 Posizionamento.....	11
1.1.3 Evoluzione del logo.....	12
1.2 IPO.....	12
1.2.1 Vantaggi e svantaggi di un public placement.....	13
1.2.2 Preparazione ed esecuzione del processo di IPO.....	13
1.2.3 Timetable preliminare.....	14
1.2.4 Individuazione della finestra temporale per l'IPO.....	15
1.2.5 Struttura del sindacato di collocamento.....	16
1.2.6 Struttura dell'offerta.....	17
1.2.7 La valutazione ai fini della quotazione.....	18
1.2.8 La piramide del valore in ottica IPO.....	19
1.2.9 Green shoe.....	20
1.2.10 Requisiti di quotazione su borsa italiana.....	20
1.2.11 Underpricing.....	22
1.2.12 Ciclicità.....	23
1.2.13 I costi.....	24
1.2.14 Underperformance.....	25
1.3 OPA e delisting.....	26
1.3.1 Rationes della disciplina.....	26
1.3.2 Procedura dell'offerta.....	27
1.3.3 Regola di passività.....	28
1.3.4 Opa obbligatoria.....	29
1.3.5 Opa volontaria.....	30
1.3.6 Spunti in prospettiva comparata.....	31
1.3.7 Delisting.....	31
1.3.8 Ruolo della CONSOB.....	32
CAPITOLO 2: I multipli finanziari.....	34
2.1 Multipli di capitale o di prezzo.....	34
2.1.1 Price-to-earnings.....	35
2.1.2 Price-to-book.....	36

2.1.3 Price-to-sales.....	37
2.1.4 Price-to-cash flow.....	38
2.1.5 Price-to-free cash flow.....	39
2.2 Multipli dell'attivo o enterprise value.....	40
2.2.1 Enterprise value-to-sales.....	40
2.2.2 Enterprise value-to-EBITDA.....	41
2.2.3 Enterprise Value-to-EBIT.....	42
2.3 Procedura di utilizzo dei multipli.....	43
2.4 Prospettive di utilizzo dei multipli.....	44
2.5 Valore temporale dei multipli.....	45
2.6 Vantaggi e svantaggi dei metodi basati sui multipli.....	46
2.6.1 Vantaggi dei metodi basati sui multipli.....	46
2.6.2 Svantaggi dei metodi basati sui multipli.....	47
<b>CAPITOLO 3: IPO ed OPA di Retelit S.p.A.....</b>	<b>48</b>
3.1 Intermediari incaricati del collocamento per l'IPO.....	48
3.2 Descrizione e ammontare totale dell'operazione.....	48
3.3 Destinatari dell'offerta pubblica.....	49
3.4 Periodo dell'offerta pubblica.....	49
3.5 Ritiro dell'offerta pubblica e modalità di comunicazione al pubblico.....	50
3.6 Prezzo d'offerta.....	50
3.7 Modalità di adesione e quantitativi acquistabili nell'ambito dell'offerta.....	51
3.7.1 Adesione da parte del pubblico indistinto.....	52
3.7.2 Adesione da parte di abbonati e clienti.....	52
3.7.3 Adesione da parte di dipendenti e agenti.....	53
3.8 Modalità e termini di pagamento e consegna delle azioni.....	53
3.9 Provvedimento di quotazione.....	54
3.10 Prospetti informativi di ePlanet.....	54
3.11 Sintesi dei dati rilevanti relativi agli strumenti finanziari e all'offerta globale.....	57
3.12 Intermediari incaricati del collocamento per l'OPA.....	60
3.13 Offerente e soggetti controllanti.....	61
3.14 Persone che hanno agito di concerto con l'offerente in relazione all'offerta.....	62
3.15 Emittente.....	63
3.16 Categoria e quantitativo degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta.....	64
3.17 Corrispettivo dell'offerta e controvalore complessivo dell'offerta.....	64
3.18 Periodo di adesione all'offerta.....	65

3.19 Data di pagamento del corrispettivo.....	66
3.20 Modifiche all'offerta.....	66
3.21 Presupposti giuridici dell'offerta.....	66
3.22 Motivazioni dell'offerta e programmi futuri dell'offerente.....	66
3.23 Revoca delle azioni dell'emittente dalla quotazione.....	67
3.24 Mercati sui quali è stata promossa l'offerta.....	68
3.25 Condizioni di efficacia dell'offerta.....	69
3.26 Partecipazioni detenute dall'offerente e dalle persone che hanno agito di concerto.....	70
3.27 Autorizzazioni.....	70
<b>CAPITOLO 4: Analisi dei multipli finanziari di Retelit S.p.A.....</b>	<b>72</b>
4.1 Introduzione.....	72
4.2 Terminale di Bloomberg.....	72
4.3 Descrizione dei dati utilizzati.....	73
4.4 Regressioni multiple eseguite con il metodo OLS utilizzando la libreria statsmodels su python.....	74
4.4.1 Regressioni con dati originali.....	74
4.4.2 Regressioni applicando i logaritmi ai dati.....	75
4.4.3 Regressioni applicando le variazioni logaritmiche ai dati.....	75
4.5 Component-component plus residual plot.....	75
4.6 Outputs della regressione tra i multipli prezzo/ valore contabile massimo, minimo e medio calcolati su base annuale con dati originali.....	76
4.6.1 Outputs della regressione tra i multipli prezzo/ valore contabile massimo, minimo e medio calcolati su base annuale applicando i logaritmi ai dati originali.....	78
4.6.2 Outputs della regressione tra i multipli prezzo/ valore contabile massimo, minimo e medio calcolati su base annuale applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali.....	80
4.6.3 Outputs della regressione tra i multipli prezzo/ valore contabile massimo, minimo e medio calcolati su base semestrale con dati originali.....	82
4.6.4 Outputs della regressione tra i multipli prezzo/ valore contabile massimo, minimo e medio calcolati su base semestrale applicando i logaritmi ai dati originali.....	84
4.6.5 Outputs della regressione tra i multipli prezzo/ valore contabile massimo, minimo e medio calcolati su base semestrale applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali.....	86
4.7 Outputs della regressione tra i multipli valore d'impresa/vendite massimo, minimo e medio calcolati su base annuale con dati originali.....	88
4.7.1 Outputs della regressione tra i multipli valore d'impresa/vendite massimo, minimo e medio calcolati su base annuale applicando i logaritmi ai dati originali.....	90
4.7.2 Outputs della regressione tra i multipli valore d'impresa/vendite massimo, minimo e medio calcolati su base annuale applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali.....	92
4.7.3 Outputs della regressione tra i multipli valore d'impresa/vendite massimo, minimo e medio calcolati su base semestrale con dati originali.....	94

4.7.4 Outputs della regressione tra i multipli valore d'impresa/vendite massimo, minimo e medio calcolati su base semestrale applicando i logaritmi ai dati originali.....	96
4.7.5 Outputs della regressione tra i multipli valore d'impresa/vendite massimo, minimo e medio calcolati su base semestrale applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali.....	98
4.8 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo prezzo/valore contabile calcolati su base annua con i dati originali.....	100
4.8.1 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo prezzo/valore contabile calcolati su base annua applicando i logaritmi ai dati originali.....	100
4.8.2 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo prezzo/valore contabile calcolati su base annua applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali.....	101
4.8.3 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo prezzo/valore contabile calcolati su base semestrale con i dati originali.....	101
4.8.4 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo prezzo/valore contabile calcolati su base semestrale applicando i logaritmi ai dati originali.....	102
4.8.5 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo prezzo/valore contabile calcolati su base semestrale applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali.....	102
4.9 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo valore d'impresa/vendite calcolati su base annua con i dati originali.....	103
4.9.1 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo valore d'impresa/vendite calcolati su base annua applicando i logaritmi ai dati originali.....	103
4.9.2 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo valore d'impresa/vendite calcolati su base annua applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali.....	104
4.9.3 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo valore d'impresa/vendite calcolati su base semestrale con i dati originali.....	104
4.9.4 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo valore d'impresa/vendite calcolati su base semestrale applicando i logaritmi ai dati originali.....	105
4.9.5 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo valore d'impresa/vendite calcolati su base semestrale applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali.....	105
CONCLUSIONI.....	106
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....	107

## INTRODUZIONE

Nel contesto economico attuale, caratterizzato da una crescente volatilità dei mercati, quanto possono le fluttuazioni estreme dei multipli finanziari influenzare il calcolo del loro valore medio ? Questa domanda sottende l'analisi condotta, che si propone di esplorare e quantificare le dinamiche di mercato attraverso lo studio approfondito della società Retelit S.p.A., un protagonista chiave nel settore delle telecomunicazioni.

Nel primo capitolo si introduce la società, esaminando il suo ruolo e la sua evoluzione nel mercato. Inoltre, si offre una panoramica generale sulle operazioni di IPO e OPA, delineando come queste influenzano le aziende dal punto di vista finanziario e regolamentare.

Nel secondo capitolo, si analizzano i multipli finanziari come strumenti di valutazione economica, sottolineando la loro rilevanza nell'interpretazione delle performance aziendali nel tempo.

Il terzo capitolo si concentra sulle operazioni di IPO e OPA, esaminando in dettaglio come queste abbiano influenzato la struttura finanziaria e la valutazione di mercato di Retelit. Attraverso un'analisi di dati storici, si mira a comprendere l'impatto di queste operazioni sulle aspettative degli investitori e del mercato.

Infine, il quarto capitolo analizza la relazione tra i valori massimi e minimi dei multipli finanziari e il loro valore medio. Questo studio mira a scoprire se esistono correlazioni significative che possano offrire intuizioni su come i periodi di alta volatilità influenzino la valutazione della società.

## CAPITOLO 1: Retelit S.p.A. e le offerte pubbliche

### 1.1 Retelit S.p.A.

Retelit rappresenta un pilastro fondamentale nel panorama italiano delle telecomunicazioni e delle tecnologie dell'informazione e comunicazione e si distingue per il suo impegno nella trasmissione dati attraverso una vasta rete di fibra ottica. Con oltre 43.000 km di infrastrutture fibrotiche che attraversano l'intero territorio nazionale e 34 data center strategici, si pone come un'entità cruciale per la connettività e la gestione dati in Italia.

Partecipando attivamente all'AAE-1, un consorzio internazionale, l'azienda gestisce un importante cavo sottomarino che collega l'Europa al sud-est asiatico via Medio Oriente, rafforzando così la sua presenza nel contesto globale. Fondata nel 1999 e con sede a Milano, Retelit è una società per azioni integrata nel gruppo Asterion Industrial Partners.

Il gruppo si avvale di una serie di controllate, tra cui Retelit Digital Services, PA ABS, PA Expertise, Brennercom, Irideos, Retelit Enia e Noitel, espandendo il suo raggio d'azione nel settore delle telecomunicazioni e dei data center. L'offerta di Retelit è vasta e include soluzioni di fibra ottica, servizi Internet, cloud computing, reti VPN, implementazioni SAP sdwan e strategie di cybersecurity, testimoniando la sua capacità di rispondere in modo versatile alle esigenze del mercato.

Con un fatturato che ha toccato i 366 milioni di euro nel 2023 e un utile netto di 18,2 milioni di euro nel 2022, Retelit si conferma come il leader indiscusso nel settore delle telecomunicazioni in Italia, con un focus particolare sul segmento B2B. L'azienda è altamente specializzata nella creazione di soluzioni personalizzate, tutte gestite tramite piattaforme interne, e gioca un ruolo chiave nella promozione della trasformazione digitale. Oggi, sotto la completa partecipazione di Asterion, Retelit impiega circa 1.169 persone, consolidando ulteriormente il suo impatto sul mercato.

Vision:

Retelit si colloca all'avanguardia di un mondo in costante interconnessione, sia nel tessuto delle relazioni personali che in quello aziendale, evidenziando l'importanza cruciale delle tecnologie di comunicazione. La vision di Retelit è animata dalla convinzione che l'innovazione e lo sviluppo di avanzate soluzioni ICT siano catalizzatori essenziali per guidare le aziende verso una trasformazione digitale che non solo crea valore, ma le rende anche più competitive nel loro settore.

## Mission:

La mission di Retelit si concentra sul garantire ai clienti un'esperienza di digitalizzazione di primo livello, mirando a rendere i loro affari più competitivi. Attraverso la competenza e la passione, l'azienda aspira a posizionarsi come il partner di riferimento per le aziende, offrendo soluzioni innovative e integrate che rispondano pienamente alle loro esigenze.

I valori di Retelit si riflettono nei seguenti principi:

**Eccellenza:** l'azienda si impegna costantemente nella ricerca di soluzioni innovative e originali, anticipando e soddisfacendo le esigenze dei clienti attraverso proposte all'avanguardia;

**Imprenditorialità:** Retelit trasforma le idee in soluzioni concrete con creatività e intraprendenza, adottando un approccio proattivo e coraggioso nel gestire i rischi;

**Integrità:** l'azienda promuove relazioni basate sulla trasparenza e autenticità tra clienti, dipendenti, collaboratori e partner, orientando i propri comportamenti verso l'autenticità e la coerenza;

**Agilità:** Retelit si adatta rapidamente ai cambiamenti tecnologici e alle esigenze del mercato, integrando con flessibilità ed efficienza nuove competenze nella propria offerta.

Una storia di investimenti:

Retelit emerge come leader indiscusso nel settore dei servizi digitali integrati in Italia, grazie a una rete di eccellenza che copre le maggiori aree urbane e industriali del Paese e si estende fino alle principali città europee, al Medio Oriente, all'Asia e agli Stati Uniti. L'innovativa piattaforma di servizi di Retelit si caratterizza per modularità, scalabilità e flessibilità, arricchendo il portafoglio d'offerta e permettendo di soddisfare con prontezza ed efficienza le esigenze del mercato.

L'organizzazione agile e proattiva dell'azienda facilita una rapida risposta alle richieste dei clienti e viene supportata da una rete di partner selezionati, che contribuiscono a sviluppare un ecosistema di soluzioni altamente innovative, sempre aggiornate con le ultime tendenze del mercato. Il valore distintivo di Retelit risiede nella sua capacità di coprire l'intera catena del valore dei servizi ICT attraverso piattaforme di proprietà, assicurando così un controllo completo sulla qualità dei servizi offerti.

Importanti progetti di fusione e acquisizione hanno permesso a Retelit di ampliare la propria offerta, coprendo ogni aspetto della catena del valore ICT, dall'infrastruttura alla gestione dei dati, e dalla rete alle applicazioni, offrendo soluzioni complete e personalizzate che rispondono pienamente alle esigenze dei clienti.

Retelit ha iniziato il suo percorso nel 1999 come e-Via, acquisendo la licenza nazionale di telecomunicazioni e debuttando sul mercato MTA della Borsa Italiana. Nei primi anni, l'azienda ha stipulato un accordo con

ANAS per la copertura di 48.000 km, dando il via alla costruzione di una rete in fibra ottica che includeva il backbone e 8 reti metropolitane (MAN).

Tra il 2005 e il 2007, Retelit si è affermata come uno dei principali operatori di telecomunicazioni in Italia, espandendo la propria clientela a livello nazionale e internazionale e sviluppando progetti significativi nel settore delle telecomunicazioni per la difesa internazionale, ottenendo risultati finanziari notevoli. Nel 2008, l'azienda ha ottenuto la licenza come operatore WiMAX per il Nord e Centro Italia, iniziando a offrire servizi wireless ai propri clienti. Tuttavia, nel 2011, il ramo aziendale WiMAX è stato ceduto a Linkem.

Dal 2012, Retelit ha riorientato la propria offerta su servizi broadband e ICT per il mercato degli operatori, entrando a far parte del consorzio AAE-1 e ampliando la copertura internazionale con l'introduzione di nuovi servizi, inclusi quelli destinati al mercato enterprise e della pubblica amministrazione. Nel 2015, una revisione della governance ha portato a una ristrutturazione del top management e alla definizione di un nuovo business plan, con l'obiettivo di acquisire competenze avanzate in campo ICT per migliorare i servizi offerti ai clienti corporate e della pubblica amministrazione.

Il 2016 ha segnato un'ulteriore espansione nel mercato business con nuovi investimenti nelle infrastrutture di rete e nello sviluppo di servizi innovativi, culminando con l'apertura della landing station AAE-1 a Bari e il completamento di un significativo turnaround aziendale. L'anno successivo, Retelit ha consolidato la sua posizione nel settore dei servizi sviluppando la tecnologia SD-WAN e lanciando una soluzione di cyber security, oltre a iniziare la commercializzazione del cavo AAE-1 e a stabilire una partnership strategica con un importante operatore asiatico, entrando nel Consorzio Open Hub Med e lanciando il servizio di backhaul Bari-Europe in collaborazione con Bics.

Nel 2018, l'azienda ha ampliato il proprio network collegando i principali Internet Exchange d'Europa, diversificando le rotte internazionali terrestri e sottomarine e rafforzando la propria presenza nel Mediterraneo. Sono state implementate nuove tecnologie, con una capacità di 200 Gbps in doppia via tra Roma e Milano, e annunciata una partnership con Huawei per lo sviluppo di servizi multcloud, insieme all'estensione del servizio SD-WAN tramite NGENA.

Il 2019 ha segnato un punto di svolta con l'acquisizione di PA Group, posizionando Retelit come l'unico operatore in Italia capace di offrire soluzioni digitali integrate. È stata lanciata anche la prima soluzione di Public Cloud italiana e un marketplace dedicato a Big Data e IoT, in collaborazione con Eurotech e Cyberoo. Nel 2020, Retelit ha perfezionato l'acquisto di PA Group e Brennercom e ha siglato un accordo con LPTIC per la creazione di Retelit Med, una joint venture finalizzata allo sviluppo ICT nel Mediterraneo.

Nel 2021, il Gruppo ha aumentato le proprie certificazioni in ambito SAP e Microsoft. Il multcloud di Retelit è stato scelto da Exprivia e Sony per il progetto Copernicus Sentinels, e l'azienda è stata selezionata tra le 27 società per elaborare una roadmap tecnologica e industriale presentata alla Commissione Europea. Sono seguite acquisizioni significative, come quella di Welol, e un accordo con WIS Telecom per offrire collegamenti tra Europa Occidentale e Penisola Balcanica. A conclusione dell'anno, il fondo Asterion Industrial Partners ha acquisito Retelit, procedendo con il delisting della società.

Nel 2022, Retelit è stata scelta come partner per la costruzione del cavo sottomarino 2Africa e ha rafforzato la collaborazione con Microsoft ottenendo nuove certificazioni di rilievo. Inoltre, è stata riconosciuta da Statista tra le migliori aziende dove lavorare e ha preso parte come socio fondatore a iniziative come C.NeXT e Ge-DIX.

Infine, nel 2023, grazie all'acquisizione e all'integrazione di Irideos da parte del fondo Asterion, Retelit è diventata il primo operatore telco in Italia completamente focalizzato sul mercato B2B, consolidando così la sua leadership nel settore delle telecomunicazioni.

### 1.1.1 Struttura del gruppo

Il gruppo Retelit, interamente controllato da Asterion Industrial Partners, si articola in una struttura composta da diverse società che contribuiscono al suo raggio operativo nel settore delle telecomunicazioni e delle soluzioni ICT. Retelit S.p.A., con sede legale a Milano in via Pola 9, è la capogruppo e detiene un capitale sociale di 25 milioni di euro, interamente versato. Fino al suo delisting nel novembre 2021, Retelit S.p.A. era quotata alla Borsa di Milano nell'indice FTSE Italia Small Cap<sup>1</sup>.

Retelit Digital Services S.p.A., inizialmente costituita come e-via S.p.A. nel 1999 e successivamente rinominata nel 2019, è una società interamente posseduta da Retelit S.p.A. e ha sede legale anch'essa a Milano in via Pola 9, con un capitale sociale di 109.193.233 euro. Partners Associates S.p.A., acquisita nel 2020, ha integrato diverse delle sue società nel portfolio di Retelit Digital Services, tra cui PA Evolution, InAsset, EasyCon, Up Solutions, oltre alla stessa Partners Associates S.p.A.

Il gruppo si arricchisce ulteriormente con PA ABS, specializzata in soluzioni SAP, e PA Expertise, focalizzata su soluzioni Microsoft Dynamics, entrambe facenti parte del gruppo Partners Associates. Brennercom S.p.A. e Welol Next S.r.l., acquisite rispettivamente nel 2020 e nel 2021, rappresentano ulteriori estensioni della gamma di servizi offerti, con Welol Next S.r.l. che è confluita in PA Expertise nell'agosto 2023.

Irideos, acquisita nel 2022 per il 98,03% da Asterion Industrial Partners e integrata nel Gruppo Retelit a maggio 2023, insieme a Noitel, operatore di telefonia mobile MVNO già incluso nel gruppo Irideos, espandono la presenza di Retelit nel panorama ICT. Retelit Enìa, acquisita da BT Italia, si prepara a diventare parte integrante del gruppo a partire dal 31 gennaio 2024, rafforzando l'offerta di servizi di comunicazione e IT, in particolare per le imprese e la pubblica amministrazione in Emilia-Romagna.

Sul fronte delle partecipazioni, il Gruppo Retelit detiene quote in Open Hub Med (9,87%), MIX S.r.l. (17,98%) — il principale Internet Exchange Point pubblico in Italia, in joint venture con Irideos — e C.NEXT (11%). La completa partecipazione di Retelit da parte di Asterion Industrial Partners, consolidatasi con l'acquisizione

---

<sup>1</sup> L'indice FTSE Italia Small Cap è un indice di mercato che include le società italiane di piccola capitalizzazione quotate sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana. È progettato per rappresentare le performance delle società italiane più piccole che sono meno liquide rispetto a quelle incluse negli indici delle large e mid cap.

di Irideos nel dicembre 2022, testimonia un'ambizione chiara verso l'integrazione e l'unificazione delle attività all'interno del settore.

### 1.1.2 Posizionamento

Retelit ha sapientemente consolidato la propria posizione nel mercato wholesale dei servizi di telecomunicazione, specializzandosi nell'offerta di soluzioni di trasmissione dati su fibra. Questo orientamento strategico ha permesso al Gruppo di sviluppare un portafoglio clienti esteso, tanto a livello nazionale quanto internazionale. Dal 2015, Retelit ha allargato il proprio raggio d'azione per includere servizi specificamente progettati per il settore Enterprise e la Pubblica Amministrazione, offrendo soluzioni complete che abbracciano l'intera filiera ICT, dall'infrastruttura al dato, dalla rete alle applicazioni.

#### Wholesale Nazionale e Internazionale:

Nel contesto wholesale, Retelit si afferma come partner ideale sia per gli operatori nazionali e internazionali che per gli Over-The-Top, rispondendo efficacemente alle loro esigenze di connessione e capacità. La robusta ed estesa infrastruttura di Retelit, abbinata a un'esperienza consolidata, posiziona l'azienda come un punto di riferimento nel mercato wholesale, garantendo servizi di alta qualità e affidabilità.

#### Business:

Il Gruppo Retelit si distingue nel panorama delle soluzioni integrate di consulenza, tecnologia e servizi digitali rivolti alle imprese e alla Pubblica Amministrazione. Grazie alla sua capacità di supportare ogni aspetto del business, dalla gestione della rete alle applicazioni, Retelit offre un ventaglio di servizi che include infrastrutture moderne, una rete di fibra ottica e Data Center strategici situati nelle principali aree metropolitane italiane, nonché un'ampia gamma di servizi digitali e soluzioni ICT.

#### Settore Pubblico:

Nel settore pubblico, lo sviluppo di nuove competenze e la promozione di una cultura digitale rappresentano punti focali. L'adozione di tecnologie innovative e la collaborazione con aziende specializzate nella trasformazione digitale sono essenziali per progettare soluzioni e sistemi avanzati che supportino efficacemente la Pubblica Amministrazione e i cittadini. Diventa quindi cruciale investire nella formazione del personale e promuovere un significativo cambiamento culturale che faccia leva sulle nuove tecnologie per migliorare l'efficienza e l'efficacia dei servizi pubblici.

### 1.1.3 Evoluzione del logo



Logo di Retelit utilizzato fino al 2012



Logo di Retelit utilizzato dal 2012 al 2020.



Logo di Retelit in uso dal 2020.

### 1.2 IPO

L'offerta pubblica iniziale, o IPO, segna il debutto di una società sui mercati finanziari, consentendo la vendita di azioni<sup>2</sup> al pubblico. Questo momento cruciale può avvenire attraverso diverse modalità, ciascuna con specifiche implicazioni finanziarie e strategiche.

Una delle opzioni è l'offerta pubblica di sottoscrizione, in cui la società emette nuove azioni. I proventi derivanti da queste nuove azioni rimangono all'interno dell'azienda, fornendo nuovi capitali per investimenti o per il rafforzamento patrimoniale. Questo tipo di offerta è particolarmente indicato per le aziende in cerca di nuove risorse finanziarie per espandere le loro attività o per ridurre il debito esistente.

Un'altra possibilità è l'offerta pubblica di vendita, dove gli azionisti attuali vendono una parte o tutte le loro azioni esistenti. I proventi di questa vendita vanno direttamente agli azionisti che cedono le loro quote e non alla società, che non riceve quindi nuovi capitali. Questo tipo di offerta è spesso utilizzato dagli investitori iniziali o dai fondatori che desiderano realizzare il valore del loro investimento.

Infine, esiste l'offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione, una combinazione delle due modalità precedenti. Questa opzione permette sia la vendita di azioni esistenti, beneficiando gli azionisti correnti, sia l'emissione di nuove azioni, con i relativi proventi che contribuiscono a finanziare ulteriormente le attività aziendali. Questo tipo di offerta offre flessibilità e può essere strutturato in modo da bilanciare le esigenze di liquidità degli azionisti con quelle di capitale dell'azienda.

---

<sup>2</sup> Le azioni rappresentano parti del capitale di una società per azioni. Chi possiede azioni è detto azionista e ha diritto a una quota degli utili della società (dividendi), oltre a poter partecipare e votare nelle assemblee generali.

### 1.2.1 Vantaggi e svantaggi di un public placement

Il Public Placement offre una serie di opportunità e sfide tanto per le aziende quanto per gli azionisti, con impatti significativi sulla struttura finanziaria e operativa.

Uno dei principali benefici del Public Placement per le aziende è il rafforzamento della struttura finanziaria<sup>3</sup> attraverso il reperimento di capitali necessari per sostenere la crescita, sia interna che tramite acquisizioni. Questo contribuisce a migliorare la solidità patrimoniale e a rafforzare il profilo manageriale dell'azienda, proiettando un'immagine aziendale più robusta e affidabile. Inoltre, la quotazione in borsa può aumentare la redditività e offre l'opportunità di incentivare il management attraverso piani di stock options<sup>4</sup>, legando così gli interessi del management agli obiettivi aziendali di lungo termine.

Per gli azionisti, il Public Placement offre la possibilità di realizzare parte del valore del loro investimento, facilitando inoltre il soddisfacimento delle esigenze di controllo. Questo tipo di operazione permette di aumentare la capitalizzazione dell'azienda senza necessariamente ricorrere all'impiego di capitali propri, aumentando così la liquidità e la diversificazione<sup>5</sup> del portafoglio degli azionisti esistenti.

Tuttavia, il processo di Public Placement comporta anche una serie di sfide. Le aziende sono soggette a requisiti rigorosi in termini di trasparenza e devono sostenere costi elevati legati alla divulgazione delle informazioni, che possono incidere sulle risorse disponibili. È richiesto un adattamento in termini di cambiamenti organizzativi, manageriali e operativi, compresa l'adozione di politiche di dividendo orientate alla distribuzione degli utili. La quotazione in borsa espone inoltre l'azienda a una maggiore vulnerabilità rispetto alle fluttuazioni di mercato e alle pressioni speculative, aumentando il rischio di volatilità del titolo. Un ulteriore svantaggio è la potenziale perdita di controllo da parte dei fondatori o degli azionisti attuali, che possono vedersi diluire la loro influenza a seguito dell'ingresso di nuovi investitori.

### 1.2.2 Preparazione ed esecuzione del processo di IPO

La preparazione e l'esecuzione di un'offerta pubblica iniziale sono processi complessi e strutturati che necessitano di un'attenta pianificazione e coordinamento tra diverse fasi. Inizialmente, la preparazione comporta l'elaborazione di una narrazione efficace per gli investitori, comunemente nota come "equity story", la conduzione di una due diligence approfondita e l'analisi degli aspetti legali. Durante questa fase preliminare, si prepara anche il prospetto informativo e una presentazione dettagliata per gli analisti finanziari.

Successivamente, la strutturazione del sindacato di sottoscrizione e collocamento prende forma. Questo step prevede una revisione della valutazione preliminare basata sui risultati della due diligence, la determinazione

---

<sup>3</sup> La struttura finanziaria di un'azienda si riferisce alla combinazione e alla proporzione dei diversi tipi di capitale utilizzati per finanziare le sue operazioni e le sue attività. Questa struttura include tipicamente debito (come prestiti e obbligazioni) e capitale proprio (azioni), oltre a eventuali altre fonti come il leasing finanziario.

<sup>4</sup> Le stock option sono strumenti finanziari che conferiscono il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere una determinata quantità di azioni di una società a un prezzo prefissato, entro una data specifica.

<sup>5</sup> La diversificazione del portafoglio è una strategia di investimento che consiste nel distribuire il capitale su una varietà di asset diversi per ridurre il rischio.

del fair value<sup>6</sup> della società e la definizione dei dettagli dell'offerta. È una fase critica dove vengono finalizzati i parametri finanziari e strutturali dell'IPO.

Man mano che ci si avvicina al lancio dell'offerta, circa quattro settimane prima della fase di pricing, si attua una strategia di marketing mirata. In questo periodo, si elabora un piano di marketing per l'offerta, si organizza il roadshow e si pubblicano i report di ricerca degli analisti. È anche il momento in cui la società annuncia ufficialmente la sua intenzione di quotarsi, stabilendo così un prezzo indicativo per le azioni.

La fase di offerta si svolge generalmente tra una e due settimane prima del pricing effettivo. Durante questo intervallo, si realizzano il roadshow, il bookbuilding, il pricing e il processo di allocazione delle azioni ai vari investitori. Questa è la fase più dinamica e pubblica del processo di IPO, durante la quale si interagisce attivamente con il mercato finanziario per ottimizzare la valutazione e l'allocazione delle azioni.

Infine, dopo la quotazione, segue la pianificazione dell'aftermarket. Questa ultima tappa include attività di market making, la stabilizzazione del titolo in borsa, la gestione dell'opzione di greenshoe e ulteriori adempimenti societari necessari per consolidare la presenza della società sul mercato azionario. La gestione efficace di questa fase è fondamentale per garantire la stabilità del titolo e per sostenere la fiducia degli investitori nel lungo termine.

### 1.2.3 Timetable preliminare

La preparazione e l'esecuzione del processo di IPO è un'attività complessa che richiede un'accurata pianificazione e coordinamento di diverse fasi, solitamente estendendosi per un periodo di circa 5-6 mesi. Il processo può essere suddiviso in quattro fasi principali: Due Diligence e predisposizione della documentazione, Marketing, Offerta e Aftermarket.

Inizialmente, la fase di Due Diligence e predisposizione della documentazione è fondamentale per preparare adeguatamente la società alla quotazione. Questa inizia con la nomina del financial advisor, il consulente finanziario che guiderà l'intero processo. Segue la selezione del consorzio di banche e consulenti che parteciperanno all'IPO. Durante questa fase si svolge anche una dettagliata Due Diligence di business, fiscale e legale per valutare i rischi e le opportunità aziendali. Si procede poi alla redazione dell'offering Circular, un documento informativo per gli investitori, e si interagisce con le autorità di regolamentazione, come Borsa Italiana e Consob, per ottenere tutte le necessarie approvazioni.

Segue la fase di Marketing, focalizzata sulla promozione dell'IPO. Il management prepara presentazioni efficaci per coinvolgere e informare gli investitori e gli analisti. Si producono anche equity research e report di ricerca che esplorano il potenziale della società, fondamentali per orientare gli investitori verso una valutazione informata. Un elemento chiave in questa fase è la determinazione di un prezzo indicativo per le azioni, stabilendo una base per il pricing futuro.

---

<sup>6</sup> Il fair value è il prezzo stimato a cui un bene potrebbe essere scambiato in un'operazione tra parti informate, disposte a negoziare e indipendenti, in condizioni di mercato equo.

La terza fase si concentra sui dettagli dell'effettivo collocamento delle azioni. Il roadshow e il bookbuilding sono attività cruciali in questo periodo, essenziali per promuovere la vendita delle azioni e raccogliere prenotazioni da parte degli investitori. L'offerta viene suddivisa in tranches istituzionali e retail, per adattarsi alle esigenze di diversi tipi di investitori, culminando con l'allocazione delle azioni.

Infine, la fase di Aftermarket inizia una volta completata l'IPO. Questa fase include il trading delle azioni, segnando l'inizio della loro quotazione sul mercato. Si procede poi alla chiusura e al settlement, che concludono la transazione finanziaria. Le attività di stabilizzazione sono poi impiegate per mantenere il prezzo delle azioni stabile nel mercato, assicurando una transizione fluida e controllata nel periodo post-IPO. Questa fase è cruciale per garantire il successo a lungo termine dell'IPO e per rafforzare la fiducia degli investitori.

#### 1.2.4 Individuazione della finestra temporale per l'IPO

Per garantire un processo di quotazione di successo, l'identificazione del timing<sup>7</sup> ottimale è cruciale. Tale decisione richiede un'analisi meticolosa di diversi fattori chiave che possono influenzare direttamente l'interesse e la partecipazione degli investitori.

Inizialmente, è fondamentale esaminare lo stato attuale del mercato, con un focus particolare sulla volatilità. La volatilità del mercato può avere un impatto significativo sulla disponibilità degli investitori a partecipare a nuove offerte. Analizzare le performance delle recenti IPO può offrire spunti utili riguardo l'appetibilità del mercato per le nuove emissioni, aiutando a scegliere il momento più propizio per la quotazione.

Un altro aspetto rilevante riguarda la stagionalità dei volumi di scambio<sup>8</sup>: periodi come l'estate o le festività natalizie sono spesso caratterizzati da una ridotta attività di mercato. Questi momenti di bassa liquidità possono compromettere l'efficacia dell'offerta e, di conseguenza, il successo dell'IPO. È quindi strategico evitare di programmare la quotazione durante queste finestre temporali meno attive.

Infine, è essenziale considerare le recenti performance economico-finanziarie della società. Programmare l'IPO subito dopo la pubblicazione dei risultati finanziari annuali può essere vantaggioso, poiché fornisce agli investitori dati aggiornati e dettagliati sulla salute finanziaria e sulle prospettive dell'azienda. Questo non solo rafforza la fiducia degli investitori nella solidità e nel potenziale di crescita della società, ma contribuisce anche a stabilire un prezzo di offerta più accurato e giustificato.

Attraverso un'attenta valutazione di questi fattori, si può ottimizzare la pianificazione dell'IPO per massimizzare le possibilità di successo, attirando un numero adeguato di investitori e ottenendo una valutazione di mercato favorevole.

---

<sup>7</sup> Il "timing" in ambito finanziario si riferisce alla scelta del momento ottimale per effettuare operazioni di mercato, come l'acquisto o la vendita di titoli finanziari. L'obiettivo è massimizzare il profitto o minimizzare la perdita, entrando o uscendo dal mercato quando le condizioni sono più favorevoli.

<sup>8</sup> I volumi di scambio rappresentano la quantità totale di titoli o beni che sono stati comprati e venduti in un mercato durante un dato periodo di tempo. Questo indicatore è usato frequentemente per misurare la liquidità di un mercato e per valutare l'intensità dell'attività di trading.

### 1.2.5 Struttura del sindacato di collocamento

La struttura del sindacato di collocamento è essenziale per il successo di un'operazione di IPO, garantendo una coordinazione efficace e un'implementazione fluida del processo di quotazione. Al centro di questa struttura si trovano una o due banche capofila<sup>9</sup>, note come Global Coordinator o Joint Global Coordinators, che rivestono un ruolo cruciale guidando e coordinando tutte le attività necessarie durante le diverse fasi del processo.

Nel caso di operazioni più complesse, può essere vantaggioso includere sia una banca internazionale, che porta con sé una rete globale e una reputazione consolidata per attrarre investitori internazionali, sia una banca italiana, che si focalizza sulla tranche retail e offre una conoscenza approfondita del mercato locale. Questo approccio dualistico facilita una comunicazione efficace e un coinvolgimento ottimale degli investitori, sia istituzionali che retail.

Le banche capofila mantengono un contatto diretto e quotidiano con la società che si quota, condividendo informazioni in modo tempestivo e trasparente, il che è fondamentale per affrontare eventuali criticità e adattare le strategie alle esigenze del mercato e della società. Oltre al ruolo di coordinamento, i Joint Global Coordinators agiscono anche come Joint Bookrunners per la componente istituzionale dell'offerta, gestendo l'allocazione dei titoli tra gli investitori istituzionali in modo equo e strategicamente vantaggioso per la società. Per affrontare le sfide della tranche retail, spesso è necessario coinvolgere un maggior numero di banche nel ruolo di capofila, poiché il segmento retail richiede un'attenzione particolare e strategie di marketing differenziate. L'assegnazione chiara di diverse aree di responsabilità tra le banche retail è essenziale per garantire un alto livello di coinvolgimento e una copertura efficace del mercato.

Le responsabilità all'interno del sindacato possono variare, includendo la gestione della documentazione, il ruolo di sponsor, e l'organizzazione di attività di marketing come presentazioni agli analisti, premarketing e roadshows, tutti elementi che contribuiscono a costruire un interesse solido attorno all'offerta. Inoltre, è cruciale che una delle banche si occupi delle relazioni con il sindacato retail, assicurando che gli investitori retail siano costantemente informati e coinvolti nel processo, creando così un legame forte e duraturo.

Nella selezione del consorzio per un'operazione di IPO, è fondamentale considerare diversi criteri che influenzano il successo dell'offerta, come la comprensione dell'equity story della società, le capacità di marketing, le credenziali delle banche e le proposte economiche, che devono essere competitive e sostenibili. La struttura del sindacato di collocamento, quindi, gioca un ruolo determinante nel navigare il complesso panorama di un'offerta pubblica iniziale, garantendo il miglior risultato possibile per la società e per gli investitori.

---

<sup>9</sup> Una banca capofila è una banca o un istituto finanziario che guida un consorzio di banche nell'organizzazione di un'operazione finanziaria di grande entità, come l'emissione di obbligazioni o l'organizzazione di un credito sindacato.

## 1.2.6 Struttura dell'offerta

Nella definizione della struttura dell'offerta di un'operazione di IPO, è cruciale bilanciare con attenzione l'allocazione tra il comparto istituzionale e quello retail. Questa divisione strategica non solo influisce sulle dinamiche tecniche ma è essenziale per il successo generale dell'IPO, garantendo una gestione efficace della liquidità e una visibilità ottimale del titolo nel mercato.

Il comparto istituzionale è tipicamente composto da investitori professionali, i quali, attraverso l'attività di analisi e ricerca, contribuiscono significativamente alla stabilità e alla corretta valutazione del prezzo del titolo. La loro partecipazione non solo inietta capitali significativi nell'azienda, ma conferisce anche credibilità e supporto a lungo termine alla società, creando un circolo virtuoso di liquidità e visibilità nell'aftermarket.

Parallelamente, il comparto retail, costituito da investitori individuali, può influenzare positivamente la percezione del mercato, specialmente se l'offerta è percepita come desiderabile. Gli investitori retail, essendo pricetakers, possono intensificare la domanda e contribuire a un aumento del coinvolgimento generale, rendendo il titolo più attraente e potenzialmente elevando la domanda post-quotazione, il che può stimolare un interesse rinnovato attorno al titolo.

Per massimizzare la flessibilità tra queste due componenti, è fondamentale incorporare clausole di “claw-back” nella struttura dell'offerta. Queste clausole permettono di adeguare la distribuzione finale delle tranche istituzionale e retail in base all'effettiva domanda del mercato. Ciò consente una risposta agile e calibrata alle dinamiche del mercato, garantendo che le esigenze di entrambe le categorie di investitori siano adeguatamente soddisfatte e che il capitale raccolto rifletta l'interesse manifestato.

Al di là della semplice allocazione di azioni, diversi altri fattori chiave devono essere considerati nella strutturazione dell'offerta. L'equity story della società è centrale: una narrazione convincente e ben articolata del potenziale di crescita e dei vantaggi competitivi può attirare sia investitori istituzionali che retail. Inoltre, è essenziale valutare attentamente le predisposizioni del mercato e delle sensibilità degli investitori, poiché questi aspetti possono influenzare profondamente la reazione all'offerta.

Elementi aggiuntivi come la disponibilità di azionisti esistenti a vendere parte delle loro quote, la struttura del capitale e il livello desiderato di free float sono altrettanto cruciali. Un free float adeguato è determinante per assicurare la liquidità del titolo nel mercato e per facilitare la formazione di un prezzo equo del titolo dopo la quotazione.

Infine, per una quotazione di successo, è imperativo comunicare efficacemente le strategie finanziarie future del gruppo. Gli investitori devono essere convinti della sostenibilità di queste strategie e del loro potenziale di generare rendimenti adeguati, sia in termini di crescita del capitale che di flussi di dividendi<sup>10</sup>. Questa trasparenza non solo costruisce fiducia ma è vitale per massimizzare l'attrattiva e il successo dell'offerta.

---

<sup>10</sup> I flussi di dividendi rappresentano le somme di denaro pagate regolarmente agli azionisti di una società come distribuzione degli utili. Questi pagamenti sono solitamente espressi come una cifra per azione e possono essere erogati annualmente, semestralmente o trimestralmente, a seconda della politica di distribuzione dei dividendi dell'azienda.

### 1.2.7 La valutazione ai fini della quotazione

Il processo di valutazione per la quotazione di una società in borsa è un momento cruciale in una IPO, essenziale per determinare il prezzo a cui le azioni saranno offerte agli investitori. Questa valutazione si basa su una serie di informazioni e analisi dettagliate che consentono di formulare una stima accurata del valore della società.

Le informazioni principali su cui si fonda il processo valutativo includono le condizioni attuali del mercato, l'analisi dei comparables<sup>11</sup> che considera aziende simili già quotate, i dati storici contabili della società, le previsioni future e le informazioni gestionali. Questa base informativa fornisce il contesto necessario per una valutazione equa e realistica.

Il processo di valutazione inizia con una stima preliminare del valore, comunemente definita "pitch", durante la quale gli advisor presentano una prima valutazione agli investitori potenziali. Questa fase è seguita da un arricchimento progressivo delle informazioni disponibili, man mano che la società fornisce dettagli più specifici sulle sue attività e prospettive future.

Una parte integrante di questo processo è la due diligence, che non solo verifica le informazioni fornite ma cerca anche di stabilire un "fair value" dell'azienda, considerando una prospettiva industriale e cercando di identificare il vero valore di business. Questo approccio assicura che la valutazione sia guidata da una comprensione approfondita del settore e del posizionamento della società all'interno di esso.

Man mano che si procede, la valutazione deve anche considerare le reazioni e le indicazioni degli investitori raccolte durante le fasi di pre-marketing, oltre a tenere conto delle condizioni del mercato azionario, della dimensione dell'offerta e della potenziale liquidità del titolo. Questi fattori possono portare alla definizione di un "IPO discount", un abbassamento strategico del prezzo rispetto al valore stimato, volto a massimizzare la domanda e aumentare le probabilità di un ritorno positivo per gli investitori iniziali.

Infine, il "prezzo di offerta" viene determinato sulla base dei risultati dell'offerta istituzionale, con la definizione di un range di prezzo indicativo e di un "prezzo massimo" da pubblicare prima dell'inizio dell'offerta pubblica. Questo prezzo finale riflette un equilibrio tra le aspettative degli investitori, le condizioni di mercato e la strategia complessiva dell'IPO, mirando a garantire il successo dell'operazione e un solido debutto sul mercato borsistico.

---

<sup>11</sup> I "comparables", o comparabili, sono un metodo di valutazione che consiste nel confrontare le metriche finanziarie di un'azienda con quelle di altre aziende simili nel settore o nel mercato, per determinare il suo valore. Questo approccio si basa sull'assunto che aziende simili in condizioni di mercato comparabili dovrebbero avere valutazioni simili.

### 1.2.8 La piramide del valore in ottica IPO

La valutazione di una società si sviluppa attraverso una "piramide del valore", ossia un processo articolato in fasi sequenziali che sono interconnesse e fondamentali per guidare con successo la quotazione in borsa. Queste fasi creano un iter valutativo integrato e fondamentale per l'esito dell'operazione.

Il processo inizia con il pitch, dove le banche d'affari competono per essere selezionate come sponsor o global coordinator della società che si quota. In questa fase preliminare, le banche presentano una valutazione iniziale della società, e è cruciale che quest'ultima non si basi solo sul valore proposto, ma consideri anche la competenza, l'esperienza e la reputazione dell'intermediario. Questo garantisce una fondazione solida per il processo di IPO, influenzando direttamente il suo successo.

Segue la fase di due diligence, durante la quale la banca selezionata esamina in dettaglio il piano industriale<sup>12</sup> dell'azienda e determina una prima stima del fair value, generalmente espressa come un range. Questo valore è una stima del capitale economico della società in vista della quotazione e viene affinato senza considerare l'impatto dello sconto di IPO o le indicazioni emerse durante il pre-marketing. Durante questa fase si redige anche il documento di valutazione, essenziale per la domanda di ammissione alla quotazione da presentare a Borsa Italiana.

La fase di pre-marketing coinvolge la raccolta di feedback dagli investitori istituzionali per affinare ulteriormente la valutazione, determinando un intervallo indicativo di prezzo. Le informazioni raccolte in questa fase sono cruciali per stabilire il range di prezzo indicativo e il prezzo massimo, che fungerà da riferimento nella fase successiva di bookbuilding, dove si raccolgono gli ordini da parte degli investitori sia istituzionali che retail.

L'ultima fase è quella di pricing e marketing, che include la promozione attiva dell'IPO attraverso roadshows nelle principali piazze finanziarie e campagne promozionali mirate. Durante questa fase, gli investitori istituzionali esprimono il loro interesse per l'acquisto delle azioni, fornendo dati essenziali per la determinazione del prezzo finale di offerta. Questo prezzo viene fissato considerando la domanda, i prezzi proposti dagli investitori istituzionali e la qualità della domanda raccolta.

L'obiettivo finale è allocare efficacemente le azioni tra gli investitori, mantenendo un equilibrio che permetta di lasciare una parte della domanda insoddisfatta. Ciò è inteso per stimolare l'interesse continuo e sostenere la performance del titolo nel mercato secondario, garantendo così il successo dell'IPO e una solida introduzione nel mercato azionario.

---

<sup>12</sup> Un piano industriale è un documento dettagliato che descrive gli obiettivi strategici e operativi di un'azienda per un periodo futuro, solitamente di tre a cinque anni.

### 1.2.9 Green shoe

La green shoe è una clausola strategica che viene spesso impiegata nel contesto di un'offerta pubblica iniziale per gestire più efficacemente la volatilità del prezzo delle azioni subito dopo la quotazione. Il nome deriva dalla Green Shoe Manufacturing Company, che fu la prima azienda a utilizzare questa tecnica durante la propria IPO.

Questa opzione, solitamente valida per 30 giorni dal momento della quotazione, è concessa dal consorzio di collocamento e consente agli azionisti venditori di incrementare il numero di azioni offerte fino a un certo limite, generalmente non superiore al 15% dell'offerta iniziale. Questa possibilità viene attivata per assorbire un'eccessiva domanda di titoli, aiutando a stabilizzare il prezzo nel mercato post-IPO.

Durante il processo di IPO, il consorzio di collocamento può decidere di vendere più azioni di quelle effettivamente disponibili tramite una vendita allo scoperto, anticipando l'esercizio dell'opzione green shoe. Se la domanda di azioni è alta e il prezzo di mercato supera il prezzo di offerta iniziale, il consorzio può esercitare la green shoe per acquistare le azioni aggiuntive dagli azionisti venditori al prezzo originale di offerta. Queste azioni vengono poi utilizzate per coprire le posizioni corte<sup>13</sup> aperte<sup>14</sup> durante la vendita allo scoperto, stabilizzando il mercato.

Il meccanismo della green shoe non solo beneficia ai membri del consorzio, che possono coprire le loro vendite allo scoperto senza subire perdite, ma anche la società emittente, in quanto contribuisce a ridurre la volatilità del prezzo delle azioni subito dopo la quotazione. Inoltre, se il prezzo delle azioni scende sotto il prezzo di offerta, il consorzio può comprare azioni sul mercato per coprire le vendite allo scoperto, sostenendo così il prezzo delle azioni.

### 1.2.10 Requisiti di quotazione su borsa italiana

Per le aziende che desiderano accedere ai mercati finanziari tramite la Borsa Italiana, è fondamentale comprendere i diversi segmenti<sup>15</sup> disponibili e i requisiti specifici per ciascuno. Questi segmenti variano in base alla dimensione dell'azienda, al settore di attività, e alla presenza sul mercato internazionale, offrendo diverse opportunità e requisiti di quotazione.

---

<sup>13</sup> Le posizioni corte, o "short selling", sono una strategia di investimento in cui un investitore vende titoli che non possiede al momento, sperando di riacquistarli più tardi a un prezzo inferiore.

<sup>14</sup> Le posizioni aperte in ambito finanziario indicano il numero totale di contratti di investimento, come futures o opzioni, che non sono stati ancora chiusi, liquidati o esauriti mediante un'operazione contraria.

<sup>15</sup> Il termine "segmenti" si riferisce alle diverse categorie in cui sono classificati i titoli o i mercati finanziari.

## MTA (Mercato Telematico Azionario):

Il MTA è ideale per aziende di dimensioni medio-grandi che rispettano gli standard internazionali di qualità. Per potersi quotare su questo mercato, un'azienda deve avere una capitalizzazione di almeno 40 milioni di euro e assicurare un free float<sup>16</sup> minimo del 25%. Questo segmento è uno dei più liquidi in Europa per il cash equity, offrendo un ambiente di trading regolato e strutturato per azioni, obbligazioni convertibili<sup>17</sup>, diritti di opzione<sup>18</sup> e warrants<sup>19</sup>.

## Requisiti Generali per l'Ammissione alla Quotazione sull'MTA:

Oltre ai criteri specifici di ciascun segmento, le aziende che aspirano a quotarsi sull'MTA devono soddisfare vari requisiti generali, come un free float di almeno il 25%, la presentazione di bilanci consolidati<sup>20</sup> e certificati degli ultimi tre anni, e l'adesione a standard di corporate governance e investor relations raccomandati. È anche essenziale la presenza di uno sponsor o global coordinator e il rispetto delle norme su informativa pubblica e operazioni con parti correlate<sup>21</sup>. Questi standard aiutano a garantire una comunicazione efficace con gli investitori e a mantenere la trasparenza e la fiducia nel mercato.

## MTA STAR:

Dedicato alle medie imprese leader nei loro settori con un forte vantaggio competitivo, l'MTA STAR richiede una capitalizzazione tra i 40 milioni e meno di 1 miliardo di euro al momento dell'IPO. Il free float deve essere almeno del 35% al momento dell'IPO, riducendosi al 20% in fase continua. Come il MTA, anche questo segmento offre un ambiente regolato per gli stessi strumenti finanziari.

## MTA INTERNATIONAL:

Questo segmento accoglie società non italiane già quotate su altri mercati regolamentati europei e si caratterizza per una forte liquidità. Le società possono essere ammesse senza la necessità di pubblicare un prospetto informativo se sono quotate in un altro mercato regolamentato europeo per almeno 18 mesi.

---

<sup>16</sup> Il "free float" si riferisce alla percentuale di azioni di una società che sono disponibili per il commercio pubblico e non sono detenute saldamente da azionisti interni, governi, o altri blocchi stabili di azionisti.

<sup>17</sup> Le obbligazioni convertibili sono titoli di debito emessi da una società che offrono al detentore il diritto di convertire l'obbligazione in un numero predeterminato di azioni della stessa società, generalmente a condizioni prefissate, entro una certa data.

<sup>18</sup> I diritti d'opzione sono strumenti finanziari che conferiscono al detentore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere una determinata quantità di un bene (come azioni di una società) a un prezzo predeterminato, entro una data specifica.

<sup>19</sup> I warrants sono strumenti finanziari derivati che conferiscono al detentore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere una determinata quantità di un bene sottostante, come azioni, a un prezzo prefissato, entro un periodo di tempo specificato.

<sup>20</sup> I bilanci consolidati sono documenti finanziari che riassumono la situazione economica e finanziaria complessiva di un gruppo di aziende collegate, trattandole come un'unica entità economica.

<sup>21</sup> Le operazioni con parti correlate sono transazioni effettuate tra un'azienda e soggetti ad essa collegati, come società controllate, azionisti di riferimento, amministratori o altri soggetti che possono esercitare un'influenza significativa sulla società.

MIV (Market for Investment Vehicles):

Il MIV fornisce capitale, liquidità e visibilità a veicoli di investimento come Investment Companies, REICs, SIVs e quote di fondi chiusi di investimento<sup>22</sup>. Le capitalizzazioni richieste sono di almeno 40 milioni di euro, 25 milioni per i fondi chiusi, con un free float del 25% per le Investment Companies e del 35% per REIC e SIVs.

AIM Italia (Mercato Alternativo del Capitale):

AIM Italia è una piattaforma di trading multilaterale per PMI italiane con elevati profili di crescita. Questo mercato non regolato non richiede capitalizzazioni minime, ma un free float di almeno il 10% è necessario per l'ammissione.

TAH (Trading After Hours):

Il TAH offre una piattaforma per il trading after hours di azioni liquide quotate sull'MTA. Come AIM Italia, è un mercato non regolato che ammette azioni liberamente trasferibili e già quotate su mercati regolamentati europei.

### 1.2.11 Underpricing

L'underpricing nelle IPO è caratterizzato da una significativa differenza tra il prezzo di offerta iniziale delle azioni e il loro prezzo di scambio nei primi giorni sul mercato secondario<sup>23</sup>.

Si verifica quando le azioni, sottovalutate all'offerta, suscitano una domanda tale da innescare un incremento del prezzo a breve termine.

L'underpricing si calcola come la percentuale di differenza tra il prezzo di chiusura del primo giorno di contrattazione e il prezzo di offerta dell'IPO; un prezzo di chiusura superiore indica underpricing, segno di alta domanda e possibile sottovalutazione iniziale.

Le cause di questo fenomeno includono asimmetria informativa, con investitori istituzionali meglio informati rispetto agli investitori retail, e la teoria del segnale, secondo cui le aziende potrebbero sottoprezzare le azioni intenzionalmente per segnalare fiducia nelle loro prospettive future, attrarre investitori e aumentare la visibilità.

---

<sup>22</sup> Le quote di fondi chiusi di investimento rappresentano le unità di partecipazione in un fondo di investimento con un capitale predefinito e una durata determinata.

<sup>23</sup> Il mercato secondario è il segmento dei mercati finanziari in cui gli strumenti finanziari, come azioni e obbligazioni, vengono scambiati tra investitori dopo la loro emissione iniziale.

Altri fattori sono la pressione della domanda, che può essere stimolata dal sottoprezzo iniziale, e la protezione della reputazione, con le banche di investimento che potrebbero preferire un prezzo inferiore per assicurare il successo dell'IPO e minimizzare il rischio di fallimento.

Inoltre, sottoprezzare l'IPO può aiutare a costruire relazioni durature con grandi investitori istituzionali, offrendo loro un immediato guadagno in capitale.

Le implicazioni dell'underpricing variano: per la società emittente può rappresentare un costo di opportunità ma anche portare benefici come maggiore attenzione mediatica e un impatto positivo sull'immagine aziendale; per gli investitori, offre la possibilità di guadagni rapidi, sebbene tale opportunità sia spesso limitata agli investitori istituzionali; per il mercato, l'aumento rapido del prezzo può incrementare la volatilità e alimentare speculazioni che talvolta conducono a significative correzioni di prezzo, influenzando la percezione del mercato riguardo l'IPO e la stabilità finanziaria a lungo termine della società.

### 1.2.12 Ciclicità

La ciclicità delle IPO, ossia l'alternarsi di periodi di intensa attività a momenti di calma nel numero di offerte pubbliche iniziali, è una dinamica cruciale nel contesto finanziario e imprenditoriale, influenzata da una serie di fattori economici, di mercato e aziendali che possono alterare significativamente il ritmo delle quotazioni in borsa.

Durante i periodi di boom, è comune osservare un mercato underpricing delle IPO, un fenomeno che genera un notevole interesse tra gli investitori grazie a condizioni di mercato ottimali che incoraggiano molte aziende a capitalizzare sull'entusiasmo generale per ottenere finanziamenti attraverso la vendita di azioni al pubblico, mentre il sentiment<sup>24</sup> positivo e le elevate aspettative future fungono da catalizzatori per le decisioni di quotarsi.

Al contrario, nei periodi di bust<sup>25</sup> l'attività delle IPO rallenta notevolmente, spesso a causa di un contesto di mercato meno favorevole, con condizioni economiche difficili e una maggiore avversione al rischio da parte degli investitori, che porta le imprese a posticipare i piani di quotazione in attesa di condizioni più propizie.

Tra i fattori che influenzano questa ciclicità troviamo le condizioni di mercato che, in fasi toro, caratterizzate da crescita dell'indice di borsa e condizioni economiche positive, vedono le aziende sfruttare la maggiore propensione degli investitori a investire in nuove offerte, mentre in un mercato orso le condizioni avverse e la poca fiducia rallentano le IPO.

Le condizioni macroeconomiche, con periodi di bassi tassi di interesse e politiche monetarie espansive<sup>26</sup>, favoriscono le IPO grazie alla maggiore liquidità e alla ricerca di investimenti redditizi. Il sentiment degli investitori, che può accelerare le IPO durante i periodi di euforia economica o rallentarle in fasi di pessimismo

---

<sup>24</sup> Il sentiment di mercato è l'atteggiamento generale degli investitori nei confronti di un particolare asset, settore o dell'intero mercato finanziario.

<sup>25</sup> Un periodo di bust è una fase del ciclo economico caratterizzata da una forte contrazione dell'attività economica, con calo della produzione, diminuzione degli investimenti, aumento della disoccupazione e riduzione della domanda.

<sup>26</sup> La politica monetaria espansiva è una strategia adottata dalle banche centrali per stimolare la crescita economica aumentando la liquidità nel sistema finanziario.

e incertezza. L'innovazione e i settori emergenti, che possono scatenare una serie di IPO come visto nel boom delle dot-com<sup>27</sup> alla fine degli anni '90. La regolamentazione, con cambiamenti nelle normative che possono stimolare o frenare il numero di nuove quotazioni. E i finanziamenti privati, dove l'abbondanza di capitali da venture capital e private equity può ridurre l'attrattiva delle IPO, consentendo alle aziende di ottenere i finanziamenti necessari rimanendo private.

Per le aziende, comprendere il ciclo delle IPO è fondamentale per pianificare strategicamente la propria quotazione perché quotarsi in un periodo di boom può significare ottenere una valutazione più alta e maggiore interesse da parte degli investitori, ma anche affrontare una maggiore concorrenza e potenziale volatilità post-IPO. Per gli investitori, i cicli di boom offrono opportunità di guadagno attraverso l'acquisto di azioni a prezzi inizialmente sottostimati, ma comportano anche rischi legati all'euforia di mercato e alla possibile sopravvalutazione delle aziende.

### 1.2.13 I costi

Quando una società decide di procedere con un'IPO, affronta una gamma di costi, sia diretti che indiretti, che contribuiscono a rendere il processo sia complesso che costoso. Questi costi variano ampiamente, ma ogni categoria ha un impatto significativo sull'impatto economico totale dell'operazione.

I costi diretti sono quelli che si possono identificare immediatamente e sono direttamente associati al processo formale di quotazione. Tra questi troviamo le commissioni di sottoscrizione pagate all'underwriter, che di solito variano tra il 5% e il 7% del capitale raccolto. Queste commissioni coprono servizi essenziali come la determinazione del prezzo di offerta, la promozione delle azioni e la garanzia di vendita delle stesse. Altri costi diretti includono spese legali significative per la gestione di tutta la documentazione necessaria, costi di revisione contabile per garantire che i bilanci siano conformi agli standard internazionali, spese amministrative legate alla registrazione e approvazione delle autorità di regolamentazione.

Un importante elemento di costo diretto è rappresentato anche dai costi di marketing, in particolare quelli associati al roadshow. Questa fase, dove i dirigenti dell'azienda presentano l'opportunità di investimento a potenziali investitori istituzionali e retail, comporta spese significative per viaggi, organizzazione eventi e materiali promozionali.

I costi indiretti, d'altra parte, includono elementi come l'underpricing, che si verifica quando le azioni vengono offerte a un prezzo inferiore rispetto al loro valore di mercato al debutto. Sebbene possa sembrare vantaggioso per gli investitori, rappresenta una perdita di capitale potenziale per la società. La diluizione del capitale è un altro costo indiretto, poiché l'emissione di nuove azioni riduce la percentuale di proprietà degli azionisti esistenti. Inoltre, dopo la quotazione, la società deve affrontare costi di conformità significativamente più

---

<sup>27</sup> Il termine dot-com si riferisce alle aziende operanti nel settore di internet, in particolare a quelle nate durante la bolla speculativa della fine degli anni '90 e inizio 2000. La bolla dot-com fu caratterizzata da un'esplosione di investimenti in società tecnologiche con modelli di business spesso insostenibili, seguita da un crollo del mercato nel 2000-2001.

elevati per soddisfare gli obblighi di trasparenza e rendicontazione, che includono spese amministrative aggiuntive per rispettare normative.

Un'area critica che spesso viene trascurata è il costo opportunità associato all'IPO. Il processo di preparazione e di quotazione richiede un impegno di tempo e risorse considerevole da parte del management, che potrebbe altrimenti essere investito nelle operazioni aziendali e nelle strategie di crescita. Questo distacco può avere un impatto negativo sulle performance aziendali nel breve termine. Inoltre, la tempistica dell'IPO è fondamentale; quotarsi in un momento non ideale può significare raccogliere meno capitale di quanto sarebbe possibile in condizioni di mercato più favorevoli.

#### 1.2.14 Underperformance

La tendenza alla underperformance dei titoli post-IPO è un fenomeno ampiamente osservato che può sembrare controintuitivo dato che la quotazione in borsa è generalmente vista come un'opportunità positiva per le aziende di accedere a nuovi capitali e opportunità di crescita. Tuttavia, ci sono diverse ragioni che possono spiegare perché le aziende spesso non riescono a soddisfare le aspettative del mercato nei tre o cinque anni successivi alla loro IPO.

Una delle ragioni principali di questa underperformance è legata agli obiettivi di crescita per cui l'azienda ha scelto di quotarsi. Molte società approcciano l'IPO con piani di espansione ambiziosi, che spesso comportano significativi rischi. Questo include l'espansione in nuovi mercati o settori lontani dal core business originale, o l'uso dei fondi raccolti per acquisizioni potenzialmente rischiose. Se queste mosse strategiche non producono i risultati attesi, possono portare a una revisione al ribasso delle aspettative di redditività e a una performance azionaria deludente.

Un'altra possibile spiegazione è la sovrastima del valore dell'azienda durante l'IPO. Nella fase precedente la quotazione, c'è spesso un forte interesse da parte degli investitori e una pressione sul management per presentare l'azienda nel modo più positivo possibile. Questo può risultare in una valutazione iniziale delle azioni superiore ai reali fondamentali economici dell'azienda. Una volta che l'entusiasmo iniziale si attenua, il prezzo delle azioni può ridimensionarsi per riflettere meglio la performance reale dell'azienda, portando a percezioni di underperformance.

Le sfide derivate dal diventare una società quotata includono l'adempimento a requisiti normativi più rigorosi, l'adozione di standard contabili internazionali e pressioni crescenti per risultati immediati da parte degli azionisti. Queste pressioni possono costringere i dirigenti a concentrarsi su obiettivi a breve termine a scapito delle strategie a lungo termine, influenzando negativamente la performance aziendale nel tempo.

Infine, il timing dell'IPO può giocare un ruolo critico. Le aziende che si quotano durante periodi di mercato particolarmente favorevoli possono trovarsi in difficoltà nel mantenere lo stesso livello di crescita e profittabilità una volta che le condizioni di mercato si normalizzano. Le alte aspettative iniziali, spesso basate

su un ottimismo eccessivo, possono diventare difficili da soddisfare, amplificando l'impressione di underperformance quando il mercato si stabilizza.

### 1.3 OPA e delisting

L'Offerta Pubblica di Acquisto e il delisting sono due processi finanziari strettamente interconnessi che segnano spesso momenti significativi nella vita di una società quotata.

L'OPA può essere intesa sia come una strategia di acquisizione<sup>28</sup>, sia come preludio a un delisting, ovvero la rimozione delle azioni di una società dalla borsa. Questa operazione permette a un investitore o a un gruppo di investitori di acquisire una quota maggioritaria, o tutte le azioni di una società, con l'intento di privatizzarla, sottraendola così alle pressioni del mercato e alle obbligazioni regolamentari pubbliche.

Successivamente, il delisting completa il processo, chiudendo il ciclo di vita pubblico della società e inaugurando una nuova fase di gestione privata<sup>29</sup>. Questa transizione può avere profonde implicazioni per gli azionisti, la governance aziendale e la strategia complessiva dell'entità.

#### 1.3.1 Rationes della disciplina

Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio, sia volontarie che obbligatorie, sono regolate per assicurare massima trasparenza e equità di trattamento per tutti i destinatari dell'offerta, principi fondamentali per mantenere la fiducia degli investitori e l'integrità del mercato; questo approccio aiuta a stimolare il disinvestimento<sup>30</sup> in modo equo e trasparente.

Tra le principali sfide affrontate dalla disciplina figurano i problemi di agenzia, che si riferiscono ai conflitti di interesse tra i proprietari delle aziende e chi le gestisce, e i problemi di coordinamento, relativi alla difficoltà di allineare gli interessi di numerosi investitori diversificati.

L'offerta pubblica di acquisto è formulata da un offerente, solitamente una società, che propone l'acquisto di azioni di una società target in cambio di denaro, titoli dell'offerente o una combinazione di entrambi, come definito dall'art. 1 co. 1 lett. v del TUF, che la descrive come “ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, effettuati in qualsiasi forma, volti all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiore a quelli indicati nel regolamento dell'articolo 100, comma 3, lettere b) e c), esclusi i titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari”. Queste offerte, in particolare quelle ostili, possono funzionare come strumento di controllo del management e, di conseguenza, come indicatore dell'efficienza del mercato societario, spingendo gli amministratori verso politiche gestionali più efficienti e incrementando il valore azionario.

---

<sup>28</sup> Una strategia di acquisizione è un piano adottato da un'azienda per acquisire il controllo di un'altra società, con l'obiettivo di espandere il proprio mercato, aumentare la quota di mercato, ottenere sinergie operative o accedere a nuove tecnologie e competenze.

<sup>29</sup> La gestione privata è un servizio finanziario offerto dalle banche e dalle società di gestione patrimoniale a clienti con elevata disponibilità economica.

<sup>30</sup> Il disinvestimento è il processo mediante il quale un'azienda o un investitore riduce o liquida la propria partecipazione in un'attività, un asset o una società.

Imporre l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica significa che l'acquisizione del controllo di una società deve essere trasparente e aperta a tutti gli azionisti, sia di maggioranza che di minoranza, secondo un principio di parità di trattamento; questo processo dovrebbe avvenire “alla luce del sole”, garantendo che tutti i soci possano beneficiare equamente dell'offerta. Tuttavia, emerge una possibile divergenza tra le norme societarie, stabilite dalla legislazione del paese della sede legale dell'emittente<sup>31</sup>, e le norme di mercato, che dipendono dal luogo di quotazione del titolo, quadro normativo integrato dalla Direttiva UE 2004/25, che mira all'armonizzazione delle disposizioni relative alle offerte pubbliche di acquisto.

Inoltre, la trasparenza del mercato è cruciale, poiché attraverso l'invito al pubblico a disinvestire si attiva una fase cruciale del mercato, quella finale, che prevede l'uscita del prodotto dal contesto di mercato, richiedendo che tutti gli attori coinvolti siano adeguatamente informati sui valori in gioco nell'operazione, per consentire al mercato di raggiungere gli obiettivi per cui è stato concepito. La tutela del valore dell'investimento è fondamentale, così come proteggere gli investitori dalle possibili conseguenze negative derivanti da un cambio di controllo e garantire una distribuzione equa del cosiddetto "premio di maggioranza", il valore aggiuntivo che l'acquirente è disposto a pagare per ottenere una quantità di titoli sufficiente a garantirsi il controllo dell'azienda.

### 1.3.2 Procedura dell'offerta

La procedura dell'o.p.a. è regolamentata dagli articoli 102 e 103 del Testo Unico della Finanza. L'avvio del procedimento di offerta è disciplinato dall'articolo 102 TUF, che identifica due momenti cruciali: la comunicazione della decisione di promuovere un'o.p.a. e la preparazione del documento di offerta. La prima deve essere trasmessa alla CONSOB<sup>32</sup> "senza indugio" non appena la decisione è presa o quando sorge l'obbligo relativo, ex articoli 106 e seguenti del TUF, tramite un comunicato che deve essere reso pubblico contestualmente.

La promozione effettiva dell'offerta inizia con la presentazione alla CONSOB di un documento destinato alla pubblicazione, soggetto all'approvazione dell'autorità. Questa presentazione deve avvenire entro venti giorni dalla data del comunicato iniziale, essendo questo un termine perentorio. Decorso questo termine senza presentazione, il documento di offerta sarà considerato non più ricevibile, impedendo la presentazione di una nuova offerta sugli stessi titoli per i successivi dodici mesi.

Per la divulgazione dell'offerta, la CONSOB deve verificare entro quindici giorni dalla ricezione del documento se questo permetta agli investitori di formarsi un giudizio fondato sull'offerta stessa. L'autorità di vigilanza può richiedere integrazioni o specificare modalità particolari per la sua pubblicazione. In caso di prodotti non quotati o diffusi, il termine per la verifica è raddoppiato.

---

<sup>31</sup> L'emittente è l'entità, pubblica o privata, che emette strumenti finanziari come azioni, obbligazioni o altri titoli sul mercato.

<sup>32</sup> La CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) è l'autorità italiana di vigilanza sui mercati finanziari.

Se i termini scadono senza una esplicita autorizzazione, il documento si intende approvato. Deve quindi essere trasmesso "senza indugio", con le eventuali modifiche o integrazioni richieste dalla CONSOB, all'emittente, affinché il suo organo amministrativo possa diffondere un comunicato con tutte le informazioni utili per valutare l'offerta, indicando se l'iniziativa è da considerarsi "amichevole" o "ostile".

L'offerta può essere sottoposta a condizioni non meramente potestative (non dipendenti dalla sola volontà dell'offerente) come previsto dall'articolo 40, primo comma, del regolamento emittenti. Può, ad esempio, essere condizionata alla eliminazione di limiti al possesso azionario previsti dallo statuto della società bersaglio. Durante la pendenza dell'operazione, l'offerta può essere aumentata o modificata, estendendo l'aumento anche a coloro che hanno già aderito, ma non è ammessa la riduzione del quantitativo offerto.

La durata dell'offerta è concordata con la società di gestione del mercato, variando da un minimo di quindici a un massimo di venticinque giorni per le opa obbligatorie, e fino a quaranta giorni per le altre offerte. L'offerta si svolge sotto il controllo costante della CONSOB, che può sospendere o dichiarare decaduta l'offerta in caso di violazioni normative, o se sopraggiungono fatti nuovi che impediscono un giudizio fondato sull'offerta.

La trasparenza non è garantita solo per gli azionisti, ma si estende anche ai lavoratori dipendenti della società target, seguendo indicazioni comunitarie che hanno introdotto normative a tutela dei lavoratori, riflettendo una visione che, pur non essendo pienamente orientata agli stakeholder, non trascura la protezione di categorie economiche diverse dagli azionisti. Questo è cruciale dato che l'investimento dei lavoratori è spesso consistente e concentrato nella società di appartenenza, rendendo appropriata la loro tutela nei confronti dei rischi derivanti dai cambiamenti aziendali che accompagnano un'o.p.a.

### 1.3.3 Regola di passività

Nel perseguire l'efficienza del mercato del controllo, la legislazione italiana stabilisce una disciplina specifica per i limiti entro i quali la società bersaglio può difendersi da un'offerta pubblica di acquisto considerata "ostile", ovvero non gradita agli attuali amministratori e soci di riferimento. Questi strumenti sono intesi a impedire o rendere difficoltoso il successo dell'offerta.

La norma prevalente è la cosiddetta "passivity rule", che vieta alla società bersaglio di intraprendere azioni contrarie al successo dell'offerta. Questa regola è supportata da un principio legislativo favorevole alla contendibilità del controllo. L'articolo 104 del Testo Unico della Finanza stabilisce che "le società italiane i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono ostacolare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta". Un esempio potrebbe essere la decisione di alienare un ramo d'azienda strategico, valutato fondamentale dall'offerente.

Tuttavia, la società può agire in difesa del proprio controllo se ciò è autorizzato dall'assemblea ordinaria o straordinaria, a seconda delle delibere di competenza. Questo è permesso in quanto potrebbe essere che i bassi rendimenti azionari siano il risultato di una politica industriale di lungo termine perseguita dal gruppo di

controllo, che potrebbe ottenere il consenso dell'azionariato diffuso, se adeguatamente informato. La passivity rule, quindi, opera solo dove non sia prevista una deroga statutaria, art. 104, comma 1-ter del TUF.

Gli statuti possono anche prevedere il rafforzamento della passivity rule, affiancando una regola di "neutralizzazione". Quest'ultima stabilisce l'inefficacia, durante il periodo dell'offerta, di eventuali limitazioni al trasferimento di titoli o al diritto di voto previste dallo statuto o da patti parasociali, art. 104-bis del TUF.

Inoltre, esiste una clausola di reciprocità secondo cui le regole restrittive per le difese contro le offerte pubbliche di acquisto non si applicano se l'offerente proviene da paesi stranieri non soggetti a disposizioni analoghe o equivalenti, art. 104-ter del TUF. Questo principio assicura che le società italiane non siano svantaggiate rispetto ai loro omologhi internazionali che potrebbero non essere vincolati da simili restrizioni normative.

#### 1.3.4 Opa obbligatoria

L'o.p.a. obbligatoria è innescata dal verificarsi di determinate condizioni che comportano un cambio di controllo di una società. Questa normativa si basa sulla necessità di proteggere l'investitore da potenziali danni derivanti da un cambiamento di controllo.

La principale motivazione dietro l'o.p.a. obbligatoria è garantire la parità di trattamento tra gli azionisti. In particolare, la legge mira a consentire agli azionisti di partecipare al premio di maggioranza e di avere un'opzione di uscita in caso di cambio di controllo<sup>33</sup>.

L'o.p.a. diventa obbligatoria quando una persona, o persone agendo in concerto, acquisisce una partecipazione pari al 30% del capitale di una società quotata, ridotto al 25% in assenza di un altro socio con partecipazione maggiore, secondo quanto stabilito dall'articolo 106, comma 1, del TUF. La "partecipazione" si riferisce specificamente a una quota di titoli che conferisce diritti di voto nelle assemblee per la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza.

L'offerta deve essere lanciata entro venti giorni dalla data dell'acquisto che ha portato al superamento della soglia e a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da chi agisce in concerto con lui nei dodici mesi precedenti.

Vi è anche l'obbligo di una o.p.a. totalitaria incrementale per coloro che, pur possedendo già una partecipazione del 30%, non hanno la maggioranza dei voti in assemblea e successivamente incrementano la loro partecipazione del 5% o più.

Sono previste importanti esenzioni da quest'obbligo nel caso di offerte preventive, specificate negli articoli 106, comma 4, e 107 del TUF. Ad esempio, l'obbligo non si applica a chi supera le soglie stabilite in seguito a un'offerta pubblica volontaria lanciata sulla totalità o almeno sul 60% dei titoli.

---

<sup>33</sup> Il cambio di controllo si verifica quando una società subisce una modifica significativa nella proprietà o nel potere decisionale, generalmente a seguito di un'acquisizione, fusione o cessione di una quota di maggioranza.

Al raggiungimento del 90% del capitale con diritto di voto, sussiste l'obbligo di acquisto residuale, squeeze-out, a meno che il detentore non ripristini un flottante sufficiente entro novanta giorni. Coloro che detengono il 95% dei titoli, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, hanno il diritto di acquisire i titoli residui, a condizione che l'intenzione sia stata dichiarata nel documento d'offerta.

Le sanzioni per la non osservanza degli obblighi di lancio dell'offerta sono severe. L'articolo 110 del TUF stabilisce che in caso di violazione, il diritto di voto relativo all'intera partecipazione detenuta non può essere esercitato e i titoli che eccedono le percentuali indicate devono essere alienati entro dodici mesi.

### 1.3.5 Opa volontaria

L'offerta pubblica di acquisto volontaria, regolata dagli articoli 102 e seguenti del Testo Unico della Finanza, è caratterizzata dalla discrezionalità degli offerenti nel decidere di promuoverla. Questo tipo di offerta si distingue per la sua flessibilità e le seguenti caratteristiche principali:

L'OPA volontaria può essere promossa su diversi tipi di titoli, inclusi quelli quotati, non quotati<sup>34</sup> o diffusi<sup>35</sup>. Ciò permette agli offerenti di rivolgersi a una vasta gamma di emittenti e categorie di titoli, aumentando la flessibilità operativa dell'offerta.

Il corrispettivo offerto agli azionisti è determinato dall'offerente stesso. Questo aspetto dell'OPA volontaria offre agli offerenti la possibilità di valutare e decidere il prezzo che ritengono adeguato ad acquisire i titoli desiderati, tenendo conto delle condizioni di mercato e degli obiettivi strategici dell'offerta.

Condizionamento del buon fine dell'offerta: Il successo dell'offerta può essere subordinato al verificarsi di determinate condizioni prefissate dall'offerente. Queste condizioni possono includere, ad esempio, il raggiungimento di una percentuale minima di adesione all'offerta, l'approvazione da parte delle autorità regolatorie, o altri eventi che l'offerente considera cruciali per il successo dell'operazione.

L'OPA volontaria può essere totalitaria o parziale:

- **Totalitaria:** ha come obiettivo l'acquisizione della totalità dei titoli di una determinata categoria emessi dall'emittente. Questo tipo di offerta è spesso utilizzato quando l'offerente desidera ottenere il pieno controllo dell'entità emittente.
- **Parziale:** mira all'acquisizione di solo una parte dei titoli emessi. Questa variante è tipicamente scelta quando l'offerente non cerca il controllo totale ma desidera una partecipazione significativa che può supportare specifici obiettivi strategici o finanziari.

---

<sup>34</sup> I titoli non quotati sono strumenti finanziari, come azioni o obbligazioni, che non sono negoziati su mercati regolamentati. Vengono scambiati privatamente o su mercati over-the-counter (OTC) e tendono ad avere una minore liquidità e trasparenza rispetto ai titoli quotati, rendendo più difficile la determinazione del loro valore di mercato.

<sup>35</sup> I titoli diffusi sono strumenti finanziari emessi da società non quotate in borsa, ma detenuti da un numero elevato di investitori, tali da richiedere forme di trasparenza simili a quelle delle società quotate.

### 1.3.6 Spunti in prospettiva comparata

Dagli anni '80 si sono diffuse strategie anti-acquisizione conosciute come "poison pills". Queste tattiche sono diventate un elemento fondamentale nella difesa contro acquisizioni ostili, adottate senza il bisogno di approvazione degli azionisti:

Poison Pills:

- Flip-in: questa tattica permette agli azionisti attuali, ad eccezione di quelli considerati ostili, di acquistare più azioni della società target a un prezzo scontato. L'effetto di questa manovra è quello di diluire la partecipazione dell'acquirente ostile, rendendo più difficile e costoso per lui ottenere il controllo.
- Flip-over: permette agli azionisti di acquistare azioni dell'acquirente ostile a uno sconto dopo che una fusione<sup>36</sup> è stata realizzata. Questo meccanismo è pensato per scoraggiare l'acquirente ostile a procedere con la fusione.

In entrambi i casi, è il consiglio di amministrazione, board, a decidere l'emissione di questi diritti sotto forma di dividendi agli azionisti.

Altri strumenti di difesa:

- Clausole di supermaggioranza: alcune società incorporano nei loro statuti clausole che richiedono una supermaggioranza per approvare modifiche statutarie o per avviare fusioni. Questo eleva la soglia necessaria per effettuare cambiamenti significativi, rendendo più complessa l'acquisizione da parte di un acquirente ostile.
- Golden parachutes: sono accordi compensativi favorevoli ai dirigenti attivati in caso di cambio di controllo. Non solo forniscono benefici ai dirigenti in caso di cessazione, ma impongono anche costi aggiuntivi significativi all'acquirente, fungendo da deterrente contro l'acquisizione.

### 1.3.7 Delisting

L'Offerta Pubblica di Acquisto e il delisting sono due aspetti strettamente interconnessi nel ciclo di vita di una società quotata. L'empirismo, la storia e la normativa dimostrano che spesso l'OPA è il preludio al delisting della società target. Questa pratica è diventata così comune che solleva interrogativi sulla sua natura: è una manifestazione fisiologica del sistema finanziario o rappresenta una disfunzione?

Indipendentemente dalla performance di mercato del titolo sottostante, le motivazioni che spingono al delisting sono spesso legate a esigenze di efficienza aziendale. L'offerente, nella volontà di privatizzare l'azienda, può condizionare l'efficacia dell'OPA volontaria al raggiungimento di una quota percentuale che gli consenta di procedere al delisting attraverso meccanismi di sell-out o di squeeze-out.

---

<sup>36</sup> La fusione è un'operazione societaria mediante la quale due o più aziende si uniscono per formare un'unica entità.

Effettuare un delisting senza un preventivo squeeze-out degli azionisti di minoranza può non permettere di raggiungere pienamente gli obiettivi dell'offerente. La revoca della quotazione senza l'esercizio del diritto d'acquisto previsto dall'articolo 111 del TUF spesso trasforma l'organizzazione della società target da un'emittente di azioni quotate a un'emittente di azioni diffuse tra il pubblico su larga scala, come previsto dall'art. 2325-bis del Codice civile italiano. Questo cambiamento implica per la società l'onere di mantenere elevati standard di compliance e costi associati al mercato del capitale di rischio.

D'altro canto, procedere al delisting senza squeeze-out preclude anche future opportunità per il socio di controllo di esercitare lo squeeze-out, nel caso in cui si verificano i presupposti applicativi, come il superamento della soglia del 95% tramite OPA. Questo diritto è esercitabile solo nei confronti dei soci di minoranza di società quotate e, una volta che la società è delistata, tale opzione non è più disponibile.

### 1.3.8 Ruolo della CONSOB

La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa svolge un ruolo centrale nel controllo e nella regolazione delle Offerte Pubbliche di Acquisto nel mercato italiano, assicurando che tutte le parti coinvolte rispettino le norme vigenti per garantire un mercato equo e trasparente.

La CONSOB ha il compito di verificare la completezza e l'adeguatezza delle informazioni fornite dagli offerenti. Questo controllo è fondamentale per garantire che tutte le parti interessate, in particolare gli azionisti della società target, dispongano delle informazioni necessarie per prendere decisioni informate. L'autorità si assicura che l'offerta soddisfi tutti i requisiti legali e regolamentari prima che possa procedere.

Uno degli aspetti cruciali del ruolo della CONSOB è garantire la trasparenza dell'offerta e la parità di trattamento tra tutti gli azionisti. Ciò include assicurare che il prezzo offerto agli azionisti sia equo e uniforme, sia nelle trattative private sia nell'ambito dell'offerta pubblica. La disciplina regolamentare impedisce all'offerente di acquisire titoli della società target a condizioni non divulgate o a prezzi diversi da quelli proposti nell'offerta pubblica.

Poteri della CONSOB:

- **Richiesta di informazioni e ispezione:** La CONSOB ha il potere di richiedere informazioni e di condurre ispezioni nei confronti dell'offerente e dell'emittente, sia durante lo svolgimento dell'offerta sia successivamente, per assicurarsi che tutte le operazioni si svolgano in conformità alle norme.
- **Sospensione dell'offerta:** In caso di sospetti fondati di violazione delle norme legali o regolamentari, la CONSOB può sospendere l'offerta per ulteriori indagini e per prevenire potenziali danni agli investitori.
- **Decadenza dell'offerta:** Se viene accertata una violazione, la CONSOB può dichiarare decaduta l'offerta entro un anno dalla sua conclusione.

- Potere sanzionatorio: L'autorità ha anche il potere di imporre sanzioni pecuniarie e, in casi estremi, sanzioni penali come l'arresto per coloro che diffondono informazioni false o ingannevoli.
- Obiettivi ed efficienza del mercato: Gli obiettivi principali della disciplina italiana, promossi attraverso il ruolo della CONSOB, includono il mantenimento di un alto livello di trasparenza e la protezione della parità di trattamento tra gli azionisti. Questi obiettivi non necessitano di un flusso eccessivo di informazioni, ma piuttosto che gli elementi essenziali dell'offerta siano chiaramente comunicati e accessibili al pubblico.

## CAPITOLO 2: I multipli finanziari

I multipli finanziari rappresentano uno strumento indispensabile nell'arsenale dell'analista finanziario, offrendo una lente attraverso cui valutare il valore di un'azienda in rapporto a determinati parametri economico-finanziari. La loro efficacia risiede nella capacità di condensare una vasta gamma di informazioni in indicatori facilmente interpretabili, che permettono agli investitori, agli analisti e ai manager di effettuare comparazioni rapide tra diverse aziende. Questa caratteristica è particolarmente preziosa in scenari complessi come le operazioni di fusione e acquisizione, dove capire rapidamente il valore relativo di diverse imprese può guidare strategie di negoziazione e decisioni di investimento.

I multipli utilizzati nell'analisi finanziaria possono essere suddivisi in due categorie principali: i multipli di capitale o di prezzo e i multipli dell'attivo o enterprise value. Ogni categoria si focalizza su aspetti distinti della valutazione aziendale, rendendo la scelta del multiplo appropriato un passo critico per garantire accuratezza e rilevanza nell'analisi.

### 2.1 Multipli di capitale o di prezzo

I multipli di capitale o di prezzo rappresentano una componente fondamentale nella valutazione delle azioni di un'azienda e sono essenziali per interpretare le aspettative del mercato riguardo alla crescita futura e alla redditività dell'impresa. Questi multipli quantificano il valore che gli investitori attribuiscono al capitale proprio dell'azienda, riflettendo il prezzo che sono disposti a pagare per acquistare una partecipazione in essa. Tali valutazioni si basano su dati facilmente accessibili e sono ampiamente utilizzati per effettuare comparazioni settoriali e di mercato, rendendoli strumenti indispensabili negli studi di valutazione aziendale e nelle analisi competitive.

L'utilizzo di questi multipli è particolarmente prezioso in contesti dove è essenziale analizzare la correlazione tra il prezzo di mercato delle azioni e gli indicatori finanziari fondamentali. Attraverso questi rapporti, gli investitori e gli analisti possono effettuare valutazioni più informate riguardo alla salute finanziaria dell'azienda e alle sue potenziali prospettive di crescita.

Inoltre, i multipli di capitale sono strumenti cruciali per determinare se le azioni di un'azienda sono sopravvalutate o sottovalutate rispetto ai parametri di mercato standard. Questa valutazione è vitale per gli investitori che cercano di ottimizzare i loro portafogli<sup>37</sup>, poiché fornisce un punto di riferimento chiaro per decidere se acquistare, mantenere o vendere titoli basati su valutazioni oggettive e confrontabili.

---

<sup>37</sup> Il portafoglio è l'insieme degli investimenti detenuti da un investitore, che possono includere azioni, obbligazioni, fondi, liquidità e altri strumenti finanziari. La sua composizione varia in base agli obiettivi finanziari, al livello di rischio e all'orizzonte temporale dell'investitore. Una gestione efficace del portafoglio mira a ottimizzare il rendimento bilanciando rischio e diversificazione.

### 2.1.1 Price-to-earnings

Il multiplo Price-to-earnings, comunemente noto come P/E ratio, è un indicatore fondamentale nell'analisi finanziaria e rappresenta uno degli strumenti più diffusi per valutare la convenienza delle azioni di una società sul mercato. Questo multiplo si calcola dividendo il prezzo corrente per azione degli utili di una società per gli utili per azione, EPS, offrendo così una misura diretta del prezzo che gli investitori sono disposti a pagare per ogni unità di profitto generata dall'azienda.

Un aspetto cruciale del multiplo P/E è la sua capacità di fornire una valutazione relativa. In termini semplici, un P/E elevato può indicare che il mercato ha aspettative elevate sulle future performance dell'azienda, presumendo che gli utili possano crescere. Al contrario, un P/E basso potrebbe suggerire che l'azienda è sottovalutata o che sta attraversando un periodo di difficoltà. Tuttavia, è fondamentale considerare che il valore di P/E va sempre analizzato nel contesto specifico di settore, di mercato e in relazione ai tassi di crescita degli utili stessi.

Il P/E è influenzato da numerosi fattori esterni e interni. Tra questi, le condizioni macroeconomiche giocano un ruolo significativo; per esempio, durante periodi di bassi tassi di interesse, è comune osservare multipli P/E più alti, dato che gli investitori tendono a preferire il mercato azionario rispetto a investimenti meno remunerativi come i titoli di stato<sup>38</sup>. Analogamente, aspetti come l'innovazione tecnologica, le modifiche normative o i cambiamenti nella leadership aziendale possono alterare significativamente le prospettive di crescita di un'azienda e, di conseguenza, il suo P/E ratio.

Importante è anche la comparazione del P/E di una società con quello dei suoi concorrenti diretti e del settore in generale, oltre che con la media storica del multiplo stesso. Questi confronti possono offrire insight preziosi sulla valutazione relativa di un'azione. Ad esempio, un'azienda con un P/E superiore alla media del suo settore potrebbe essere considerata "cara", ma se tale azienda mostrasse una crescita degli utili costante e superiore rispetto ai suoi pari, questo potrebbe giustificare un multiplo più alto.

In sintesi, il P/E ratio è uno strumento di valutazione essenziale, ma non esente da limitazioni. Non tiene conto di fattori come il debito aziendale, le riserve di cassa o altre variabili economiche che possono influenzare la salute finanziaria di un'azienda. Per questo motivo, mentre il P/E offre una visione immediata e comparativa della valutazione di un'azione, deve essere integrato con altre analisi e metriche per ottenere una visione completa e accurata del valore di un'azienda.

---

<sup>38</sup> I titoli di Stato sono strumenti di debito emessi dai governi per finanziare la spesa pubblica. Rappresentano un prestito degli investitori allo Stato, che in cambio paga interessi periodici (cedole) e rimborsa il capitale a scadenza. Possono avere diverse durate e modalità di remunerazione, come BOT (a breve termine), BTP (a medio-lungo termine) e CCT (a tasso variabile).

## 2.1.2 Price-to-book

Il multiplo Price-to-Book, noto anche come P/B ratio, è uno strumento di valutazione essenziale nell'analisi finanziaria che misura il rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione e il suo valore contabile per azione. Questo indicatore è particolarmente rilevante per le aziende del settore finanziario come banche e compagnie di assicurazione, dove i bilanci riflettono più direttamente il valore degli asset rispetto a settori come la tecnologia o i servizi, dove gli asset immateriali e il capitale intellettuale sono più prevalenti.

Il valore contabile di un'azienda, che sta alla base del calcolo del P/B, è determinato dalla differenza tra gli asset totali e le passività totali, come riportato nei bilanci. Un P/B basso potrebbe indicare che l'azione è sottovalutata o che l'azienda sta affrontando sfide significative, mentre un P/B elevato può suggerire un'overvaluation o una forte aspettativa di crescita futura. Tuttavia, interpretare il P/B richiede un'analisi attenta del contesto in cui opera l'azienda.

Vari fattori possono influenzare il P/B ratio di una società. Ad esempio, una riduzione del valore contabile dovuta a svalutazioni di asset può abbassare artificialmente il P/B, suggerendo un'opportunità di acquisto per gli investitori che credono in una ripresa delle condizioni di mercato. Inoltre, le aziende che effettuano significativi investimenti in R&D<sup>39</sup> spesso hanno un P/B più alto, dato che questi costi vengono detratti dal valore contabile ma possono portare a una crescita degli utili futura.

Una comprensione approfondita del settore di riferimento è cruciale quando si utilizza il P/B per valutare un'azienda. Diversi settori hanno livelli tipici di P/B diversi; per esempio, nel settore immobiliare e in quello bancario, dove gli asset tangibili sono una componente maggiore del business, il P/B tende ad avere un ruolo più centrale nella valutazione delle azioni.

In aggiunta al confronto intersettoriale, è importante considerare il ciclo economico durante l'analisi del P/B. Le fluttuazioni economiche possono infatti influenzare significativamente il valore degli asset e di conseguenza il P/B delle aziende, soprattutto in settori fortemente legati alla salute economica generale come l'immobiliare e la finanza.

In conclusione, il P/B ratio è uno strumento di valutazione finanziaria che offre spunti importanti sul valore percepito di un'azienda sul mercato ma come tutti gli indicatori, deve essere interpretato nel contesto di un'analisi più ampia che consideri le condizioni economiche, le specificità del settore e le strategie aziendali. Questo approccio olistico può fornire agli investitori una comprensione più accurata e profonda del valore reale delle azioni analizzate.

---

<sup>39</sup> R&D (*Research and Development*), in italiano Ricerca e Sviluppo, è l'insieme delle attività svolte da un'azienda per innovare, migliorare prodotti esistenti o sviluppare di nuovi.

### 2.1.3 Price-to-sales

Il multiplo Price-to-Sales, abbreviato come P/S o P/Vendite, è un indicatore di valutazione finanziaria che confronta la capitalizzazione di mercato di una società con i suoi ricavi totali, offrendo una visione di quanto gli investitori sono disposti a pagare per ogni euro di vendite generate. Questo indicatore è particolarmente utile per valutare aziende in fase di crescita o settori caratterizzati da lunghi cicli di sviluppo dei prodotti, dove gli utili possono ancora non essere presenti o essere volatili.

La formula per calcolare il P/S è relativamente semplice: si divide il prezzo corrente dell'azione per il fatturato per azione. Un valore basso può indicare che l'azienda è potenzialmente sottovalutata rispetto alle sue vendite, mentre un valore alto può riflettere aspettative elevate di crescita futura o una valutazione premium attribuita dalla borsa. Tuttavia, come per ogni metrica finanziaria, è essenziale contestualizzare il P/S all'interno del settore di appartenenza dell'azienda e confrontarlo con i valori tipici per quel settore.

Il P/S è particolarmente rilevante per le aziende che non hanno ancora raggiunto la redditività o per quelle che investono pesantemente in ricerca e sviluppo. In questi casi, altri multipli come il P/E potrebbero non fornire una valutazione accurata a causa della mancanza di utili netti. Il P/S offre quindi un'alternativa per valutare il valore di mercato di queste aziende, dando meno peso alle fluttuazioni dei margini di profitto e più enfasi alle performance delle vendite.

Uno dei vantaggi principali del P/S è la sua difficoltà di manipolazione rispetto ad altri indicatori. Mentre gli utili possono essere influenzati da una varietà di fattori contabili, le vendite sono meno suscettibili a tali distorsioni, rendendo il P/S un indicatore relativamente più diretto e affidabile del rendimento operativo.

Nonostante questi vantaggi, il P/S deve essere utilizzato con cautela. Non tiene conto della struttura dei costi dell'azienda, dei margini di profitto, del debito o di altre passività che possono influenzare significativamente la capacità di un'azienda di generare valore a lungo termine. Per esempio, una società con alti ricavi ma bassi margini di profitto e un debito elevato potrebbe non essere un investimento altrettanto attraente come una con ricavi più bassi ma margini elevati e poco debito.

Inoltre, è fondamentale considerare che un P/S alto non sempre giustifica future performance superiori. Investitori e analisti devono pertanto esaminare anche altri aspetti del business, come la qualità del management, la posizione competitiva nel mercato, e le prospettive di crescita a lungo termine, per fare valutazioni ben informate.

In sintesi, il P/S è uno strumento utile e spesso impiegato per valutare aziende in settori ad alta crescita o in fase di start-up, dove altri indicatori finanziari potrebbero non essere applicabili o sufficientemente informativi. Tuttavia, per ottenere una panoramica completa e accurata del valore di un'azienda, il P/S dovrebbe essere integrato con un'analisi approfondita di altri fattori finanziari e strategici.

#### 2.1.4 Price-to-cash flow

Il multiplo Price-to-Cash Flow, comunemente abbreviato come P/CF o P/Flussi di Cassa, rappresenta un indicatore di valutazione finanziaria che mette in relazione la capitalizzazione di mercato di una società con i suoi flussi di cassa operativi. Questo rapporto offre una misura della capacità di un'azienda di generare cassa rispetto al suo valore di mercato, fornendo agli investitori un'indicazione di quanto siano disposti a pagare per ogni unità di cassa generata dall'attività operativa dell'azienda.

A differenza di altri indicatori, quali il P/E, che si concentra sugli utili, il P/CF è meno soggetto a manipolazioni contabili poiché i flussi di cassa sono difficilmente influenzabili da decisioni di accounting e rappresentano una misura più diretta della capacità dell'azienda di generare valore. Un valore basso di questo multiplo potrebbe suggerire che l'azione è sottovalutata o che l'azienda è efficiente nella generazione di cassa, mentre un valore alto può indicare una valutazione eccessiva o grandi aspettative di crescita dei flussi di cassa futuri. Il P/CF è particolarmente utile per analizzare la situazione finanziaria di aziende in settori capital intensive, come quelli delle utilities o dell'industria pesante, dove gli investimenti significativi in capitali fissi possono tradursi in utili ridotti a causa degli ammortamenti, anche se i flussi di cassa rimangono robusti. Questo multiplo è anche prezioso per valutare le aziende durante periodi di volatilità economica o fluttuazioni dei mercati, poiché offre una visione più stabile e meno distorta dalla contabilità rispetto ai puri utili.

Tuttavia, l'interpretazione del P/CF richiede una considerazione attenta del contesto in cui l'azienda opera. Ad esempio, un'azienda con un alto P/CF potrebbe essere in fase di forte espansione, reinvestendo i propri flussi di cassa in attività che incrementano il valore a lungo termine. In questo caso, un P/CF elevato non necessariamente indica una valutazione eccessiva, ma piuttosto un investimento nella crescita futura.

Inoltre, è importante considerare la struttura del debito dell'azienda e le sue esigenze di capitale. Il P/CF non tiene conto direttamente del debito, che può essere un fattore critico, soprattutto per le aziende che richiedono grandi quantità di finanziamenti esterni per operare efficacemente. Pertanto, confrontare il P/CF con altri indicatori come il Debt-to-Ebitda<sup>40</sup> può offrire una visione più completa della salute finanziaria dell'azienda.

Concludendo, il P/CF è uno strumento valutativo essenziale che fornisce un'immagine chiara della capacità di un'azienda di generare cassa in relazione al suo valore di mercato. È particolarmente indicato per valutazioni in settori dove gli utili possono essere mascherati da grandi ammortamenti o dove gli investimenti in capitale fisso sono sostanziali. Tuttavia, come per tutti i multipli finanziari, il suo utilizzo più efficace avviene in combinazione con altri indicatori e un'analisi approfondita del contesto economico e settoriale in cui l'azienda opera, per formare una valutazione equilibrata e informata.

---

<sup>40</sup> Il Debt-to-EBITDA è un indice finanziario che misura la capacità di un'azienda di ripagare il proprio debito utilizzando il Margine Operativo Lordo (EBITDA).

### 2.1.5 Price-to-free cash flow

Il multiplo Price-to-Free Cash Flow, abbreviato come P/FCF, è un indicatore finanziario che confronta la capitalizzazione di mercato di una società con il suo free cash flow, cioè il flusso di cassa libero generato dalle operazioni dopo aver sottratto gli investimenti in capitale fisso. Questo multiplo offre una visione diretta di quanto gli investitori sono disposti a pagare per ogni unità di cassa libera generata, rappresentando un parametro fondamentale per valutare la capacità di un'azienda di finanziare la crescita, ridurre il debito, pagare dividendi o riacquistare azioni.

A differenza del P/CF, che include tutti i flussi di cassa operativi, il P/FCF si concentra esclusivamente sul cash flow disponibile per gli azionisti dopo aver coperto le spese capitali. Questa specificità rende il P/FCF particolarmente prezioso per valutare aziende in settori dove gli investimenti di capitale sono significativi e regolari, come nell'industria manifatturiera, nelle telecomunicazioni o nei settori energetici.

Un P/FCF basso può indicare che l'azione è potenzialmente sottovalutata in relazione alla capacità dell'azienda di generare cassa libera, suggerendo che l'azienda potrebbe essere un buon acquisto per gli investitori. Un P/FCF alto, d'altra parte, può riflettere una valutazione di mercato elevata rispetto alla cassa effettivamente generata, il che potrebbe segnalare un sovrapprezzo dell'azione o elevate aspettative di crescita futura da parte del mercato.

Valutare correttamente il P/FCF richiede di guardare oltre il numero grezzo per considerare i driver di fondo del free cash flow, come l'efficienza operativa, la gestione delle scorte, il ciclo di incasso dei crediti e la programmazione degli investimenti capitali. Aziende con un forte controllo sui costi e processi efficienti spesso mostrano un free cash flow sostenibile e robusto, rendendo i loro titoli più attraenti.

Tuttavia, l'analisi del P/FCF non deve essere condotta in isolamento. È importante considerare altri fattori finanziari e operativi, come la struttura del debito dell'azienda, le prospettive di crescita del settore e la stabilità dei flussi di cassa nel tempo. Ad esempio, un'azienda con un debito elevato potrebbe avere un P/FCF apparentemente attraente, ma i suoi obblighi di debito potrebbero mettere a rischio la sostenibilità del suo flusso di cassa libero nel lungo termine.

Inoltre, confrontare il P/FCF tra diverse aziende può fornire una misura relativa della loro valutazione rispetto ai pari del settore. Aziende con P/FCF simili possono essere confrontate per la loro efficienza nella generazione di cash flow, ma è essenziale tener conto delle differenze nei modelli di business, nelle strategie di crescita e nelle condizioni di mercato.

Concludendo, il P/FCF è un indicatore essenziale per gli investitori che cercano di comprendere la vera capacità di un'azienda di generare valore economico oltre la semplice redditività operativa. Offre una lente attraverso cui valutare la salute finanziaria, la prudenza gestionale e il potenziale di ritorno economico di un investimento, rendendolo uno strumento cruciale nella cassetta degli attrezzi dell'investitore moderno. Tuttavia, come con tutti i multipli di valutazione, una valutazione complessiva e contestualizzata è cruciale per prendere decisioni di investimento informate.

## 2.2 Multipli dell'attivo o enterprise value

I multipli dell'attivo, o Enterprise Value, sono fondamentali per ottenere una valutazione comprensiva del valore aziendale. A differenza dei multipli di capitale, che si concentrano esclusivamente sul valore di mercato delle azioni, i multipli basati sull'EV incorporano sia il capitale proprio sia il debito netto e altre passività rilevanti. Questo approccio fornisce una visione integrata del valore totale dell'azienda, rappresentando quanto costerebbe a un acquirente acquisire l'intera entità, non solo la sua equity.

L'Enterprise Value è particolarmente utile per confrontare aziende con strutture di capitale diversificate. Mentre i multipli di capitale possono distorcere la valutazione a causa di livelli di debito variabili, l'EV offre una base di comparazione più uniforme, permettendo agli analisti di valutare la performance operativa di un'azienda al netto delle sue scelte finanziarie.

Nei settori dove le aziende tendono ad avere alti livelli di debito, come le utilities o le telecomunicazioni, i multipli basati sull'EV sono particolarmente vantaggiosi. Il debito ha un impatto diretto e significativo sul valore di un'azienda e sull'attrattività di un potenziale investimento. I multipli dell'EV possono quindi fornire una valutazione più accurata ed equilibrata di tali aziende, dato che prendono in considerazione sia il debito che il capitale proprio.

In contesti di fusioni e acquisizioni, i multipli basati sull'EV sono indispensabili per valutare compiutamente il valore di un'azienda. Durante queste operazioni, è fondamentale avere una visione chiara non solo degli aspetti operativi dell'azienda ma anche delle implicazioni finanziarie dell'acquisizione. L'EV aiuta gli acquirenti a comprendere il carico finanziario totale che assumeranno e a valutare se l'investimento è giustificato dalla performance operativa dell'azienda. Inoltre, l'uso di EV permette di considerare l'impatto di sinergie operative e finanziarie che possono derivare dalla fusione o acquisizione, offrendo una stima più completa del valore creato o distrutto dall'operazione.

### 2.2.1 Enterprise value-to-sales

Il multiplo Enterprise Value-to-Sales, comunemente noto come EV/Sales, è uno strumento di valutazione aziendale che mette in relazione il valore d'impresa, o Enterprise Value, con i ricavi totali generati da un'azienda in un dato periodo. Questa ratio fornisce una misura comprensiva dell'intero valore di un'impresa rispetto alla sua capacità di generare vendite, offrendo agli investitori e agli analisti una visione utile della valutazione relativa indipendentemente dalla struttura del capitale.

Il valore d'impresa è calcolato sommando il debito netto di una società al suo valore di mercato del capitale proprio, offrendo così una valutazione più completa che non si limita solo al capitale azionario ma include anche il debito. Questo rende il EV/Sales particolarmente utile per confrontare aziende con differenti strutture di capitale, perché prende in considerazione sia i finanziamenti azionari sia quelli debitori, offrendo una

visione più ampia del valore dell'azienda rispetto a multipli basati solo sul prezzo delle azioni come il P/E o il P/S.

Un EV/Sales basso può indicare che un'azienda è sottovalutata rispetto alle sue vendite, suggerendo che potrebbe essere un buon investimento se gli altri parametri finanziari confermano la prospettiva positiva. D'altra parte, un EV/Sales elevato può riflettere un'alta valutazione di mercato che potrebbe non essere sostenuta dai fondamentali aziendali, suggerendo cautela agli investitori.

L'interpretazione del EV/Sales deve essere contestualizzata nel settore di appartenenza dell'azienda. Aziende in settori ad alta crescita come la tecnologia o la biotecnologia possono avere EV/Sales elevati a causa delle aspettative di crescita delle vendite. In contrasto, settori più maturi o ciclici tendono ad avere multipli più bassi riflettendo una crescita più moderata o stabile.

È anche fondamentale considerare il ciclo economico e le condizioni di mercato quando si valuta il EV/Sales. Ad esempio, durante periodi di recessione economica<sup>41</sup>, i ricavi delle aziende possono diminuire, influenzando il multiplo anche se il valore d'impresa rimane relativamente stabile. Allo stesso modo, in periodi di espansione economica<sup>42</sup>, un aumento delle vendite può migliorare il EV/Sales, riflettendo una maggiore ottimismo del mercato riguardo alla performance futura dell'azienda.

Inoltre, il EV/Sales non fornisce indicazioni dirette sulla redditività o sulla generazione di cassa di un'azienda. Multipli più specifici come l'EV/EBITDA o il P/CF sono spesso usati in combinazione con il EV/Sales per ottenere una visione più completa della salute finanziaria e della sostenibilità delle operazioni aziendali.

In sintesi, il EV/Sales è un multiplo di valutazione importante che offre una visione complessiva del valore di un'azienda rispetto alla sua capacità di generare vendite. Questo strumento può essere estremamente informativo quando usato in contesti appropriati e confrontato con altri dati finanziari e indicatori di performance. Tuttavia, per fare valutazioni di investimento equilibrate e informate, è essenziale integrare il EV/Sales con un'analisi dettagliata dei fondamentali aziendali, delle condizioni di settore e delle prospettive economiche generali.

### 2.2.2 Enterprise value-to-EBITDA

Il multiplo Enterprise Value-to-EBITDA, abbreviato come EV/EBITDA, è un indicatore di valutazione finanziaria che confronta il valore d'impresa di una società, o Enterprise Value, con l'Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization. Questo multiplo è particolarmente apprezzato dagli analisti e dagli investitori per la sua capacità di fornire una valutazione neutra rispetto alla struttura del capitale e indipendente dalle politiche fiscali e contabili.

---

<sup>41</sup> La recessione economica è una fase del ciclo economico caratterizzata da un calo prolungato dell'attività economica, misurato generalmente da una contrazione del PIL per almeno due trimestri consecutivi. È accompagnata da un aumento della disoccupazione, una riduzione della produzione industriale, un calo dei consumi e degli investimenti. Le cause possono includere shock economici, crisi finanziarie o politiche monetarie restrittive.

<sup>42</sup> L'espansione economica è una fase del ciclo economico caratterizzata da una crescita sostenuta del PIL, accompagnata da un aumento dell'occupazione, della produzione industriale, dei consumi e degli investimenti. Questa fase è spesso supportata da condizioni economiche favorevoli, come bassi tassi di interesse, politiche fiscali espansive e maggiore fiducia nel mercato.

L'EV incorpora sia il debito netto sia il valore di mercato del capitale azionario, offrendo una visione complessiva del costo di acquisizione di un'azienda, mentre l'EBITDA è un indicatore di profitto operativo che esclude gli effetti non operativi e non monetari come l'ammortamento e le imposte. Questa combinazione rende l'EV/EBITDA uno strumento utile per valutare aziende con diversi livelli di indebitamento e pratiche contabili, permettendo confronti più omogenei tra aziende e settori diversi.

Un valore basso di EV/EBITDA può indicare che l'azienda è sottovalutata rispetto alla sua capacità di generare profitto operativo, suggerendo una potenziale opportunità di investimento. Al contrario, un valore elevato può riflettere una sopravvalutazione, indicando che il prezzo di mercato potrebbe essere troppo alto rispetto ai fondamentali operativi dell'azienda.

L'analisi di EV/EBITDA è particolarmente rilevante in settori ad alta intensità di capitali come le telecomunicazioni, le utilities o l'industria pesante, dove gli ammortamenti possono distorcere la percezione della performance operativa. Inoltre, l'EBITDA è una metrica significativa per le aziende in fase di crescita rapida o per quelle che hanno recentemente effettuato investimenti significativi, poiché permette di valutare la performance senza l'influenza degli ammortamenti derivanti da tali investimenti.

Tuttavia, utilizzare EV/EBITDA richiede attenzione a non ignorare la struttura del debito e le esigenze di capitale dell'azienda. Questo multiplo non fornisce direttamente indicazioni sul flusso di cassa libero disponibile per gli azionisti, poiché l'EBITDA non tiene conto delle uscite di cassa necessarie per gli investimenti in capitale fisso o il servizio del debito. Pertanto, è cruciale integrare l'analisi del EV/EBITDA con altri indicatori come il P/FCF o l'EV/FCF per avere una visione completa della salute finanziaria e della sostenibilità delle operazioni aziendali.

L'interpretazione del EV/EBITDA deve essere inoltre contestualizzata considerando il ciclo economico e le specifiche condizioni di mercato. Ad esempio, in periodi di recessione economica, l'EBITDA delle aziende può ridursi, influenzando il multiplo anche se il valore d'impresa rimane stabile. Allo stesso modo, durante periodi di espansione economica, un aumento dell'EBITDA può migliorare il EV/EBITDA, riflettendo una maggiore fiducia del mercato nella capacità dell'azienda di mantenere una solida performance operativa.

In conclusione, il EV/EBITDA è uno strumento di valutazione essenziale che offre una misura comparativa del valore di un'azienda rispetto alla sua performance operativa. Questo multiplo, quando utilizzato insieme ad altre analisi finanziarie, può fornire agli investitori una comprensione profonda del valore reale e del potenziale di un'impresa. Tuttavia, è fondamentale integrare il EV/EBITDA con una valutazione olistica che consideri la generazione di cassa, il debito e altri fattori economici e finanziari per prendere decisioni di investimento informate e strategicamente fondate.

### 2.2.3 Enterprise value-to-EBIT

Il multiplo Enterprise Value-to-EBIT, noto anche come EV/EBIT, è un indicatore di valutazione finanziaria che esprime il rapporto tra il valore d'impresa di una società e il suo Earnings Before Interest and Taxes. Questo

rapporto è spesso utilizzato dagli analisti finanziari per valutare l'attrattiva di un'azienda indipendentemente dalla sua struttura fiscale e di finanziamento, offrendo un punto di vista neutrale sulla sua operatività rispetto al suo prezzo di mercato

L'Enterprise Value è la somma della capitalizzazione di mercato di un'azienda, del debito netto e di altri interessi minoritari, fornendo una misura completa del valore totale dell'azienda da una prospettiva acquisitiva. L'EBIT, d'altra parte, è un indicatore della redditività operativa che esclude l'impatto degli interessi e delle tasse, focalizzandosi esclusivamente sulla performance operativa.

Un EV/EBIT basso suggerisce che l'azione potrebbe essere sottovalutata rispetto alla capacità dell'azienda di generare profitti operativi, indicando una potenziale opportunità di investimento per chi cerca di capitalizzare sulle aziende performanti vendute a prezzi ragionevoli. In contrasto, un valore alto potrebbe indicare che il mercato valuta l'azienda troppo ottimisticamente, rispetto a quello che effettivamente produce in termini di profitto operativo.

L'utilizzo del multiplo EV/EBIT è particolarmente prezioso per comparare aziende all'interno dello stesso settore, dato che permette di neutralizzare gli effetti di differenti strutture di debito e regimi fiscali. Può anche essere utile per valutare aziende in settori ciclici o quelli con grandi differenze nei livelli di indebitamento.

Nonostante la sua utilità, il multiplo EV/EBIT ha alcune limitazioni, poiché non tiene conto delle necessità di capitale che possono variare significativamente tra diversi settori. Ad esempio, un'azienda che richiede investimenti capitali intensi potrebbe avere un EBIT alto, ma gran parte di questo profitto potrebbe essere consumato da investimenti continui in attività fisse, che non vengono considerati nel calcolo dell'EBIT.

È quindi essenziale che gli investitori utilizzino il EV/EBIT insieme ad altri indicatori finanziari per ottenere un quadro completo della salute finanziaria di un'azienda. Altri indicatori come il EV/EBITDA, che include l'ammortamento e l'esaurimento, o il P/FCF, che considera il flusso di cassa libero disponibile, possono offrire prospettive complementari sul valore e sulla capacità di generare cassa.

Inoltre, il contesto economico generale e le specifiche condizioni di mercato devono essere considerati quando si interpreta il EV/EBIT. Ad esempio, durante un rallentamento economico, anche le aziende con solidi fondamentali possono mostrare un aumento del EV/EBIT a causa della riduzione dell'EBIT, che potrebbe non riflettere necessariamente una diminuzione del valore a lungo termine dell'azienda.

In conclusione, il multiplo EV/EBIT è uno strumento di valutazione utile che può aiutare gli investitori a identificare le azioni sottovalutate o sopravvalutate basandosi sulla performance operativa. L'analisi dovrebbe essere sempre affiancata da una valutazione olistica che consideri altri aspetti finanziari, operativi ed economici per formulare una strategia di investimento ben informata e bilanciata.

### 2.3 Procedura di utilizzo dei multipli

L'utilizzo dei multipli per la valutazione di una società è una metodologia consolidata nell'ambito dell'analisi finanziaria, che permette di stimare il valore di un'entità aziendale confrontandola con aziende similari già

quotate in borsa. Il processo di valutazione attraverso i multipli si sviluppa attraverso diversi passaggi chiave, ognuno dei quali richiede attenzione e precisione per garantire la correttezza e l'affidabilità dell'analisi finale. Il primo passo nel processo di valutazione attraverso i multipli consiste nella costruzione di un campione di società quotate che presentano caratteristiche simili a quelle della società oggetto di valutazione, la società target. Questo implica l'identificazione di aziende che operano nello stesso settore, che hanno dimensioni simili in termini di fatturato o capitalizzazione di mercato, e che condividono modelli di business comparabili. L'obiettivo è di selezionare un gruppo di società che rappresentino un punto di riferimento valido per la valutazione, in quanto la loro performance di mercato può essere considerata indicativa di quella attesa per la società target.

Successivamente, si procede alla stima del multiplo di interesse per ciascuna delle società nel campione. Questo può includere multipli di valutazione come il P/E, EV/EBITDA, EV/Sales, o altri indicatori rilevanti. I multipli vengono calcolati utilizzando i dati finanziari più recenti disponibili per ogni azienda nel campione, assicurandosi che questi siano omogenei e comparabili, ad esempio, è essenziale che gli utili utilizzati nel calcolo del P/E siano depurati da elementi straordinari per non distorcere il confronto.

Il passo successivo nel processo è calcolare la media dei multipli ottenuti per le società nel campione. Questo viene fatto per mitigare le anomalie che possono apparire nei singoli casi, come valutazioni eccezionalmente alte o basse che potrebbero riflettere situazioni particolari piuttosto che la norma del settore. La media offre quindi un punto di riferimento più stabile e rappresentativo della norma di mercato per quel particolare multiplo.

Infine, una volta ottenuto il multiplo medio del campione, questo viene applicato ai dati finanziari della società target. Ad esempio, se il multiplo medio calcolato è un EV/EBITDA di 8x e l'EBITDA della società target è di 100 milioni di euro, il valore d'impresa stimato sarà di 800 milioni di euro. Questo metodo fornisce una stima del valore di mercato della società target basata su una logica di "prezzo di mercato", ovvero quanto gli investitori sono disposti a pagare per aziende simili in condizioni di mercato comparabili.

In sintesi, la procedura di utilizzo dei multipli per la valutazione di una società richiede una selezione accurata di un campione di società comparabili, un calcolo preciso dei multipli desiderati, la mediazione di questi valori per ottenere un parametro di valutazione robusto e l'applicazione di questo parametro alla società target. Questo processo non solo fornisce una stima del valore, ma offre anche una panoramica comparativa del posizionamento della società target rispetto alle sue concorrenti nel mercato.

## 2.4 Prospettive di utilizzo dei multipli

Uno dei principali vantaggi nell'uso dei multipli è la loro capacità di fornire una base standardizzata per la comparazione tra aziende, anche in contesti diversi. Questo è particolarmente rilevante in settori come quello tecnologico o quello industriale, dove aziende di dimensioni o fasi di sviluppo diverse possono essere valutate su una scala comune. Tuttavia, l'applicazione di questi multipli richiede una profonda comprensione del

contesto economico, delle dinamiche settoriali e delle specificità aziendali per evitare valutazioni fuorvianti o incomplete.

I multipli sono anche strumenti dinamici che possono adattarsi ai cambiamenti rapidi del mercato economico e finanziario. Ad esempio, durante periodi di turbolenza economica, certi multipli come l'EV/EBITDA possono offrire una visione più chiara del valore operativo di un'azienda, escludendo gli effetti temporanei di volatilità dei tassi di interesse o di altre variabili macroeconomiche. Questa flessibilità rende i multipli strumenti indispensabili nelle mani di analisti e investitori che necessitano di aggiornare le loro valutazioni in risposta a condizioni di mercato in evoluzione.

Con l'evoluzione delle tecnologie di analisi dati e l'introduzione di metodi avanzati come l'apprendimento automatico e il big data, le prospettive di utilizzo dei multipli si stanno ampliando. Queste tecnologie permettono agli analisti di integrare una varietà più ampia di dati e di variabili, migliorando la precisione delle valutazioni e la capacità di identificare trend<sup>43</sup> non evidenti attraverso metodi tradizionali. Inoltre, l'uso combinato di multipli e di tecniche analitiche avanzate può aiutare a superare alcune delle limitazioni classiche dei multipli, come la sensibilità a manipolazioni contabili o l'influenza di fattori non ricorrenti sui dati finanziari.

Nonostante i loro vantaggi, l'utilizzo dei multipli presenta anche delle sfide significative. La validità delle valutazioni basate su multipli dipende dalla scelta di comparabili appropriati e dalla disponibilità di dati accurati e aggiornati. Inoltre, i multipli possono talvolta semplificare eccessivamente la realtà economica di un'azienda, ignorando fattori qualitativi come la qualità del management o la posizione competitiva di un'azienda. Queste sfide richiedono che gli analisti mantengano un approccio critico e integrato, combinando l'analisi quantitativa con una valutazione qualitativa approfondita.

In conclusione, i multipli rimangono strumenti essenziali nell'arsenale degli analisti finanziari, ma il loro utilizzo efficace richiede una comprensione approfondita sia del contesto specifico in cui un'azienda opera sia delle dinamiche di mercato più ampie. L'evoluzione continua delle pratiche di analisi e l'integrazione di nuove tecnologie rappresentano sia una sfida sia un'opportunità per gli analisti, che devono continuamente aggiornare le loro competenze e metodi per rimanere all'avanguardia nel campo della valutazione aziendale.

## 2.5 Valore temporale dei multipli

Nell'ambito dell'analisi finanziaria, i multipli di valutazione sono strumenti essenziali per valutare il prezzo di mercato di un'azienda rispetto a varie metriche di rendimento economico-finanziario. I multipli possono essere categorizzati in base al loro orientamento temporale: current, trailing, leading e forward. Ognuno di questi approcci ha caratteristiche distintive e applicazioni specifiche che possono influenzare significativamente l'interpretazione dei dati finanziari e le decisioni di investimento.

---

<sup>43</sup> Il trend è la direzione generale che un mercato, un titolo finanziario o un indicatore economico segue nel tempo. Può essere rialzista (uptrend), ribassista (downtrend) o laterale (sideways). L'analisi dei trend è fondamentale nell'analisi tecnica per prevedere l'andamento futuro dei prezzi e identificare opportunità di investimento.

I multipli current si riferiscono ai valori che utilizzano dati finanziari relativi al periodo corrente. Questi multipli sono spesso usati per analizzare e confrontare le performance delle aziende in tempo reale, fornendo un'istantanea della situazione finanziaria attuale. Tuttavia, l'utilizzo dei multipli current può essere limitato dalla disponibilità di dati aggiornati, soprattutto in settori dove i bilanci sono fortemente influenzati da fattori stagionali o ciclici. Inoltre, i multipli current possono non riflettere eventi recenti che hanno impattato o impatteranno l'azienda dopo la data dell'ultimo bilancio disponibile.

I multipli trailing utilizzano dati degli ultimi periodi completati, come gli ultimi 12 mesi. Questi multipli sono utili per analizzare la performance passata in modo più completo, eliminando la volatilità che può essere associata ai multipli current che coprono periodi più brevi. L'utilizzo dei multipli trailing è particolarmente prezioso in contesti dove è importante avere una visione chiara del rendimento passato per valutare la stabilità e la sostenibilità delle performance aziendali. Tuttavia, possono essere meno indicativi delle future potenzialità dell'azienda se il settore in cui opera è soggetto a rapidi cambiamenti.

I multipli leading sono progettati per incorporare aspettative future e sono spesso basati su indicatori di performance che si prevede accadranno in futuro. Questi multipli sono particolarmente utili in settori in rapida evoluzione, dove le aspettative future possono essere significativamente diverse dai risultati storici. I multipli leading possono includere stime degli analisti o trend di crescita previsti, ma portano con sé un grado di incertezza e speculazione, rendendo cruciale la qualità delle previsioni e la comprensione dei fattori che possono influenzare le proiezioni future.

Infine, i multipli forward si basano su previsioni dei rendimenti futuri, come gli utili o i flussi di cassa attesi nei prossimi periodi. Questi multipli prendono in considerazione le proiezioni degli analisti o le guide fornite dalla stessa azienda e sono estremamente utili per valutare il potenziale di crescita di un'azienda a lungo termine. Rispetto ai multipli leading, che si basano più su trend e aspettative generali, i multipli forward sono spesso ancorati a previsioni finanziarie più dettagliate e specifiche.

## 2.6 Vantaggi e svantaggi dei metodi basati sui multipli

I metodi di valutazione basati sui multipli sono ampiamente utilizzati nel campo dell'analisi finanziaria per la loro praticità e immediata comprensibilità. Tuttavia, come ogni strumento analitico, presentano sia vantaggi significativi sia svantaggi potenziali che meritano di essere esaminati con attenzione.

### 2.6.1 Vantaggi dei metodi basati sui multipli

Uno dei principali vantaggi dei metodi basati sui multipli è la loro semplicità. Questi metodi sono intuitivi e facilmente comprensibili anche per gli operatori meno esperti nel campo finanziario. La capacità di sintetizzare

la valutazione di un'azienda in un singolo numero facilita le comparazioni rapide tra aziende simili e rende l'analisi accessibile a un ampio pubblico.

I multipli non richiedono l'acquisizione di grandi quantità di dati o stime complesse sull'andamento futuro delle grandezze economiche. Ciò li rende particolarmente utili in scenari dove i dati disponibili sono limitati o dove le previsioni a lungo termine sono incerte o difficili da ottenere.

Per le imprese quotate, i dati necessari per calcolare i multipli sono generalmente disponibili e aggiornati frequentemente nel mercato. Questo accesso facilitato ai dati rende i multipli uno strumento pratico per gli analisti e gli investitori che desiderano effettuare valutazioni rapide.

I multipli sono particolarmente efficaci in mercati grandi e ben organizzati, dove le transazioni frequenti tra imprese quotate limitano le distorsioni di mercato e forniscono un terreno fertile per comparazioni significative.

Infine, i multipli si basano su indicatori oggettivi di mercato, riducendo il rischio di soggettività nelle valutazioni. Questo approccio ancorato ai dati reali di mercato fornisce una base solida per valutazioni imparziali.

#### 2.6.2 Svantaggi dei metodi basati sui multipli

Nonostante la semplicità sia un vantaggio, può anche trasformarsi in uno svantaggio quando i multipli vengono utilizzati come unico strumento di valutazione. Questa metodologia può risultare eccessivamente semplificatrice, specialmente in casi dove la struttura finanziaria o le prospettive di crescita di un'azienda sono complesse.

I multipli tendono a basarsi sui prezzi di mercato piuttosto che sui valori intrinseci delle aziende. Questo può portare a valutazioni che riflettono più la percezione di mercato o le mode del momento piuttosto che il reale valore economico sottostante.

Trovare aziende veramente comparabili può essere una sfida, specialmente in settori di nicchia o per aziende con modelli di business unici. Questa mancanza di comparabili adeguati può rendere i multipli meno affidabili. La valutazione è fortemente dipendente dalla qualità e rappresentatività del campione di riferimento. Un campione scarsamente rappresentativo può portare a valutazioni inaccurati e fuorvianti.

Infine, i multipli tendono a basarsi su dati storici e possono non riflettere adeguatamente le prospettive future dell'impresa. In un ambiente di business in rapido cambiamento, una valutazione basata principalmente su dati storici può non catturare il vero potenziale futuro di una compagnia.

### 3.1 Intermediari incaricati del collocamento per l'IPO

La proposta di offerta globale fu presentata da ePlanet S.p.A., che affidò il coordinamento e la direzione congiunta dell'operazione a banca Akros e Goldman Sachs international, entrambi agendo come coordinatori globali. Banca Akros ricopriva anche il ruolo di responsabile del collocamento per l'offerta pubblica, oltre ad essere sponsor e specialista. Le azioni destinate all'offerta pubblica vennero messe a disposizione del pubblico attraverso un consorzio di collocamento e garanzia, sempre sotto la guida di banca Akros, in qualità di capofila. A questo consorzio parteciparono numerose banche e società di intermediazione mobiliare, tra cui banca commerciale italiana, banca popolare di Verona – banca s. Geminiano e s. Prospero, banca antoniana popolare veneta, banca finnat euramerica, banca lombarda, banca popolare di Novara, Euromobiliare s.i.m., Fineco s.i.m., banca Mediolanum, caboto s.i.m., UniCredit banca mobiliare, banca Leonardo, banca di Roma, banca aletti & c., banca nazionale del lavoro e rasfin s.i.m. Ognuna di queste entità contribuì in qualità di garante e collocatore nell'ambito di questa complessa operazione di mercato.

### 3.2 Descrizione e ammontare totale dell'operazione

L'operazione di offerta globale prevedeva la sottoscrizione pubblica di almeno 450.000 azioni, rappresentanti il 6% del capitale sociale della società a seguito dell'offerta. Questa era strutturata in tre segmenti distinti: una prima tranche<sup>44</sup> di almeno 225.000 azioni destinata al grande pubblico in Italia; una seconda tranche riservata ai dipendenti e agenti della società, con un tetto massimo di 20.000 azioni; e infine, una terza tranche destinata agli abbonati ai servizi di accesso a internet alla data di pubblicazione del prospetto informativo e ai clienti delle società del gruppo ePlanet, con un massimo di 205.000 azioni.

Parallelamente, venne organizzato un collocamento privato, indirizzato agli investitori professionali sia in Italia che a livello internazionale, escludendo Canada e Giappone. Negli Stati Uniti, questo collocamento era specificamente diretto ai "qualified institutional buyers" conformemente alla rule 144 a<sup>45</sup>, risultando esente dalla necessità di registrazione presso la securities and Exchange Commission.

Inoltre, i global coordinators avevano ricevuto dai soci di ePlanet, in proporzione alle rispettive quote di partecipazione, un'opzione di acquisto per un massimo del 15% delle azioni offerte globalmente, corrispondente a circa 225.000 azioni, destinate ai partecipanti del collocamento privato. Questa opzione, nota

---

<sup>44</sup> Una tranche di azioni in un'offerta pubblica di acquisto (OPA) si riferisce a una specifica porzione o segmento di azioni che viene offerta agli investitori sotto particolari condizioni o a specifici gruppi di investitori durante l'OPA.

<sup>45</sup> La Rule 144A è una regolamentazione della Securities and Exchange Commission (SEC) degli Stati Uniti che consente la vendita rapida di titoli non registrati a investitori qualificati, comunemente noti come "qualified institutional buyers" o QIBs. Questa regola è stata introdotta per facilitare l'accesso più efficiente ai mercati dei capitali per le corporazioni riducendo i tempi e i costi associati alla registrazione di titoli. Attraverso la Rule 144A, le società possono vendere titoli non registrati a investitori istituzionali senza le restrizioni tipiche che si applicano alla vendita di titoli al pubblico generale.

come "green shoe", poteva essere esercitata al prezzo di offerta entro 30 giorni dall'inizio delle negoziazioni sul mercato.

### 3.3 Destinatari dell'offerta pubblica

L'offerta pubblica era articolata in tre distinte tranches: la prima era destinata al pubblico indistinto in Italia, con un'allocazione massima di 225.000 azioni; la seconda rivolta agli abbonati e clienti del gruppo alla data di pubblicazione del prospetto informativo, con un limite di 205.000 azioni; la terza era specificamente riservata ai dipendenti e agenti delle società del gruppo, con un massimo di 20.000 azioni disponibili.

Era espressamente esclusa la partecipazione all'offerta pubblica da parte di intermediari autorizzati, come definiti dall'art. 25 del regolamento adottato con la delibera CONSOB n. 11522 del 1° luglio 1998 e successivamente modificato dai regolamenti emanati con le delibere CONSOB n. 11745 del 9 dicembre 1998 e n. 12409 del 1° marzo 2000. Facevano eccezione le società di intermediazione mobiliare<sup>46</sup>, comprese quelle previste dall'articolo 60, comma 4, del decreto legislativo n. 415 del 1996, le quali avevano la possibilità di partecipare esclusivamente all'offerta pubblica.

Erano inoltre esclusi dalla partecipazione all'offerta pubblica altre tipologie di soggetti come le società di gestione del risparmio<sup>47</sup>, le banche italiane autorizzate alla prestazione di servizi di investimento, gli agenti di cambio<sup>48</sup>, gli intermediari finanziari registrati nell'elenco dell'articolo 107 del decreto legislativo n. 385 del 1993 autorizzati a prestare servizi di investimento<sup>49</sup>, e le imprese di investimento e le banche comunitarie ed extracomunitarie abilitate alla prestazione di servizi di investimento in Italia, i quali potevano invece partecipare al collocamento privato insieme agli investitori istituzionali esteri.

### 3.4 Periodo dell'offerta pubblica

L'offerta pubblica ebbe inizio alle ore 9:00 del 27 luglio e si concluse il giorno successivo, 28 luglio, avendo quindi una durata complessiva di due giorni.

---

<sup>46</sup> Una società di intermediazione mobiliare è un'entità finanziaria autorizzata a operare nei mercati finanziari con l'obiettivo di mediare l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari, come azioni, obbligazioni e derivati, per conto dei propri clienti.

<sup>47</sup> Una società di gestione del risparmio è un'entità finanziaria autorizzata che si occupa della raccolta e gestione collettiva del risparmio dei privati, tramite l'investimento in diversi strumenti finanziari come azioni, obbligazioni e altri titoli.

<sup>48</sup> Gli agenti di cambio sono professionisti autorizzati che operano nei mercati finanziari con il compito di mediare la compravendita di titoli finanziari, come azioni e obbligazioni, per conto dei loro clienti.

<sup>49</sup> Questo elenco include banche, società di intermediazione mobiliare, e altri istituti finanziari che hanno ricevuto l'approvazione da parte della Banca d'Italia per offrire servizi quali la negoziazione e la gestione di strumenti finanziari per conto dei clienti. Questi intermediari sono soggetti a rigorosi requisiti normativi e di vigilanza, garantendo così la sicurezza e la trasparenza nell'ambito dei mercati finanziari.

### 3.5 Ritiro dell'offerta pubblica e modalità di comunicazione al pubblico

Nel caso si fossero verificati eventi straordinari tra la pubblicazione del prospetto informativo e il giorno precedente l'inizio dell'offerta pubblica, come cambiamenti rilevanti nel contesto politico, finanziario, economico, valutario, normativo o di mercato, oppure problemi riguardanti la situazione finanziaria, patrimoniale e reddituale di ePlanet e/o del gruppo, i global coordinators, di comune accordo con l'emittente, avrebbero potuto decidere di non avviare l'offerta globale. Tale decisione sarebbe stata comunicata con urgenza alla CONSOB entro il giorno precedente l'inizio dell'offerta pubblica e al pubblico tramite un avviso sui quotidiani "il sole 24 ore" e "mf-Milano finanza", considerando così annullata l'offerta globale.

Inoltre, esisteva la facoltà, concordata tra la società e i global coordinators, di ritirare l'offerta pubblica dopo la sua conclusione. Questo sarebbe potuto accadere se le adesioni ricevute fossero state inferiori al minimo previsto, o se il collocamento privato fosse stato compromesso, sia totalmente che parzialmente, a causa del mancato rispetto o della cessazione degli accordi di collocamento e garanzia come descritto nel paragrafo 11.15 del prospetto informativo. La comunicazione di tale ritiro sarebbe stata effettuata alla CONSOB e al pubblico, tramite pubblicazione su "il sole 24 ore" e "mf-Milano finanza" nei cinque giorni successivi alla fine dell'offerta pubblica.

### 3.6 Prezzo d'offerta

L'assemblea straordinaria di ePlanet, tenutasi il 16 febbraio 2000, stabilì che le azioni derivanti dall'aumento di capitale destinato all'offerta globale sarebbero state emesse a un prezzo non inferiore a 1.000 lire per azione, corrispondente al loro valore nominale<sup>50</sup>. Questo prezzo sarebbe stato comunque superiore a 10 euro, in conformità con il regolamento del nuovo mercato gestito dalla borsa italiana. Il prezzo massimo di collocamento delle azioni sarebbe stato determinato dal consiglio di amministrazione, con la possibilità di delegare tale compito al presidente e amministratore delegato, entro due giorni precedenti l'avvio dell'offerta pubblica. Tale prezzo massimo avrebbe riflettuto le condizioni di mercato e l'interesse manifestato dagli investitori durante l'attività di book building del collocamento privato. Il prezzo massimo sarebbe stato poi comunicato alla CONSOB e al pubblico il giorno precedente l'inizio dell'offerta pubblica, tramite un avviso integrativo sui quotidiani "il sole 24 ore" e "mf – Milano finanza".

Durante l'attività di book building del collocamento privato, ePlanet, con il supporto dei global coordinators, valutò il valore economico della società tra 390 e 540 milioni di euro, corrispondenti a un intervallo di prezzo per azione tra 65 e 90 euro. Tale valutazione si basava sui risultati passati, sulle prospettive future e sulle condizioni di mercato, applicando metodologie riconosciute come il metodo dei flussi di cassa attualizzati<sup>51</sup> e

---

<sup>50</sup> Il valore nominale di un titolo finanziario, come una azione o una obbligazione, rappresenta il valore facciale assegnato all'atto dell'emissione.

<sup>51</sup> Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow, DCF) è una tecnica di valutazione usata per stimare il valore di un'investimento, azienda, o progetto, basandosi sui flussi di cassa futuri previsti e scontandoli al presente utilizzando un tasso di sconto appropriato.

il metodo dei multipli di mercato, confrontando ePlanet con un gruppo di società europee nel settore delle telecomunicazioni definite come competitive local exchange carriers. Tuttavia, tale valorizzazione non era vincolante per la determinazione del prezzo di offerta finale.

Al termine dell'offerta pubblica, il prezzo di offerta sarebbe stato il minore tra il prezzo massimo e il prezzo risultante dall'analisi dell'interesse degli investitori istituzionali e delle condizioni di mercato. Il prezzo finale, con un eventuale sconto del 10% per dipendenti e agenti, sarebbe stato fissato dal consiglio di amministrazione, eventualmente delegando il presidente e amministratore delegato, e comunicato alla CONSOB e al pubblico entro due giorni dalla chiusura dell'offerta pubblica, mediante un avviso sui quotidiani "il sole 24 ore" e "mf-Milano finanza". Non erano previsti oneri o spese aggiuntive per gli aderenti all'offerta pubblica.

### 3.7 Modalità di adesione e quantitativi acquistabili nell'ambito dell'offerta

Le domande di adesione all'offerta pubblica dovevano essere presentate acquistando un quantitativo minimo di 25 azioni, denominato "lotto minimo", o multipli di esso. I potenziali investitori erano tenuti a compilare e firmare appositi moduli di sottoscrizione, personalmente o tramite un mandatario speciale. Nel caso in cui l'aderente non avesse già un rapporto di clientela con il collocatore presso il quale veniva presentata la domanda, poteva essere richiesto l'apertura di un nuovo conto corrente o il versamento in un deposito infruttifero dell'importo corrispondente al valore delle azioni richieste.

Secondo il testo unico della finanza, più specificamente l'articolo 30, comma 8, alle offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione di azioni con diritto di voto e quelle negoziate nei mercati regolamentati, come anche quelle ammesse a quotazione ma non necessariamente negoziate, non si applicano le restrizioni previste dal comma 6 dello stesso articolo. Quest'ultimo prevede una sospensione della validità dei contratti stipulati fuori sede per sette giorni dalla firma, regola che non si applicava in questo contesto.

I moduli necessari per la sottoscrizione erano disponibili presso i collocatori per il pubblico indistinto e gli abbonati e clienti, mentre solo presso banca Akros per i dipendenti ed agenti. Banca Akros aveva il compito di verificare la regolarità delle domande entro due mesi dalla data di pagamento delle azioni, basandosi sui dati forniti dai collocatori e rispettando le condizioni dell'offerta. Si impegnava, inoltre, a comunicare alla CONSOB l'esito di tali verifiche e i risultati dell'offerta globale. Le domande di adesione erano considerate irrevocabili e non erano ammesse se presentate prima delle ore 9.00 del 27 luglio 2000. Nonostante l'organizzazione del nuovo mercato gestito dalla borsa italiana, non era previsto alcun lotto minimo di negoziazione per le azioni.

### 3.7.1 Adesione da parte del pubblico indistinto

Per quanto riguarda l'adesione del pubblico indistinto all'offerta pubblica, le domande dovevano essere presentate compilando il modulo a, firmato dal richiedente o da un mandatario speciale, e consegnato a non più di un collocatore. Era esplicitamente proibito presentare più domande di adesione da parte dello stesso richiedente attraverso diversi collocatori. Nel caso in cui un richiedente avesse presentato più di una richiesta presso uno o più collocatori, la partecipazione all'assegnazione delle azioni sarebbe stata limitata alla prima domanda presentata cronologicamente.

Le domande potevano essere inoltrate anche tramite soggetti autorizzati alla gestione individuale di patrimoni mobiliari, secondo la normativa vigente, a condizione che questi avessero firmato il modulo di adesione per conto del cliente. Le società fiduciarie, che offrono servizi di gestione di portafogli di investimento con intestazione fiduciaria ai sensi dell'art. 60, comma 4, del decreto legislativo 23 luglio 1996 n. 415 e che potevano partecipare solo all'offerta pubblica, dovevano compilare una scheda di adesione per ogni cliente. In questa scheda, dovevano indicare esclusivamente il codice fiscale del cliente nell'apposito spazio, lasciando vuoti i campi per nome, cognome e inserendo, nell'area riservata all'intestazione delle azioni, la denominazione e il codice fiscale della società fiduciaria.

### 3.7.2 Adesione da parte di abbonati e clienti

Le domande di adesione all'offerta pubblica da parte degli abbonati e clienti, per la tranche a loro riservata, dovevano essere effettuate compilando e firmando il modulo b. Era necessaria anche la presentazione di un certificato che attestasse la qualifica di abbonato o cliente, e il tutto doveva essere presentato presso non più di un collocatore. Analogamente a quanto previsto per il pubblico indistinto, era vietato per un singolo richiedente presentare multiple domande attraverso diversi collocatori; in caso di più richieste, sarebbe stata considerata valida solo la prima in ordine cronologico.

Per gli abbonati, la certificazione della loro qualifica poteva essere ottenuta tramite un banner attivo sul sito internet di ePlanet, dove, dopo aver inserito i propri dati identificativi inclusa una password, avrebbero ricevuto automaticamente la certificazione necessaria. Per i clienti, era sufficiente presentare una copia del contratto vigente con ePlanet o con un'altra società del gruppo alla data del prospetto informativo.

Gli abbonati e i clienti avevano la possibilità di partecipare anche alla quota dell'offerta pubblica destinata al pubblico indistinto, seguendo le stesse modalità e condizioni descritte precedentemente.

Inoltre, era possibile per i clienti dei collocatori che offrivano servizi di investimento tramite piattaforme telematiche, aderire all'offerta pubblica utilizzando strumenti elettronici via internet. Questo metodo prevedeva l'accesso a un'area dedicata sul sito del collocatore tramite una password individuale, dove i clienti potevano inserire i dati personali e finanziari necessari. Una volta inseriti, questi dati dovevano essere

confermati una seconda volta dal cliente per validare la domanda di adesione. Questa modalità di adesione elettronica non influenzava il rapporto tra i collocatori e banca Akros, che rimaneva il responsabile del collocamento per l'offerta pubblica.

I collocatori che adottavano questo sistema garantivano la sicurezza e l'adeguatezza delle loro procedure informatiche per l'adesione telematica e si impegnavano a rispettare tutte le comunicazioni previste dalla normativa applicabile alle banche che operano online. Inoltre, rendevano disponibile il prospetto informativo per la consultazione e la stampa sul proprio sito internet.

### 3.7.3 Adesione da parte di dipendenti e agenti

Le domande di adesione all'offerta pubblica da parte dei dipendenti e agenti delle società del gruppo, relative alla tranche a loro riservata, dovevano essere formalizzate attraverso la compilazione e la consegna del modulo c. Per i dipendenti era necessario allegare l'originale della certificazione rilasciata dalla propria azienda, che attestasse l'iscrizione al libro matricola<sup>52</sup>. Gli agenti, invece, dovevano presentare una certificazione che attestasse la loro qualifica di agente, fornita dalla società attraverso una dichiarazione specifica che confermasse l'esistenza di un rapporto di agenzia con la società o una delle aziende del gruppo.

La scheda di adesione, sia per i dipendenti che per gli agenti, doveva essere debitamente compilata e firmata sia dal richiedente che dal suo mandatario speciale, se presente. Era espressamente proibito presentare più domande presso i vari collocatori.

In aggiunta, sia i dipendenti che gli agenti avevano la possibilità di partecipare anche alle quote dell'offerta pubblica destinate al pubblico indistinto e agli abbonati e clienti, seguendo le stesse condizioni e modalità descritte nei punti a e b precedenti. Questo permetteva una maggiore flessibilità e accessibilità all'offerta, garantendo la partecipazione di un ampio spettro di persone connesse al gruppo.

### 3.8 Modalità e termini di pagamento e consegna delle azioni

Il pagamento del prezzo di offerta per le azioni assegnate doveva essere completato indicativamente entro il 4 agosto 2000. Questo pagamento sarebbe dovuto avvenire presso il collocatore che aveva ricevuto la domanda di adesione, e sarebbe stato eseguito senza alcun aggravio di commissioni o spese aggiuntive a carico del richiedente. In seguito al pagamento integrale del prezzo di offerta, le azioni sarebbero state messe a disposizione degli aventi diritto. Questo processo di assegnazione prevedeva la contabilizzazione delle azioni sui conti di deposito mantenuti presso monte titoli S.p.A. Dai vari collocatori, e tutto ciò sarebbe avvenuto anch'esso indicativamente entro il 4 agosto 2000. Questa procedura assicurava una gestione efficiente e

---

<sup>52</sup> Il libro matricola è un registro ufficiale tenuto dalle aziende per documentare le informazioni essenziali relative ai propri dipendenti. In esso sono registrati i dati anagrafici, le date di assunzione e cessazione, le qualifiche, i cambiamenti di ruolo e le variazioni salariali di ogni dipendente. Questo libro serve come documento di riferimento per la gestione delle risorse umane e per assolvere agli obblighi legali e fiscali relativi al rapporto di lavoro.

centralizzata<sup>53</sup> delle azioni attraverso il sistema di monte titoli, facilitando la transizione delle azioni ai nuovi proprietari.

### 3.9 Provvedimento di quotazione

La borsa italiana, operando in conformità con l'articolo 2.4.2 del regolamento del nuovo mercato, che è stato deliberato dall'assemblea della borsa italiana il 20 dicembre 1999 e successivamente approvato dalla CONSOB con le delibere n. 12463 del 19 marzo 2000 e n. 12469 del 4 aprile 2000, ha emesso il provvedimento n. 1120 il 14 luglio 2000. Tale provvedimento stabiliva l'ammissione delle azioni della società alle negoziazioni sul nuovo mercato. La data di inizio delle negoziazioni sarebbe stata successivamente determinata dalla borsa italiana S.p.A., in linea con quanto previsto dall'articolo 2.4.2, comma 5, del regolamento citato, e sarebbe stata fissata solo dopo aver verificato che le azioni fossero state sufficientemente diffuse tra il pubblico. Questo processo assicurava che tutti gli aspetti normativi e di mercato fossero adeguatamente rispettati prima dell'inizio effettivo delle negoziazioni delle azioni della società sul nuovo mercato.

### 3.10 Prospetti informativi di ePlanet

Il prospetto informativo è stato un documento fondamentale per fornire agli investitori tutte le informazioni necessarie relative all'offerta pubblica di sottoscrizione delle azioni della società e alla loro ammissione alle negoziazioni sul nuovo mercato gestito dalla borsa italiana. Esso ha giocato un ruolo cruciale nell'informare gli investitori sulle condizioni dell'offerta e sulle caratteristiche principali dell'azienda, permettendo loro di effettuare scelte informate basate su una descrizione dettagliata delle strategie aziendali e delle prospettive di crescita.

---

<sup>53</sup> La gestione centralizzata è un approccio organizzativo in cui le decisioni principali e le politiche strategiche sono concentrate all'interno di un ristretto gruppo di dirigenti o in una sede principale di un'organizzazione. Questo modello permette una uniformità nelle decisioni e una facile allineamento degli obiettivi aziendali su larga scala.



## Offerta Pubblica di Sottoscrizione di azioni ordinarie ePlanet S.p.A. e ammissione alle negoziazioni sul Nuovo Mercato

### AVVISO

Ad integrazione della Sezione Terza, Capitolo XI, Paragrafo 11.8 del Prospetto Informativo depositato in data 21 luglio 2000 presso la CONSOB a seguito di nulla-osta comunicato in data 20 luglio 2000 con nota n. 55505 (il "Prospetto Informativo") e dell'avviso di avvenuta pubblicazione del Prospetto Informativo pubblicato in data 21 luglio 2000, si comunica che:

**il prezzo massimo di collocamento al pubblico in Italia delle azioni ePlanet S.p.A. è stato stabilito in:**

**Euro 90  
Corrispondenti a Lire 174.264 per azione<sup>(1)</sup>**

Pertanto, il prezzo massimo di collocamento al pubblico in Italia delle azioni ePlanet S.p.A., calcolato per il Lotto Minimo (pari a n. 25 azioni) è pari a Euro 2.250 corrispondenti a Lire 4.356.607<sup>(2)</sup>

Ad integrazione delle sezioni "Avvertenze per l'investitore" e "Informazioni di sintesi sul profilo dell'Emittente" del Prospetto Informativo si comunica che:

1) I moltiplicatori di prezzo riferiti al prezzo massimo per azione sono i seguenti<sup>(3)</sup>:

Prezzo per azione (Lire)	174.264
Prezzo per azione (Euro)	90
Prezzo/Patrimonio Netto per azione	124
Enterprise value / Ricavi netti	64,35

(a) L'Enterprise Value è pari alla somma del prezzo per azione moltiplicato per il numero delle azioni in circolazione prima dell'aumento di capitale oggetto dell'Offerta Globale e l'indebitamento finanziario netto al 31 dicembre 1999

2) Sulla base del prezzo massimo stabilito, la capitalizzazione di borsa di ePlanet S.p.A. risulta essere pari a Euro 675 milioni corrispondenti a Lire 1.307 miliardi<sup>(4)</sup> anche in caso di integrale esercizio della greenshoe.

3) Sulla base del prezzo massimo stabilito si prevede che il ricavo derivante dall'aumento di capitale di ePlanet S.p.A., ammonterà a circa Euro 135 milioni corrispondenti a Lire 261.396.450.000 anche in caso di integrale esercizio della greenshoe.

Si segnala altresì, ad integrazione delle informazioni contenute nel Prospetto Informativo, Capitolo XI, Paragrafo 11.19 ("Commissioni e spese relative all'operazione di collocamento") che i soci ePlanet che hanno concesso l'opzione greenshoe ed i Global Coordinators hanno concordato commissioni per l'esercizio dell'opzione greenshoe per un importo sino al 5,5% del corrispettivo del prezzo di acquisto delle azioni oggetto di detta opzione.

Si segnala infine, ad integrazione del Capitolo I, Paragrafo 1.6.4 del Prospetto Informativo ("Procedimenti Giudiziari e arbitrati") che in data 21 luglio 2000 Telecom Italia S.p.A., a seguito di un procedimento d'urgenza promosso dalla stessa nei confronti di Planetnetwork S.p.A. e conclusosi in data 22 giugno 2000 con il rigetto da parte del Tribunale di Milano del ricorso presentato da Telecom Italia S.p.A., ha instaurato un procedimento di merito, chiedendo il risarcimento dei pretesi danni in relazione ad asseriti atti di concorrenza sleale connessi alla diffusione della campagna pubblicitaria avviata da Planetnetwork S.p.A. a partire da maggio 2000, per circa Lire 30 miliardi. Il management della società ritiene, tuttavia, che le pretese vantate da Telecom Italia S.p.A. siano totalmente infondate.

(1) Arrotondamento per difetto rispetto a Lire 174.264,30

(2) Arrotondamento per difetto rispetto a Lire 4.356.607,50

(3) Moltiplicatori calcolati utilizzando come denominatore il prodotto del prezzo massimo per azione per il numero di azioni anteriori all'Offerta Globale, pari a n. 6.000.000.

(4) Arrotondamento per eccesso rispetto a Lire 1.306.982.250.000

Milano, 26 luglio 2000

COORDINATORE DELL'OFFERTA



COORDINATORE DELL'OFFERTA SPONSOR E SPECIALISTA



ePlanet S.p.A. sede legale: Via Romboni 11 - 20131 Milano - capitale sociale L.: Lire 6.000.000.000 - iscritta al Registro delle Imprese di Milano al n. 208894/1999 - REA 1595443 - Codice Fiscale e P.IVA 12897160151

Questo documento ha delineato i dettagli dell'operazione, comprese le caratteristiche dell'offerta e le informazioni finanziarie essenziali su ePlanet, permettendo così agli investitori di valutare il potenziale di investimento nell'azienda. Inoltre, ha offerto una panoramica dettagliata della struttura dell'offerta, della destinazione dei ricavi e delle prospettive future dell'azienda, oltre a delineare i rischi associati all'investimento. Questo ha consentito agli investitori di comprendere meglio la posizione di mercato di ePlanet e le sue strategie di crescita, contribuendo a stabilire una base solida per le loro decisioni di investimento.



Avviso

Offerta Pubblica di Sottoscrizione  
di azioni ordinarie ePlanet S.p.A.  
e loro ammissione alle negoziazioni  
sul Nuovo Mercato organizzato e gestito  
dalla Borsa Italiana S.p.A.

Ad integrazione della Sezione Terza, Capitolo XI, Paragrafo 11.8 del Prospetto Informativo depositato in data 21 luglio 2000 presso la Consob a seguito di nulla-osta comunicato in data 20 luglio 2000 con nota n. 55505 (il "Prospetto Informativo") e dell'avviso di avvenuta pubblicazione del Prospetto Informativo pubblicato in data 21 luglio 2000, si comunica che:

**il prezzo di offerta delle azioni ePlanet S.p.A. è stato stabilito in:**

**EURO 80**

**Corrispondenti a Lire 154.902 per azione<sup>(1)</sup>**

Si comunica, altresì, ad integrazione della Sezione Terza, Capitolo XI, Paragrafi 11.13 e 11.14 del Prospetto Informativo, che il pagamento integrale del prezzo di offerta delle azioni e la messa a disposizione delle stesse agli aventi diritto avranno luogo in data 3 agosto 2000.

<sup>(1)</sup> Arrotondamento per eccesso rispetto a Lire 154.901,6

Milano, 30 luglio 2000

COORDINATORE DELL'OFFERTA



COORDINATORE DELL'OFFERTA SPONSOR E SPECIALISTA



ePlanet S.p.A. sede legale: Via Rembrandt 11 - 20131 Milano - capitale sociale Lit.: Lire 6.000.000.000 - iscritta al Registro delle imprese di Milano al n. 208804/1999 - REA 1595443 - Codice Fiscale e P.IVA 12897160151

Attraverso questo documento, ePlanet ha potuto comunicare in modo trasparente e dettagliato le proprie ambizioni di espansione e consolidamento nel settore delle telecomunicazioni, contribuendo così a stabilizzare la fiducia degli investitori nel contesto di un mercato dinamico e competitivo. Inoltre, il prospetto ha assicurato che tutti i requisiti legali e regolamentari fossero rispettati, facilitando il processo di quotazione in borsa e garantendo una maggiore visibilità e accesso al capitale di mercato.



Avviso relativo ai  
**Risultati dell'Offerta Globale  
di n. 1.500.000 azioni ordinarie  
ePlanet S.p.A (le "Azioni")**

alla data del 28 luglio 2000, giorno di chiusura dell'Offerta Pubblica Sottoscrizione, sono complessivamente pervenute richieste per n. 8.041.175 Azioni da parte di n. 28.411 richiedenti, così ripartite:

n. 789.900 azioni da parte di n. 26.281 richiedenti appartenenti al Pubblico Indistinto;  
n. 2.900 Azioni da parte di n. 58 Dipendenti ed Agenti di ePlanet S.p.A. o di società del Gruppo ePlanet meglio identificati nel Prospetto Informativo depositato presso la Consob in data 21 luglio 2000 (di seguito i "Dipendenti" e gli "Agenti");

n. 74.475 Azioni da parte di n. 1.964 Abbonati ai servizi di accesso a internet offerti da ePlanet o da società del Gruppo ePlanet e Clienti delle società del Gruppo ePlanet meglio identificati nel Prospetto Informativo (di seguito gli "Abbonati" ed i "Clienti");

n. 7.173.900 Azioni da parte di n. 108 Investitori Istituzionali, di cui n. 2.491.175 Azioni da parte di n. 50 Investitori Professionali Italiani e n. 4.682.725 Azioni da parte di n. 58 Investitori Istituzionali Esteri.

Le Azioni assegnate, per un totale di n. 1.500.000 \* sono state ripartite fra un totale di n. 17.019 assegnatari così suddivisi:

n. 372.625 Azioni a n. 14.905 assegnatari appartenenti al Pubblico Indistinto;

n. 2.900 Azioni a n. 58 assegnatari appartenenti ai Dipendenti ed Agenti;

n. 74.475 Azioni a n. 1.964 assegnatari appartenenti agli Abbonati e Clienti;

n. 420.000 \* Azioni a n. 37 Investitori Professionali Italiani;

n. 630.000 \* Azioni a n. 55 Investitori Istituzionali Esteri.

\* Tale numero non include le azioni oggetto dell'opzione Greenshoe, di cui al paragrafo 11.18, Capitolo XI, Sezione Terza del Prospetto Informativo.

Milano, 2 agosto 2000

COORDINATORE DELL'OFFERTA



COORDINATORE DELL'OFFERTA SPONSOR E SPECIALISTA



ePlanet S.p.A. sede legale: Via Romboni 11 - 20131 Milano - capitale sociale L.1: Lire 6.000.000.000 - iscritta al Registro delle Imprese di Milano al n. 208894/1999 - REA 1595443 - Codice Fiscale e P.IVA 12897160151

L'avviso relativo ai risultati dell'offerta globale di azioni di ePlanet ha rappresentato un momento significativo per l'azienda, segnando il completamento dell'offerta pubblica di sottoscrizione e l'ammissione delle azioni al trading sul mercato. Questo documento ha avuto il compito di informare il pubblico e gli investitori sul successo dell'offerta, evidenziando l'interesse suscitato tra i vari tipi di investitori, sia privati che istituzionali. Facendo ciò, ePlanet ha potuto dimostrare la fiducia che il mercato riponeva nel suo potenziale di crescita e consolidamento nel settore delle telecomunicazioni. Inoltre, questo avviso ha garantito la trasparenza del processo di offerta, assicurando che tutte le parti interessate fossero correttamente informate riguardo l'esito e la distribuzione delle azioni, consolidando così la reputazione di ePlanet come un'entità affidabile e attraente per gli investimenti futuri.

### 3.11 Sintesi dei dati rilevanti relativi agli strumenti finanziari e all'offerta globale

La sintesi presentata riguardava i dati salienti degli strumenti finanziari e dell'offerta globale di ePlanet S.p.A., un'operazione che venne trattata dettagliatamente nel prospetto informativo, soprattutto nelle sezioni prima e seconda. Borsa italiana, con il provvedimento numero 1120 del 14 luglio 2000, aveva autorizzato la quotazione delle azioni ePlanet nel nuovo mercato, regolato dal documento approvato dalla stessa assemblea il 20

dicembre 1999 e successivamente dalla CONSOB con le delibere numeri 12463 e 12469. L'avvio delle negoziazioni era previsto solo dopo aver verificato l'adeguata diffusione delle azioni tra il pubblico.

ePlanet si impegnava a comunicare i risultati finali dell'offerta globale il giorno lavorativo successivo alla chiusura dell'offerta, e a garantire l'assegnazione delle azioni agli aventi diritto entro il quinto giorno lavorativo successivo, attraverso monte titoli S.p.A. . Banca Akros aveva ricevuto l'incarico di sponsor e specialista, conformemente all'articolo 2.3.1 del regolamento, assumendo specifici impegni descritti nella sezione terza, capitolo xii, paragrafo 12.4 del prospetto informativo.

L'operazione prevedeva un'offerta globale di 1.500.000 azioni, risultanti da un aumento di capitale deliberato in data 16 febbraio 2000 e successivamente modificato, che coinvolgeva:

1. Un'offerta pubblica di sottoscrizione di almeno 450.000 azioni, divisa in tre tranches: una generale per il pubblico italiano, una per dipendenti e agenti di ePlanet, e una per abbonati ai servizi internet e clienti delle società del gruppo alla data del prospetto.
2. Un collocamento privato destinato a investitori professionali sia in Italia che all'estero, esclusi Canada e Giappone, con gli stati uniti che vedevano il collocamento riservato ai "qualified institutional buyers" secondo la rule 144 a, esente da registrazione alla SEC.<sup>54</sup>

Inoltre, era stata concessa ai global coordinators un'opzione di greenshoe fino al 15% delle azioni offerte, utilizzabile anche per attività di stabilizzazione del prezzo post quotazione, che poteva essere esercitata entro 30 giorni dall'inizio delle negoziazioni.

L'ammontare complessivo delle azioni oggetto dell'offerta globale, del quantitativo minimo delle azioni oggetto dell'offerta pubblica, con indicazione delle azioni offerte in sottoscrizione e l'ammontare delle azioni oggetto dell'opzione greenshoe, nonché l'intervallo indicativo di valorizzazione del capitale economico dell'emittente, vennero riportati nella seguente tabella:

	Minimo	Massimo
Intervallo indicativo di valorizzazione del capitale economico (Euro milioni)	Euro 390	Euro 540
Intervallo indicativo di valorizzazione del capitale economico (Lire miliardi)	Lire 755,14	Lire 1.045,58
Intervallo indicativo di valorizzazione del capitale economico per Azione (Euro)	Euro 65	Euro 90
Intervallo indicativo di valorizzazione del capitale economico per Azione (Lire)	Lire 125,85	Lire 174,26
Controvalore complessivo dell'Offerta Globale (Euro milioni)	97,5	135
Controvalore complessivo dell'Offerta Globale (Lire miliardi)	188,79	261,40
Numero azioni emesse	1.500.000	1.500.000
Percentuale del capitale sociale offerto in sottoscrizione	20%	20%
Capitale sociale post-Offerta Globale (Euro milioni)	3,87	3,87
Capitale sociale post-Offerta Globale (Lire miliardi)	7,5	7,5
Numero azioni emesse post-Offerta Globale	7.500.000	7.500.000
Opzione <i>Greenshoe</i>	225.000	225.000

La seguente tabella illustra la compagine sociale della società nell'ipotesi di totale collocamento delle n. 1.500.000 azioni oggetto dell'offerta globale.

<sup>54</sup> La Securities and Exchange Commission (SEC) è un'agenzia federale degli Stati Uniti incaricata di regolare i mercati di azioni e obbligazioni. La sua missione è proteggere gli investitori, mantenere mercati finanziari equi, efficienti e trasparenti, e facilitare la formazione di capitale. La SEC vigila sulla conformità alle leggi federali sui titoli, regola le borse valori, i broker-dealer, gli advisor di investimento, e altri partecipanti nel settore dei titoli. Inoltre, la SEC è responsabile per l'approvazione e la supervisione delle disclosure finanziarie delle società quotate.

Azionisti	N. Azioni prima dell'Aumento del capitale sociale al servizio dell'Offerta Globale	% capitale sociale	Aumento di capitale	N. Azioni dopo l'Aumento del capitale sociale al servizio dell'Offerta Globale	% capitale sociale	N. Azioni dopo l'Offerta Globale (*)	% capitale sociale
Telefin B.V.	2.310.912	38,51%	-	2.310.912	30,81%	2.224.264	29,66%
Holbrook B.V.	1.002.457	16,71%	-	1.002.457	13,37%	964.859	12,86%
ME.FIN International B.V.	819.663	13,66%	-	819.663	10,93%	788.928	10,52%
Delius S.p.r.l.	439.597	7,33%	-	439.597	5,86%	423.104	5,64%
Family Participations S.A.	422.554	7,04%	-	422.554	5,63%	406.714	5,42%
Talent S.p.r.l.	402.518	6,71%	-	402.518	5,37%	387.421	5,17%
En Avant Ltd.	385.241	6,42%	-	385.241	5,14%	370.796	4,94%
Azionisti con partecipazioni inferiori al 2%	217.058	3,62%	-	217.058	2,89%	208.914	2,78%
Mercato	-	-	1.500.000	1.500.000	20%	1.725.000	23,00%
<b>Totale</b>	<b>6.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>1.500.000</b>	<b>7.500.000</b>	<b>100%</b>	<b>7.500.000</b>	<b>100%</b>

(\*) In caso di integrale esercizio della Greenshoe.

Nel caso di completa adesione all'offerta globale, la quota degli attuali azionisti di ePlanet, che detenevano partecipazioni superiori al 2% per un totale del 96,3% del capitale sociale, sarebbe stata ridotta al 77,1% del capitale, prima dell'esercizio dell'opzione di greenshoe. Questo dettaglio era descritto con maggiore precisione nella sezione prima, capitolo iii, paragrafo 3.2 del prospetto informativo.

Il prezzo massimo delle azioni, denominato prezzo massimo, era stato determinato seguendo le modalità esplicitate nella sezione terza, capitolo xi, paragrafo 11.8. Tale prezzo sarebbe stato comunicato al pubblico il giorno precedente l'inizio dell'offerta pubblica tramite un avviso integrativo sui quotidiani "il sole 24 ore" e "mf-Milano finanza". Questo avviso, che sarebbe stato inviato anche alla CONSOB, avrebbe incluso informazioni sui moltiplicatori di prezzo e una stima del ricavato dell'offerta globale.

Il prezzo di offerta, unico sia per l'offerta pubblica, ad eccezione dello sconto del 10% per i dipendenti e agenti, che per il collocamento privato, sarebbe stato stabilito seguendo le procedure descritte nel paragrafo 11.8 della sezione terza e comunicato al pubblico, nonché alla CONSOB, entro due giorni dalla chiusura dell'offerta pubblica attraverso la pubblicazione di un ulteriore avviso integrativo sui quotidiani "il sole 24 ore" e "mf Milano finanza".

La tabella che segue illustrava le principali date previste per l'operazione:

Comunicazione del Prezzo Massimo	Entro il 26 luglio 2000
Periodo di Offerta	27/28 luglio 2000
Comunicazione del Prezzo d'Offerta	1° agosto 2000
Comunicazione delle assegnazioni	Entro il 2 agosto 2000
Data del pagamento/inizio delle negoziazioni	Indicativamente entro il 4 agosto 2000

I proventi derivanti dal collocamento delle azioni, originati dall'aumento di capitale a servizio dell'offerta globale descritta nella sezione prima, capitolo vi, paragrafo 6.12 del prospetto informativo, erano stati stimati basandosi su un intervallo indicativo di valorizzazione del capitale economico. Tale intervallo variava da un minimo di 97,5 milioni di euro, circa 189 miliardi di lire, a un massimo di 135 milioni di euro, circa 261 miliardi di lire.

I proventi netti dell'offerta globale erano destinati a finanziare la fase iniziale dello sviluppo delle infrastrutture di rete in fibra ottica, nonché lo sviluppo di servizi avanzati di trasmissione dati e internet. Altri utilizzi prevedevano la realizzazione di infrastrutture necessarie per i servizi in modalità asp e per piattaforme e-

commerce, oltre al rafforzamento del marchio e alle esigenze di gestione corrente. Inoltre, questi fondi erano destinati al rimborso completo di due linee di credito concesse dalla banca popolare di Milano e successivamente estese a planetnetwork, per un importo massimo di 30 milioni di euro.

Il consiglio di amministrazione di ePlanet, il 10 aprile 2000, aveva dato mandato al presidente e amministratore delegato di convocare un'assemblea straordinaria per deliberare un aumento di capitale per l'emissione gratuita di warrants a favore della banca popolare di Milano. Questi warrants, convertibili<sup>55</sup> al 90% del prezzo di offerta, avevano un prezzo globale di esercizio pari a 7,5 milioni di euro, corrispondente al 50% dell'ammontare nominale della linea di credito accordata.

Il 9 maggio 2000, era stato inoltre dato mandato di convocare un'assemblea per deliberare un ulteriore aumento di capitale per la conversione di warrants gratuiti a favore di Andersen consulting. Il numero esatto di warrants sarebbe stato determinato in base al prezzo di offerta, assicurando che il prezzo globale di esercizio fosse equivalente a 5 miliardi di lire.

In aggiunta, il consiglio di amministrazione aveva proposto di delegare l'aumento di capitale per un massimo di 45.000 azioni, al servizio della conversione di altrettanti warrants gratuiti destinati ai partner commerciali e strategici del gruppo. Il prezzo globale di esercizio dei warrants sarebbe stato pari a 3,6 miliardi di lire, con l'assegnazione prevista entro fine anno basata sul raggiungimento di specifici obiettivi commerciali.

L'assemblea straordinaria per deliberare sugli aumenti di capitale necessari alla conversione dei warrants a favore di banca popolare di Milano, Andersen consulting e Guidotto pubblicità era stata convocata per il 28 luglio 2000 in prima convocazione ed il 1° agosto 2000 in seconda convocazione.

### 3.12 Intermediari incaricati del collocamento per l'OPA

Il 30 maggio 2021, Marbles S.p.A. ha annunciato, conformemente all'articolo 102, comma 1, del decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 e alle modifiche successive, nonché all'articolo 37 del regolamento adottato dalla CONSOB con la delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e alle sue revisioni, di aver deciso di avviare un'offerta pubblica di acquisto volontaria per acquisire l'intero pacchetto di azioni ordinarie di Reti Telematiche Italiane S.p.A., nota come Retelit S.p.A. .

L'offerta riguardava tutte le azioni ordinarie di Retelit, escluso il pacchetto di 47.223.396 azioni, corrispondente al 28,748% del capitale sociale, già in possesso di Marbles, sia direttamente sia attraverso la sua controllata Fiber 4.0 S.p.A. .

L'offerta proponeva un corrispettivo di 2,85 euro per ogni azione aderente, includendo un premio del 10,7% rispetto al prezzo ufficiale delle azioni del 28 maggio 2021 e un ulteriore premio del 30,3% sulla media

---

<sup>55</sup> I warrants convertibili sono strumenti finanziari che conferiscono al detentore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare azioni della società emittente a un prezzo prestabilito entro una data specifica. Questi warrants sono detti convertibili perché possono essere convertiti in un numero predefinito di azioni della società. Sono spesso emessi insieme a obbligazioni o azioni preferenziali come un incentivo aggiuntivo per gli investitori, offrendo la possibilità di partecipare all'aumento del valore dell'azienda senza richiedere un'immediata esposizione completa al rischio azionario.

ponderata per i volumi degli ultimi dodici mesi. Ulteriori dettagli sul calcolo del premio erano forniti nel paragrafo 2.2 della comunicazione. Gli elementi legali chiave e le caratteristiche principali dell'offerta sono stati riassunti in tale annuncio, rimandando a un documento di offerta dettagliato, redatto secondo il modello 2a dell'allegato 2 del regolamento degli emittenti, che sarebbe stato pubblicato seguendo le modalità e i tempi previsti dalla normativa vigente.

### 3.13 Offerente e soggetti controllanti

Marbles S.p.A. fu fondata il 17 settembre 2020 come società a responsabilità limitata e si trasformò in società per azioni il 27 aprile 2021. Con sede legale in piazza Cavour 17, 00193 Roma, l'entità operava come società per azioni con un unico socio e risultava registrata presso il registro delle imprese di Roma con codice fiscale e partita IVA n. 11399410965 e numero REA<sup>56</sup> RM-1638006. La società aveva una durata prevista fino al 31 dicembre 2050, e al momento della comunicazione il capitale sociale, interamente sottoscritto e versato, ammontava a 100.000 euro.

Il capitale sociale di Marbles era interamente posseduto da Lesod SPV 2020 S.L.U., una società unipersonale spagnola fondata il 15 gennaio 2020, con sede in Calle Orense 34, 10° piano, 28020 Madrid, Spagna. Lesod, a sua volta, era detenuta completamente da Marble Holdco Limited, una società privata britannica istituita l'11 settembre 2020 con sede in 160 Victoria Street, Nova South, 9° piano, SW1E 5LB Londra, Regno Unito. Infine, Marble Holdco fu completamente posseduta da Marble Topco Limited, un'altra società privata britannica fondata il 10 settembre 2020 con sede legale identica alla sua controllata.

Gli investimenti in Marble Holdco furono previsti da Halifax Regional Municipality Master Trust, KTCU HL Infrastructure Master Fund LP, Hamilton Lane Infrastructure Fund Holdings-2 LP, Municipal Employees' Retirement System of Michigan, RMSO3 e NPSSF Debt Co 3 S.à r.l., oltre a possibili altri partner limitati dei fondi Asterion, o società affiliate, che avrebbero sottoscritto azioni non votanti di Marbles Holdco prima della data di pagamento del corrispettivo. Inoltre, Clearway Capital Advisor GmbH, una società di investimento tedesca guidata da Dr. Gianluca Ferrari, all'epoca amministratore dell'emittente, avrebbe potuto investire in Marble Holdco, direttamente o tramite società affiliate, acquistando azioni non votanti, subordinatamente a determinate condizioni. Questi co-investimenti non avrebbero influenzato il controllo esclusivo esercitato da Asterion su Marble Holdco e, indirettamente, su Marbles.

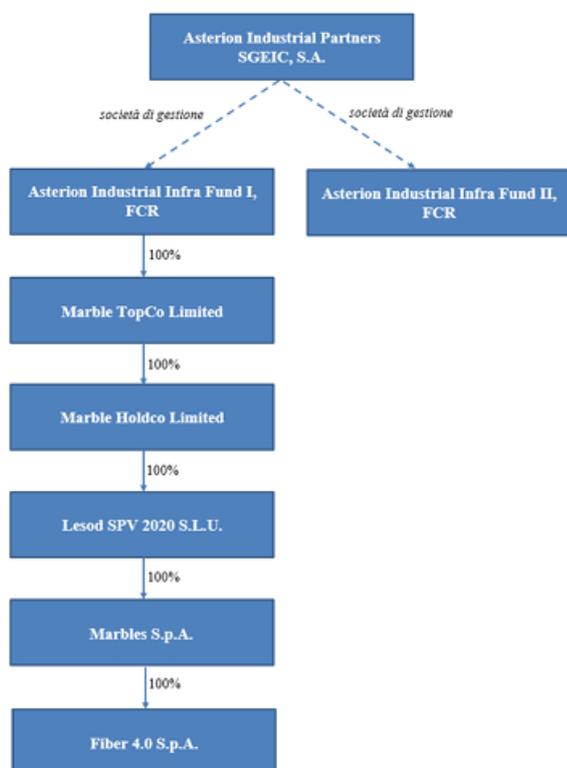
Il controllo di Marble Topco fu esercitato da Asterion Industrial Infra-Fund I, FCR, un fondo di private equity spagnolo istituito il 16 novembre 2018 e gestito da Asterion Industrial Partners SGEIC, S.A., operante da Madrid dal 11 luglio 2018. Il fondo era indirettamente controllato dal sig. Jesús Olmos. Era anche previsto che il secondo fondo Asterion, costituito il 4 febbraio 2021, partecipasse all'operazione attraverso un proprio

---

<sup>56</sup> Il numero REA (Repertorio Economico Amministrativo) è un codice univoco assegnato a ogni impresa e professionista iscritto nella Camera di Commercio in Italia. Questo numero serve a identificare l'impresa all'interno del registro delle imprese e contiene informazioni relative alla sua attività economica, come dati anagrafici, forma giuridica, e dettagli sull'ubicazione. Il numero REA è utilizzato per facilitare le transazioni commerciali e per garantire la trasparenza e la tracciabilità delle operazioni economiche delle imprese.

veicolo di investimento sottoscrivendo azioni votanti di Marble Holdco prima della data di pagamento del corrispettivo.

Si riporta di seguito una rappresentazione grafica della catena di controllo dell'offerente alla data della presente comunicazione:



Per effetto della catena partecipativa di cui sopra, alla data della presente comunicazione l'offerente era indirettamente controllato, ai sensi dell'art. 93 del T.U.F. e dell'art. 2359 c.c., da Asterion, nella sua qualità di società di gestione del fondo Asterion. A sua volta, Asterion era indirettamente controllata dal sig. Jesús Olmos.

### 3.14 Persone che hanno agito di concerto con l'offerente in relazione all'offerta

Conformemente all'articolo 101-bis, comma 4-bis, lettere b) e c) del T.U.F., furono identificate come persone che agivano di concerto con l'offerente in relazione all'offerta, secondo quanto stabilito dall'articolo 37, comma 1, lettera b) del regolamento emittenti, le seguenti entità: il sig. Jesús Olmos, in qualità di controllante indiretto di Asterion, insieme ad Asterion stesso, il fondo Asterion, Marble Topco, Marble Holdco e Lesod, considerati soggetti che detenevano, direttamente o indirettamente, il controllo sull'offerente ai sensi dell'articolo 93 del T.U.F.; il secondo fondo Asterion, visto come parte dello stesso gruppo di controllo dell'offerente; e Fiber 4.0, in quanto entità sotto il controllo diretto dell'offerente.

L'offerente restò l'unico responsabile per la promozione dell'offerta e per l'acquisto delle azioni oggetto dell'offerta che sarebbero state conferite, nonché per l'assunzione degli oneri finanziari connessi al pagamento del corrispettivo.

### 3.15 Emittente

L'emittente Reti Telematiche Italiane S.p.A., nota come Retelit S.p.A., è una società per azioni di diritto italiano. La sede legale si trova in Via Pola 9, 20124, Milano, e l'azienda è registrata al registro delle imprese di Milano Monza Brianza Lodi con codice fiscale e partita IVA n. 12897160151 e numero REA MI-1595443. Alla data della presente comunicazione, il capitale sociale di Retelit ammontava a 144.208.618,73 euro, interamente sottoscritto e versato, e suddiviso in 164.264.946 azioni ordinarie senza valore nominale.

Per quanto noto all'offerente, basandosi su informazioni pubbliche disponibili alla stessa data, Retelit possedeva indirettamente, tramite la propria controllata Retelit Digital Services S.p.A., 4.185.636 azioni di Retelit, corrispondenti al 2,55% del capitale sociale. Le azioni di Retelit erano quotate sul segmento STAR del mercato telematico azionario organizzato e gestito dalla Borsa Italiana S.p.A., con codice ISIN<sup>57</sup> IT0004370463, ed erano soggette a regime di dematerializzazione ai sensi dell'articolo 83-bis del T.U.F.

La tabella che segue riportava i soggetti, diversi da Marbles, che, alla data della presente comunicazione – sulla base delle comunicazioni trasmesse ai sensi dell'art. 120, comma 2, del T.U.F., e della parte iii, titolo iii, capo i, sezione i, del regolamento emittenti, così come pubblicate sul sito internet di CONSOB – risultavano detenere una quota del capitale sociale o dei diritti di voto dell'emittente superiore al 5%.

<b>Dichiarante ovvero soggetto posto al vertice della catena partecipativa</b>	<b>Azionista diretto</b>	<b>% sul capitale sociale dell'Emittente</b>
LPTIC – Libyan Post Telecommunications Information Technology Company	Bousval S.p.A. SIREFID S.p.A. (intestazione fiduciaria)	14,369%
Michael Ebner	Athesia Tyrolia Druck GmbH Athesia Druck S.r.l. Athesia S.p.A.	8,285%

Le percentuali sopra riportate, tratte dal sito della CONSOB e derivanti dalle comunicazioni rese dagli azionisti ai sensi dell'art. 120 del T.U.F., sarebbero potute non risultare aggiornate e/o in linea con i dati elaborati e resi pubblici da altre fonti, incluso il sito internet dell'emittente, qualora successive variazioni della partecipazione non avessero comportato obblighi di comunicazione ai sensi dell'art. 120 del T.U.F. in capo agli azionisti.

<sup>57</sup> Il codice ISIN (International Securities Identification Number) è un codice alfanumerico univoco che identifica specifici titoli finanziari come azioni, obbligazioni, derivati e altri strumenti finanziari a livello globale. Comprensivo di 12 caratteri, il codice inizia con un prefisso di due lettere che rappresenta il paese di emissione del titolo, seguito da una sequenza numerica e un carattere di controllo finale. L'ISIN facilita il trading e il monitoraggio dei titoli sui mercati finanziari internazionali, standardizzando l'identificazione degli strumenti finanziari tra diversi paesi e piattaforme di trading.

### 3.16 Categoria e quantitativo degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta

L'offerta riguardava 117.041.550 azioni di Retelit, che rappresentavano la totalità delle azioni emesse da Retelit alla data di quella comunicazione, escluse le 47.223.396 azioni detenute da Marbles, sia direttamente che indirettamente tramite Fiber 4.0.

Le azioni destinate a essere portate in adesione all'offerta dovevano essere liberamente trasferibili all'offerente e prive di qualsiasi vincolo o onere, sia esso reale, obbligatorio o personale. Era possibile che il numero di azioni oggetto dell'offerta diminuisse a seguito di eventuali acquisizioni di azioni Retelit effettuate dall'offerente o dalle persone che agivano di concerto, prima dell'inizio del periodo di adesione o durante lo stesso, incluso un eventuale prolungamento del periodo, nel rispetto e nei limiti della normativa vigente.

Questi eventuali acquisti sarebbero stati comunicati tempestivamente al mercato, conformemente all'articolo 41, comma 2, lettera c, del regolamento emittenti. L'offerta era formulata in modo uniforme e nelle stesse condizioni a tutti i titolari delle azioni oggetto dell'offerta.

### 3.17 Corrispettivo dell'offerta e controvalore complessivo dell'offerta

Nel caso in cui le condizioni di efficacia dell'offerta fossero state soddisfatte o rinunciate, permettendo così la conclusione dell'offerta, l'offerente aveva stabilito di pagare un corrispettivo di 2,85 euro per ogni azione che sarebbe stata portata in adesione all'offerta.

Questo corrispettivo era al netto di imposta di bollo<sup>58</sup>, imposta di registro<sup>59</sup> e dell'imposta sulle transazioni finanziarie<sup>60</sup> italiane, ove applicabili. Tutte le spese, compensi e provvigioni erano a carico dell'offerente, mentre eventuali imposte sul reddito, ritenute d'acconto o imposte sostitutive dovute sulla plusvalenza realizzata rimanevano a carico degli aderenti all'offerta.

Il prezzo ufficiale di ogni azione Retelit, registrato alla chiusura del mercato il 28 maggio 2021, giorno precedente alla comunicazione dell'offerta, era di 2,571 euro. Di conseguenza, il corrispettivo offriva un premio del 10,7% su tale valore.

Il corrispettivo incorporava i seguenti premi rispetto alla media, ponderata per i volumi scambiati<sup>61</sup>, dei prezzi ufficiali delle azioni Retelit nei periodi di seguito indicati:

---

<sup>58</sup> L'imposta di bollo è un tributo che si applica alla redazione di documenti che hanno rilevanza legale o fiscale, come contratti, ricevute e atti notarili. In Italia, l'imposta di bollo ha lo scopo di confermare ufficialmente la validità di tali documenti attraverso l'apposizione di una marca da bollo o il pagamento di un diritto fisso. L'importo dell'imposta varia in base al tipo di documento e al suo valore economico o alla sua natura giuridica. Questa tassa è generalmente a carico di chi richiede il documento o ne trae beneficio.

<sup>59</sup> L'imposta di registro è un tributo diretto applicato in Italia sulla registrazione di atti, contratti e documenti che devono essere formalmente registrati per acquisire validità giuridica o per essere utilizzabili in giudizio. Questa imposta si applica a vari tipi di documentazione, inclusi trasferimenti di proprietà, contratti di locazione e atti societari. L'importo dell'imposta di registro può essere fisso o proporzionale, a seconda della natura dell'atto e del suo valore economico.

<sup>60</sup> L'imposta sulle transazioni finanziarie, nota anche come Tobin Tax o Financial Transaction Tax (FTT), è un'imposta applicata alle transazioni di strumenti finanziari, come azioni, obbligazioni e derivati. Lo scopo di questa tassa è ridurre la speculazione finanziaria, aumentare le entrate fiscali e stabilizzare i mercati finanziari. L'aliquota e le modalità di applicazione variano a seconda del paese, ma generalmente l'imposta è calcolata come una piccola percentuale del valore della transazione.

<sup>61</sup> I volumi scambiati si riferiscono al numero totale di azioni, obbligazioni o altri strumenti finanziari che vengono comprati e venduti in un determinato mercato durante uno specifico periodo di tempo.

<b>Periodo di Riferimento</b>	<b>Prezzo medio ponderato<sup>2</sup> (Euro)</b>	<b>Premio dell'Offerta</b>
28 maggio 2021 (ultimo giorno di mercato prima dell'annuncio)	2,57	10,7%
1 mese prima dell'annuncio	2,52	13,2%
3 mesi prima dell'annuncio	2,38	19,7%
6 mesi prima dell'annuncio	2,34	21,8%
12 mesi prima dell'annuncio	2,19	30,3%

Il controvalore massimo complessivo dell'offerta, assumendo che tutte le 117.041.550 azioni oggetto dell'offerta fossero portate in adesione, incluse le azioni proprie, e basandosi sul corrispettivo, ammonta a 333.568.417,50 euro definito come "esborso massimo".

In conformità all'articolo 37-bis del regolamento emittenti, l'offerente garantiva la piena capacità di soddisfare tutti gli impegni relativi al pagamento del corrispettivo fino all'esborso massimo. L'offerente prevedeva di coprire finanziariamente l'esborso massimo utilizzando fondi propri, avendo beneficiato dei capitali che sono stati forniti a Marbles da Marble holdco attraverso lesod. Marble holdco, a sua volta, si procurerà le necessarie risorse finanziarie attraverso il secondo fondo Asterion, mediante un veicolo di sua proprietà, e i co-investitori, tramite apporti di capitale e un finanziamento.

Per dettagli aggiuntivi riguardo le modalità di finanziamento dell'offerta, si rimandava al documento di offerta.

### 3.18 Periodo di adesione all'offerta

Il periodo durante il quale fu possibile aderire all'offerta fu stabilito dall'offerente in accordo con Borsa Italiana, in conformità con l'articolo 40, comma 2, lettera b del regolamento emittenti. La durata di tale periodo variava da un minimo di quindici giorni a un massimo di quaranta giorni di borsa aperta<sup>62</sup>, con la possibilità di una proroga. Inoltre, l'offerta era regolata anche dalle norme contenute nell'articolo 40-bis del regolamento emittenti, riguardanti la possibilità di riapertura del periodo di adesione, laddove fossero applicabili.

I dettagli specifici sui termini e le condizioni per aderire all'offerta, nonché le date esatte del periodo di adesione, furono illustrati nel documento di offerta.

<sup>62</sup> "Borsa aperta" si riferisce al periodo durante il quale una borsa valori è operativa e le transazioni di compravendita di titoli sono attive. Questo termine denota le ore ufficiali di trading durante le quali investitori e trader possono scambiare azioni, obbligazioni, e altri strumenti finanziari attraverso il sistema di negoziazione della borsa. Gli orari di apertura variano a seconda della borsa specifica e sono stabiliti per facilitare il commercio tra investitori di diverse zone geografiche.

### 3.19 Data di pagamento del corrispettivo

Il pagamento del corrispettivo ai titolari delle azioni che avevano aderito all'offerta, e il contestuale trasferimento della titolarità di tali azioni all'offerente, furono effettuati in contanti. Questo avvenne il quinto giorno di borsa aperta successivo alla conclusione del periodo di adesione, come specificato nel documento di offerta. Tale data poté subire variazioni a causa di eventuali proroghe o altre modifiche all'offerta, in linea con le disposizioni di legge o regolamentari vigenti, e fu indicata come la "data di pagamento".

### 3.20 Modifiche all'offerta

Nell'ambito delle normative vigenti e, in particolare, conformemente ai limiti e alle modalità delineate dall'articolo 43 del regolamento emittenti, l'offerente ebbe la possibilità di prorogare il periodo di adesione o di apportare altre modifiche all'offerta. Tali cambiamenti potevano essere effettuati fino al giorno precedente la data prevista per la chiusura del periodo di adesione. In caso di modifiche all'offerta, la conclusione del periodo di adesione non avvenne prima di tre giorni lavorativi successivi alla data in cui la modifica fu resa pubblica.

### 3.21 Presupposti giuridici dell'offerta

L'offerta fu un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria, attuata conformemente agli articoli 102 e 106, comma 4, del testo unico della finanza e alle disposizioni di attuazione specificate nel regolamento emittenti. L'efficacia dell'offerta fu subordinata al verificarsi delle condizioni di efficacia delineate nel successivo paragrafo 7, nonché all'ottenimento delle autorizzazioni necessarie, come descritto nel paragrafo 9.

### 3.22 Motivazioni dell'offerta e programmi futuri dell'offerente

L'offerta fu concepita per acquisire il 100% del capitale sociale di Retelit S.p.A. e per procedere al delisting delle azioni Retelit dal mercato telematico azionario. Questa operazione includeva tutte le 117.041.550 azioni Retelit emesse fino a quella data, incluse le azioni proprie ed escludendo le 47.223.396 azioni detenute direttamente o indirettamente da Marbles tramite Fiber 4.0. Nel caso in cui, al termine dell'offerta, fossero state raggiunte le soglie di partecipazione necessarie, l'offerente intendeva procedere al delisting attraverso la procedura descritta nel successivo paragrafo 5. Se il delisting non fosse avvenuto a seguito dell'offerta, l'offerente si sarebbe riservato la possibilità di perseguire tale obiettivo anche tramite una fusione di Retelit nell'offerente e/o in un'altra società non quotata del gruppo dell'offerente. Tale fusione avrebbe potuto essere promossa anche se il delisting fosse già stato realizzato.

L'offerente riteneva che, una volta delistata<sup>63</sup>, Retelit avrebbe potuto esplorare meglio le potenziali opportunità di crescita, grazie a una semplificazione degli assetti proprietari, una maggiore agilità decisionale sugli investimenti e un accesso diretto a capitali flessibili forniti dall'offerente. Retelit rappresentava una significativa opportunità strategica per l'offerente di penetrare il mercato delle telecomunicazioni italiane con una piattaforma digitale indipendente in espansione. Si riteneva che le attività di Retelit, focalizzate sulla fibra ottica wholesale e sulle soluzioni ICT, potessero rafforzare la posizione dell'offerente in un mercato italiano in evoluzione, caratterizzato da una crescente domanda di servizi wholesale e di banda larga, dalla limitata diffusione della banda ultralarga e dall'emergente utilizzo del 5G. Inoltre, Retelit avrebbe potuto investire in progetti infrastrutturali digitali, tra cui servizi di Fiber to the Home e Fiber to the Tower, aree già esplorate da Retelit.

Dopo il completamento dell'offerta, l'offerente intendeva supportare attivamente il piano industriale e i piani di sviluppo attuali di Retelit, mettendo a disposizione la propria esperienza nel settore delle comunicazioni e collaborando con il management di Retelit per realizzare gli obiettivi di crescita delineati nella strategia pubblica dell'emittente. Non si escludeva, inoltre, la possibilità di valutare in futuro ulteriori operazioni straordinarie e/o riorganizzazioni societarie, coerenti con le motivazioni e gli obiettivi dell'offerta e con i piani di crescita dell'emittente. Al momento attuale, però, non erano state prese decisioni formali dagli organi competenti delle società potenzialmente coinvolte riguardo a tali operazioni.

### 3.23 Revoca delle azioni dell'emittente dalla quotazione

Come precedentemente menzionato, uno degli obiettivi principali dell'offerta era il delisting, ovvero la revoca della quotazione delle azioni Retelit dal mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. Questo processo si configurava come un passaggio chiave per permettere all'emittente di operare al di fuori del mercato pubblico, facilitando una gestione più flessibile e una strategia di sviluppo potenzialmente più agile.

In base all'articolo 108, comma 2, del T.U.F., qualora, a seguito dell'offerta e di un'eventuale proroga del periodo di adesione, l'offerente avesse raggiunto una partecipazione complessiva nell'emittente superiore al 90% ma inferiore al 95% del capitale sociale, l'offerente aveva già dichiarato l'intenzione di non mantenere un flottante adeguato a garantire il regolare andamento delle negoziazioni sul mercato delle azioni Retelit. Per il calcolo della soglia prevista da tale articolo, le azioni proprie, se non portate in adesione all'offerta, sarebbero state incluse nel totale delle partecipazioni detenute dall'offerente senza essere sottratte dal capitale sociale dell'emittente. Nel caso in cui si fossero verificate le condizioni previste, l'offerente avrebbe soddisfatto l'obbligo di acquistare le azioni rimanenti di Retelit su richiesta degli azionisti dell'emittente. Il corrispettivo per ogni azione Retelit sarebbe stato determinato in base agli articoli 108, commi 3 o 4, del T.U.F.

---

<sup>63</sup> Una società delistata è un'azienda che è stata rimossa dall'elenco ufficiale di una borsa valori, cessando quindi di essere negoziata pubblicamente.

Le azioni Retelit sarebbero state revocate dalla quotazione sul mercato telematico azionario dal giorno di borsa aperta successivo all'ultimo giorno di pagamento del corrispettivo per l'obbligo di acquisto, conformemente all'articolo 2.5.1, comma 6, del regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, salvo quanto esposto nel successivo paragrafo 5.2. Di conseguenza, i titolari di azioni Retelit che non avessero aderito all'offerta e che non avessero esercitato il diritto di richiedere l'acquisto delle loro azioni sarebbero rimasti in possesso di strumenti finanziari non negoziati su alcun mercato regolamentato, rendendo più difficile la liquidazione del loro investimento.

Se, al termine dell'offerta e incluse eventuali proroghe del periodo di adesione, l'offerente avesse risultato detenere, direttamente o indirettamente, una partecipazione pari o superiore al 95% del capitale sociale dell'emittente, per effetto delle adesioni all'offerta e degli acquisti fuori offerta conformi alla normativa vigente, l'offerente intendeva esercitare il diritto di acquisto delle azioni rimanenti secondo l'articolo 111 del T.U.F., noto come "diritto di acquisto". L'offerente avrebbe comunicato legalmente la presenza dei presupposti per l'esercizio del diritto di acquisto.

Ulteriori scenari per il delisting includevano la possibilità che emergesse una scarsità di flottante tale da non garantire il regolare andamento delle negoziazioni delle azioni Retelit, circostanza in cui Borsa Italiana avrebbe potuto decidere di sospendere la quotazione delle azioni o procedere al loro delisting. Inoltre, l'offerente si riservava il diritto di procedere al delisting attraverso una fusione per incorporazione dell'emittente nell'offerente o in un'altra società non quotata del suo gruppo. In questo scenario, gli azionisti dell'emittente che non avessero partecipato alla deliberazione di approvazione della fusione avrebbero avuto diritto di recesso, ricevendo in cambio delle loro azioni Retelit titoli non quotati su un mercato regolamentato. In caso di esercizio del diritto di recesso, il valore di liquidazione<sup>64</sup> delle azioni sarebbe stato determinato in base alla media aritmetica dei prezzi delle azioni nei sei mesi precedenti la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea chiamata ad approvare la fusione.

### 3.24 Mercati sui quali è stata promossa l'offerta

L'offerta fu promossa esclusivamente sul territorio italiano e fu indirizzata, in modo non discriminatorio e a condizioni uguali, a tutti i detentori delle azioni Retelit. Non fu promossa negli Stati Uniti, in Canada, in Giappone, in Australia, né in altri paesi dove la promozione dell'offerta o l'adesione a essa non sarebbero state conformi alle normative locali sui mercati finanziari o ad altre leggi e regolamenti locali, o non sarebbero state permesse senza una previa registrazione, approvazione o deposito presso le autorità di vigilanza competenti. Questi paesi, inclusi Stati Uniti, Canada, Giappone e Australia, furono denominati "paesi esclusi".

---

<sup>64</sup> Il valore di liquidazione delle azioni rappresenta l'importo che gli azionisti riceverebbero per ogni azione in loro possesso nel caso in cui l'azienda venisse liquidata, cioè se tutti gli asset fossero venduti e i debiti saldati. Questo valore è calcolato dopo aver pagato tutti i creditori e soddisfatto altri obblighi finanziari. Il valore di liquidazione può differire dal valore di mercato delle azioni, poiché tiene conto del potenziale ricavato degli asset in uno scenario di vendita forzata, che può essere inferiore al loro valore in condizioni di mercato normali.

L'offerta non fu effettuata tramite strumenti di comunicazione o commercio nazionale o internazionale utilizzati nei paesi esclusi, quali la posta, il fax, il telex, la posta elettronica, il telefono e internet, né attraverso le strutture di intermediari finanziari presenti nei paesi esclusi, né in alcun altro modo. Non furono intraprese azioni volte a rendere possibile la promozione dell'offerta in questi paesi esclusi.

Le persone residenti in paesi diversi dall'Italia che desideravano aderire all'offerta potevano trovarsi di fronte a specifici obblighi o restrizioni imposti dalle leggi o dai regolamenti applicabili in quei paesi. Fu responsabilità dei destinatari dell'offerta assicurarsi di rispettare tali normative e, di conseguenza, fu raccomandato di consultare i propri consulenti legali o altri advisor prima di aderire all'offerta per verificare l'esistenza e l'applicabilità di tali norme. L'offerente declinò ogni responsabilità per eventuali violazioni di tali restrizioni da parte di qualsiasi soggetto.

### 3.25 Condizioni di efficacia dell'offerta

L'efficacia dell'offerta fu subordinata al soddisfacimento, o alla rinuncia da parte dell'offerente, di determinate condizioni di efficacia, che furono descritte in dettaglio nel documento di offerta. Queste condizioni includevano:

1. Condizione di soglia minima: l'offerente doveva ottenere, come risultato dell'offerta e di eventuali acquisti esterni conformi alla normativa, una partecipazione diretta e/o indiretta in Retelit pari almeno al 66,67% del capitale sociale dell'emittente. Tuttavia, l'offerente poteva decidere di rinunciare parzialmente a questa condizione, accettando di detenere una partecipazione che raggiungesse almeno il 50% più una azione del capitale sociale.
2. Condizione golden power<sup>65</sup>: entro il secondo giorno di borsa aperta precedente la data di pagamento, l'operazione doveva essere autorizzata senza condizioni dalla presidenza del Consiglio dei ministri, in conformità alle norme sui poteri speciali del governo in materia di investimenti esteri in settori strategici.
3. Condizioni di stabilità: non dovevano verificarsi eventi o circostanze, sia a livello nazionale che internazionale, che potessero influire negativamente in modo significativo sul contesto politico, finanziario, economico, valutario, normativo o di mercato, con effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'offerta o sulla situazione finanziaria dell'emittente o dell'offerente. Questo includeva gli effetti potenzialmente imprevedibili della pandemia di COVID-19.
4. Condizione finanziaria: prima della data di pagamento, le banche finanziatrici dell'emittente dovevano impegnarsi a non richiedere il rimborso anticipato dei finanziamenti esistenti a seguito del cambio di controllo derivante dall'offerta e/o del delisting.

---

<sup>65</sup> Il "Golden Power" si riferisce ai poteri speciali attribuiti al governo italiano per intervenire in settori di importanza strategica, come la difesa, l'energia, i trasporti e le telecomunicazioni. Questi poteri permettono al governo di imporre condizioni o di bloccare acquisizioni, fusioni e altre operazioni aziendali che coinvolgono investitori esteri, per salvaguardare gli interessi nazionali. Il Golden Power è stato introdotto per proteggere gli assets considerati critici per la sicurezza nazionale e l'ordine pubblico dall'influenza di entità non comunitarie o da investimenti ritenuti rischiosi.

L'offerente si riservava il diritto di rinunciare, in tutto o in parte, a queste condizioni di efficacia, di modificarle o di stabilire una soglia minima di partecipazione al 50% più una azione. Eventuali rinunce o modifiche sarebbero state comunicate in conformità alle normative vigenti.

L'adempimento o la mancata realizzazione di queste condizioni sarebbe stato comunicato secondo le modalità previste dall'art. 36 del regolamento emittenti. In caso di mancato avveramento di anche solo una delle condizioni di efficacia, senza che l'offerente esercitasse la facoltà di rinunciare, l'offerta non si sarebbe perfezionata.

### 3.26 Partecipazioni detenute dall'offerente e dalle persone che hanno agito di concerto

Alla data della presente comunicazione, l'offerente possedeva un totale di 47.223.396 azioni Retelit, equivalente al 28,748% del capitale sociale dell'emittente. La distribuzione delle partecipazioni era la seguente:

- Indirettamente, tramite la controllata<sup>66</sup> al 100% Fiber 4.0, l'offerente deteneva 22.771.615 azioni Retelit, che rappresentavano il 13,863% del capitale sociale dell'emittente.
- Direttamente, l'offerente deteneva 24.451.781 azioni Retelit, corrispondenti al 14,885% del capitale sociale dell'emittente.

Inoltre, basandosi su informazioni pubbliche alla data della comunicazione, le uniche azioni Retelit possedute direttamente o indirettamente dall'emittente erano quelle denominate "azioni proprie", detenute attraverso la società controllata Retelit Digital Services S.p.A., che costituivano il 2,55% del capitale sociale di Retelit.

Fiber 4.0 era allora l'unica persona che agiva di concerto con l'offerente a detenere azioni Retelit. Né l'offerente né le persone che agivano di concerto possedevano strumenti finanziari derivati<sup>67</sup> che dessero luogo a una posizione lunga<sup>68</sup> nell'emittente.

### 3.27 Autorizzazioni

Per quanto riguarda la realizzazione dell'offerta, inizialmente non era necessaria alcuna autorizzazione preventiva specifica per la promozione. Tuttavia, considerando che l'efficacia dell'offerta era condizionata anche dalla condizione golden power, l'offerente si impegnò a depositare la necessaria domanda di autorizzazione presso la presidenza del Consiglio dei ministri, seguendo le tempistiche previste dalla legge e,

---

<sup>66</sup> Una società controllata è un'entità aziendale la cui maggioranza delle azioni o il controllo del consiglio di amministrazione è detenuto da un'altra società, nota come società madre o holding.

<sup>67</sup> Gli strumenti finanziari derivati sono contratti il cui valore è derivato dal rendimento di un'entità sottostante, che può essere un'attività, un indice, un tasso di interesse o un altro strumento finanziario. I derivati più comuni includono futures, opzioni, swap e forward. Questi strumenti sono utilizzati per speculazione, copertura del rischio, o per ottenere accesso a mercati altrimenti inaccessibili. I derivati possono essere negoziati in borse regolamentate o mercati over-the-counter (OTC).

<sup>68</sup> Una posizione lunga in termini finanziari indica l'acquisto di un titolo con l'aspettativa che il suo prezzo aumenterà nel tempo.

in ogni caso, prima della promozione dell'offerta, in accordo con l'articolo 102 del T.U.F. e l'articolo 37-ter, comma 1, lettera b) del regolamento emittenti.

È importante notare che in un'operazione precedente, precisamente l'acquisizione di un totale di 16.425.000 azioni Retelit da Axxion S.A. e 400.000 azioni Retelit da Frankfurter Sicav, completata il 21 gennaio 2021, l'autorità garante della concorrenza e del mercato aveva rilasciato l'autorizzazione all'offerente per acquisire il controllo esclusivo su Retelit. Questa autorizzazione era stata formalizzata con il provvedimento n. 28483 del 15 dicembre 2020, in conformità all'articolo 16 della legge 287 del 10 ottobre 1990. Questo dimostrava che l'offerente aveva già affrontato procedure regolatorie simili in passato e aveva ottenuto le approvazioni necessarie, una situazione che poteva influenzare positivamente il processo di autorizzazione per l'offerta corrente.

### 4.1 Introduzione

Questo capitolo è dedicato all'esame approfondito dei multipli finanziari della società, sfruttando i dati storici<sup>69</sup> estratti dopo aver fatto l'accesso al terminale<sup>70</sup> di Bloomberg tramite il ticker "LIT IM", che mi ha permesso di consultare e successivamente esportare i dati finanziari di Retelit S.p.A., compresi i multipli P/E, P/Book, P/Vendite, P/Flussi di Cassa, P/Free Cash Flow, EV/Sales, EV/EBITDA ed EV/EBIT. Questi dati erano originariamente disponibili in formato PDF e coprivano periodi annuali dal 31/12/2000 al 31/12/2020 e semestrali dal 31/12/2001 al 30/06/2021.

Convertendo i PDF in file Excel, ho potuto manipolare e analizzare più efficacemente i dati. Ogni dataset<sup>71</sup> includeva i valori alla fine di ogni periodo, anno o semestre, oltre ai valori massimi, minimi e medi dei multipli in un determinato lasso di tempo compreso nel range del periodo in questione, annuale o semestrale. L'obiettivo principale dell'analisi è stato esplorare come i valori massimi e minimi influenzassero il valore medio di ciascun multiplo, escludendo dall'analisi i valori puntuali di fine periodo.

Per raggiungere tale scopo, ho utilizzato la libreria statsmodels in python, applicando una regressione multipla<sup>72</sup> con il metodo dei minimi quadrati ordinari, OLS, e per visualizzare e analizzare l'effetto dei valori di fluttuazione estrema sui valori medi, ho impiegato un tipo di grafico chiamato component-component plus residual plot. Ho posto come variabili indipendenti i valori massimi e minimi di ciascun multiplo e come variabile dipendente il relativo valore medio.

Lo scopo dell'analisi è stato approfondire la comprensione della stabilità e della volatilità dei multipli finanziari di Retelit S.p.A., identificando l'influenza dei valori massimi e minimi sul valore medio. Questo ha permesso di valutare la resilienza e la reattività della società alle fluttuazioni di mercato, offrendo una base più solida per decisioni di investimento e valutazioni aziendali.

### 4.2 Terminale di Bloomberg

Il terminale di Bloomberg, noto anche come Bloomberg Terminal, è una piattaforma software integrata fornita dalla società Bloomberg L.P., che fornisce strumenti finanziari, dati e analisi in tempo reale per professionisti

---

<sup>69</sup> I dati storici, in un contesto finanziario, si riferiscono a registrazioni passate di variabili economiche o finanziarie, come prezzi di azioni, tassi di interesse, volumi di scambio, e performance di indici di mercato.

<sup>70</sup> Un terminale, nel contesto finanziario, si riferisce a un sistema computerizzato che fornisce accesso in tempo reale a dati di mercato, notizie, analisi finanziarie e strumenti di trading.

<sup>71</sup> Un dataset è una raccolta strutturata di dati, generalmente organizzata in forma tabellare con righe e colonne, dove le righe rappresentano singole osservazioni e le colonne rappresentano variabili specifiche.

<sup>72</sup> La regressione multipla è un metodo statistico utilizzato per modellare la relazione tra una variabile dipendente e due o più variabili indipendenti. Questo metodo estende la regressione lineare semplice includendo più fattori che possono influenzare simultaneamente il risultato. La regressione multipla è comunemente usata per predire il valore di una variabile basandosi su vari predittori e per analizzare l'impatto di ciascuna variabile indipendente sulla variabile dipendente, tenendo conto delle interazioni tra le variabili.

del settore finanziario. È ampiamente utilizzato da banchieri, investitori, analisti e funzionari di governo per accedere a notizie, dati di mercato e strumenti di analisi finanziaria.

Una delle caratteristiche distintive del terminale è l'utilizzo di "ticker", ossia un codice univoco assegnato a ciascun titolo, indice, valuta o prodotto finanziario. Questi codici permettono agli utenti di accedere rapidamente e facilmente alle informazioni di mercato specifiche di un'entità. Ad esempio, il ticker per Retelit S.p.A. nel terminale di Bloomberg è "LIT IM", dove "LIT" rappresenta il nome della società e "IM" indica il mercato italiano.

Il terminale consente agli utenti di monitorare e analizzare in tempo reale movimenti di mercato, tendenze economiche e performance aziendali attraverso una vasta gamma di dati finanziari che includono prezzi azionari, tassi di interesse, valute, materie prime e molto altro. Offre anche funzionalità avanzate come modelli finanziari, analisi comparative e strumenti di simulazione.

In sostanza, il terminale di Bloomberg è essenziale per chi necessita di dati finanziari accurati e tempestivi, fornendo una risorsa completa per l'analisi di mercato e decisioni informate nel campo finanziario.

#### 4.3 Descrizione dei dati utilizzati

Nello studio ho utilizzato dati sui multipli finanziari di Retelit S.p.A. che ho raccolto dal terminale di Bloomberg e convertito da formato PDF a formato Excel. Questi dati sono stati analizzati in due raccolte distinte: una su base annuale, dal 31 dicembre 2000 al 31 dicembre 2020, e l'altra su base semestrale, dal 31 dicembre 2001 al 30 giugno 2021.

Per ciascun intervallo temporale, i multipli finanziari erano disponibili in diverse forme:

- Valori puntuali alla fine del periodo: rappresentano i multipli esatti calcolati al termine di ogni anno o semestre, fornendo una fotografia immediata della valutazione dell'azienda in quel momento specifico.
- Valori massimi: indicano il valore più alto raggiunto dal multiplo nel corso del periodo considerato, sia esso annuale o semestrale, e sono utili per valutare il picco di valutazione raggiunto dall'azienda.
- Valori minimi: questi rappresentano il valore più basso toccato dal multiplo nel periodo, offrendo insight sulle valutazioni più conservative o su momenti di una possibile sottovalutazione del mercato.
- Valori medi: questi valori forniscono una visione equilibrata, utile per analizzare la tendenza generale della valutazione aziendale.

## 4.4 Regressioni multiple eseguite con il metodo OLS utilizzando la libreria statsmodels su python

Per condurre le regressioni multiple necessarie alla mia analisi, ho optato per l'utilizzo della libreria statsmodels in python, applicando il metodo dei minimi quadrati ordinari, OLS<sup>73</sup>. La scelta di statsmodels è stata motivata dalla sua affidabilità nel gestire molteplici variabili e dalla capacità di fornire risultati dettagliati e facilmente interpretabili, caratteristiche fondamentali per la robustezza delle analisi statistiche.

Statsmodels si distingue per la sua eccellenza nell'ambito delle analisi statistiche, grazie alla sua capacità di generare output completi che includono statistiche diagnostiche fondamentali come il p-value, l'R<sup>2</sup>, l'F-statistic e vari test sui residui. Questi strumenti sono indispensabili per valutare l'affidabilità e la validità dei modelli di regressione. L'impiego di questo approccio ha permesso di analizzare con precisione come i valori massimi e minimi di un multiplo influenzino il valore medio, supportando l'ipotesi con solidi indicatori statistici.

Il metodo OLS si concentra sulla minimizzazione della somma dei quadrati dei residui, un approccio particolarmente adatto per l'analisi di dati finanziari, che spesso mostrano relazioni lineari tra le variabili.

Per esaminare l'impatto dei valori massimi e minimi sui valori medi dei multipli finanziari di Retelit S.p.A., ho implementato la regressione multipla in tre modi distinti: inizialmente utilizzando i dati originali, successivamente applicando logaritmi ai dati e infine utilizzando le variazioni logaritmiche. Questi approcci diversificati hanno offerto la possibilità di esplorare la relazione tra le variabili da diverse angolazioni e di valutare l'efficacia di ciascun metodo nel decifrare le dinamiche dei dati.

### 4.4.1 Regressioni con dati originali

L'utilizzo dei dati originali nella regressione multipla offre il vantaggio della semplicità e della diretta interpretazione dei risultati. Analizzando i dati nella loro forma originaria, è possibile mantenere una chiara comprensione del legame diretto tra le variabili indipendenti, ossia i valori massimi e minimi e la variabile dipendente, il valore medio. Questo metodo è particolarmente utile quando si desidera avere una rappresentazione non trasformata delle relazioni economiche-finanziarie, permettendo un'analisi intuitiva e immediata dei coefficienti<sup>74</sup> di regressione.

---

<sup>73</sup> Per applicare efficacemente il metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS) nella regressione lineare, è essenziale che siano soddisfatti alcuni assunti fondamentali, che garantiscono l'affidabilità e la validità delle stime dei parametri del modello.

1. Linearità della relazione: Il primo assunto richiede che la relazione tra le variabili dipendenti e indipendenti sia lineare. Questo significa che i cambiamenti in una variabile indipendente dovrebbero portare a cambiamenti proporzionali nella variabile dipendente.
2. Indipendenza degli errori (assenza di autocorrelazione): Gli errori, ovvero le deviazioni dei valori osservati dai valori previsti, dovrebbero essere indipendenti l'uno dall'altro. L'assenza di autocorrelazione negli errori è cruciale per prevenire distorsioni nelle stime.
3. Omoschedasticità: Questo termine indica che la varianza degli errori dovrebbe essere costante per tutti i livelli delle variabili indipendenti. Se la varianza cambia, si parla di eteroschedasticità, che può portare a stime inefficienti e test statistici non affidabili.
4. Assenza di multicollinearità: Le variabili indipendenti non devono essere perfettamente collineari, ovvero non devono essere esatte combinazioni lineari l'una dell'altra. La collinearità perfetta renderebbe impossibile calcolare le stime OLS poiché ridurrebbe la capacità del modello di distinguere l'effetto individuale di ciascuna variabile indipendente.
5. Normalità degli errori: Per campioni di grandi dimensioni, si assume che la distribuzione degli errori sia normale. Questo assunto è particolarmente importante per la validità dei test statistici, come il test t e il test F, utilizzati per valutare la significatività dei parametri del modello.

<sup>74</sup> I coefficienti di regressione sono parametri in un modello di regressione statistica che quantificano la relazione tra ciascuna variabile indipendente e la variabile dipendente. Ogni coefficiente indica quanto si aspetta che cambi la variabile dipendente per un'unità di cambio nella variabile indipendente corrispondente, tenendo costanti le altre variabili.

#### 4.4.2 Regressioni applicando i logaritmi ai dati

Applicare i logaritmi ai dati è un metodo comune per normalizzare<sup>75</sup> la distribuzione<sup>76</sup> dei dati e ridurre l'effetto di eventuali valori estremi, outliers<sup>77</sup>, che possono distorcere i risultati della regressione. La trasformazione logaritmica è particolarmente efficace nel trattare dati che presentano una variabilità elevata, come spesso accade nei dati finanziari. Convertendo i valori in scala logaritmica, i rapporti tra i numeri diventano addizioni, semplificando l'interpretazione degli effetti elastici, percentuali delle variabili indipendenti sulla variabile dipendente. Questo approccio può portare a una migliore aderenza del modello ai dati, migliorando la precisione delle stime.

#### 4.4.3 Regressioni applicando le variazioni logaritmiche ai dati

Utilizzare le variazioni logaritmiche consiste nell'applicare la differenza dei logaritmi ai dati, essenzialmente misurando la percentuale di cambiamento tra i punti dati. Questo metodo è utile per stabilizzare<sup>78</sup> la varianza e rendere la serie più omogenea, facilitando l'analisi di dati che mostrano tendenze di crescita o decrescita nel tempo. Le variazioni logaritmiche sono particolarmente vantaggiose quando si analizzano dati finanziari che possono essere influenzati da trend economici, stagionalità o altri fattori di crescita non lineari. Questo approccio aiuta a focalizzarsi sui tassi di cambiamento piuttosto che sui valori assoluti, offrendo una prospettiva differente rispetto alla semplice applicazione dei logaritmi o all'uso dei dati originali.

#### 4.5 Component-component plus residual plot

Ho utilizzato il component-component plus residual plot, CCPR, per analizzare gli output dei modelli di regressione. Questo tipo di grafico si è rivelato estremamente utile per osservare l'impatto di una specifica variabile indipendente sulla variabile dipendente, tenendo contemporaneamente conto dell'influenza degli altri predittori<sup>79</sup> presenti nel modello. Il CCPR, o Component-Component Plus Residual plot, integra due aspetti fondamentali dell'analisi di regressione: da un lato, illustra la relazione diretta tra una variabile indipendente selezionata e la variabile dipendente attraverso la somma dei prodotti del coefficiente di regressione e il valore della variabile indipendente; dall'altro, evidenzia i residui, che corrispondono alla discrepanza tra i valori osservati e quelli stimati dal modello. Questo rende il CCPR uno strumento efficace per visualizzare sia

---

<sup>75</sup> Normalizzare in un contesto statistico o di elaborazione dei dati significa modificare o trasformare i dati in modo da avere una struttura o scala comune, solitamente per ridurre la varianza o migliorare la compatibilità tra diversi set di dati.

<sup>76</sup> In statistica, una distribuzione descrive come le osservazioni di un particolare dataset sono diffuse o disperse. Essa mostra la frequenza con cui i valori si verificano entro un intervallo di dati.

<sup>77</sup> Gli outliers, o valori anomali, sono osservazioni in un dataset che si discostano significativamente dagli altri dati.

<sup>78</sup> La stabilizzazione della varianza è un processo statistico usato per rendere la dispersione dei dati più uniforme attraverso l'intero intervallo di osservazioni.

<sup>79</sup> I predittori, in statistica, sono le variabili indipendenti usate nei modelli per prevedere o stimare i valori di una variabile dipendente o target.

l'impatto specifico di ciascuna variabile indipendente sul modello sia la qualità dell'adattamento del modello stesso.

L'uso di questo grafico è stato particolarmente prezioso per due motivi principali. In primo luogo, ha permesso di valutare l'adattamento del modello. Visualizzare i residui ha aiutato a identificare pattern irregolari come l'eteroschedasticità<sup>80</sup> o tendenze non lineari. In secondo luogo, il CCPR ha facilitato l'analisi dell'impatto diretto di una variabile indipendente sulla variabile dipendente, consentendo al contempo di controllare gli effetti delle altre variabili nel modello. Questo ha permesso di isolare e comprendere meglio l'effetto specifico di ciascuna variabile indipendente, migliorando così la chiarezza e l'efficacia delle interpretazioni del modello.

#### 4.6 Outputs della regressione tra i multipli prezzo/valore contabile massimo, minimo e medio calcolati su base annuale con dati originali

```

=====
                        OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:          P/Book media      R-squared:                0.962
Model:                  OLS              Adj. R-squared:           0.958
Method:                 Least Squares    F-statistic:              229.0
Date:                   Sun, 09 Feb 2025    Prob (F-statistic):      1.58e-13
Time:                   12:34:23         Log-Likelihood:          14.798
No. Observations:      21              AIC:                     -23.60
Df Residuals:          18              BIC:                     -20.46
Df Model:               2
Covariance Type:       nonrobust
=====
              coef    std err          t      P>|t|      [0.025    0.975]
-----+-----
const         0.1610     0.054         3.004     0.008     0.048     0.274
P/Book mass   0.1609     0.016     10.214     0.000     0.128     0.194
P/Book min    0.8453     0.053     15.868     0.000     0.733     0.957
=====
Omnibus:                 3.921    Durbin-Watson:           1.454
Prob(Omnibus):           0.141    Jarque-Bera (JB):        2.469
Skew:                    0.832    Prob(JB):                 0.291
Kurtosis:                 3.224    Cond. No.                 6.82
=====

Notes:
[1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified.

```

Dal punto di vista finanziario, questa regressione mostra una forte correlazione tra i multipli massimi, minimi con il multiplo medio, presentando un R-squared<sup>81</sup> molto alto, di 0.962, indicando che il 96.2% della variazione del multiplo medio è spiegata dai multipli massimi e minimi. Questo suggerisce una consistente variazione del valore contabile rispetto al prezzo che rimane abbastanza stabile e predittivo nel tempo guardando il massimo e il minimo nel corso dell'anno.

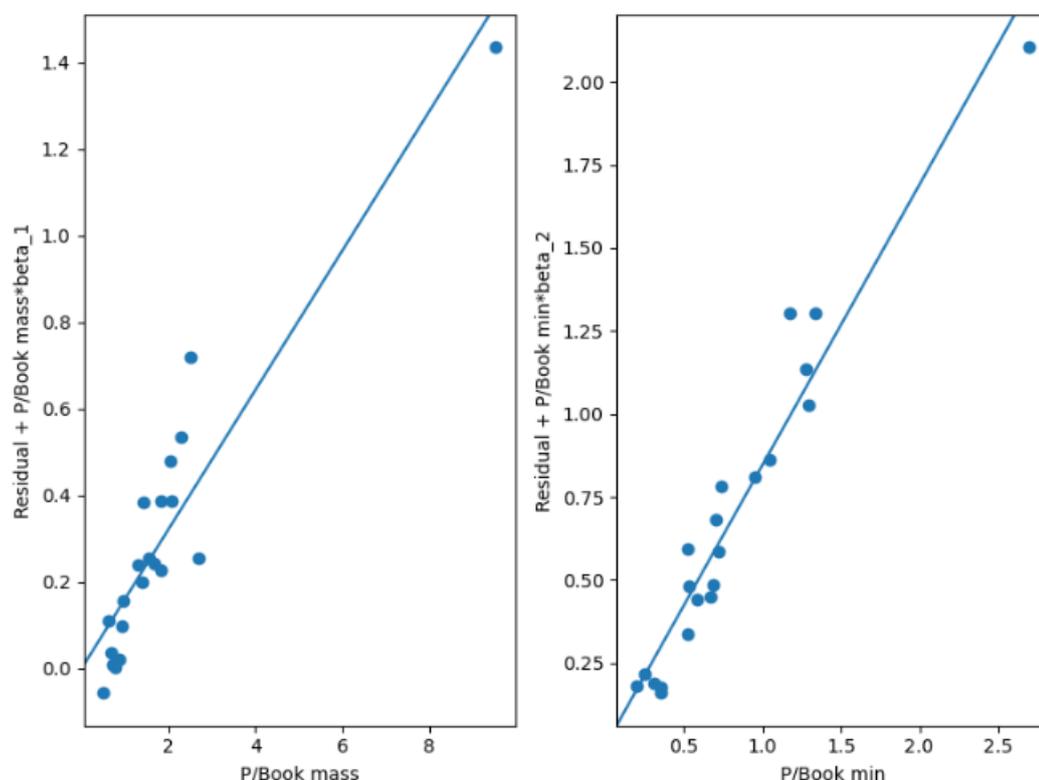
<sup>80</sup> L'eteroschedasticità è una condizione in analisi di regressione in cui la varianza degli errori (o residui) non è costante attraverso tutte le osservazioni. Tipicamente, questo fenomeno si verifica quando la dispersione dei residui aumenta o diminuisce in relazione ai valori predetti dal modello, violando uno degli assunti fondamentali della regressione lineare OLS (minimi quadrati ordinari). L'eteroschedasticità può portare a stime dei coefficienti che sono ancora non distorte, ma non più efficienti, e a test statistici che possono non essere affidabili.

<sup>81</sup> L'R-squared, o coefficiente di determinazione, è una misura statistica che indica la proporzione della varianza nella variabile dipendente che è prevedibile dalle variabili indipendenti in un modello di regressione. R-squared varia tra 0 e 1, dove un valore di 0 indica che il modello non spiega affatto la varianza della variabile dipendente, mentre un valore di 1 indica che il modello spiega perfettamente tutta la varianza. È un indicatore comune usato per valutare la bontà di adattamento di un modello di regressione, mostrando quanto bene i dati osservati si adattano al modello teorico.

Dal punto di vista statistico, la significatività dei coefficienti per i multipli massimi e minimi, con p-value<sup>82</sup> di 0.000 per entrambi, conferma la forte influenza di questi valori sulla variabile dipendente. La F-statistic<sup>83</sup> molto elevata di 229.0 supporta la validità del modello di regressione complessivo con un p-value praticamente nullo di 1.58e-13, indicando che il modello è statisticamente significativo e le variabili scelte sono adeguate a spiegare il multiplo medio.

La statistica Durbin-Watson<sup>84</sup> di 1.454 si avvicina al valore di 2, suggerendo che non ci sono autocorrelazioni significative tra i residui, il che è positivo per la validità del modello. La skewness<sup>85</sup> di 0.832 e una kurtosis<sup>86</sup> di 3.224 indicano che i residui non sono perfettamente normali ma non mostrano deviazioni estreme dalla normalità, come confermato dal test di Jarque-Bera<sup>87</sup> con un p-value di 0.291, che non rifiuta l'ipotesi di normalità dei residui.

Component-Component Plus Residual Plot



<sup>82</sup> Il p-value, o valore p, è una misura statistica che aiuta a determinare la significatività dei risultati ottenuti da un test statistico. Esso indica la probabilità di ottenere risultati almeno altrettanto estremi di quelli osservati, assumendo che l'ipotesi nulla sia vera. Un p-value basso, tipicamente inferiore a una soglia convenzionale come 0.05, suggerisce che è improbabile osservare i dati attuali se l'ipotesi nulla fosse vera, portando al rifiuto dell'ipotesi nulla a favore dell'ipotesi alternativa.

<sup>83</sup> L'F-statistic, o statistica F, è un valore calcolato durante l'analisi della varianza o in test di regressione lineare per valutare la significatività globale del modello. Misura il rapporto tra la varianza spiegata dal modello e la varianza residua non spiegata. Un alto valore di F-statistic indica che una porzione sostanziale della varianza totale è spiegata dal modello, suggerendo che almeno una delle variabili indipendenti è significativamente correlata alla variabile dipendente. Un valore basso, al contrario, suggerisce che il modello non fornisce un buon adattamento ai dati. La significatività dell'F-statistic è valutata rispetto a una distribuzione F, e un valore di p associato basso, di solito <0.05, indica che il modello nel suo complesso è statisticamente significativo.

<sup>84</sup> La statistica Durbin-Watson è un test utilizzato nell'analisi di regressione per rilevare la presenza di autocorrelazione nei residui di un modello di regressione. Il valore di questa statistica varia da 0 a 4, dove un valore di circa 2 suggerisce l'assenza di autocorrelazione; valori significativamente minori di 2 indicano autocorrelazione positiva e valori significativamente maggiori di 2 indicano autocorrelazione negativa.

<sup>85</sup> La skewness, o asimmetria, è una misura statistica che descrive la distorsione o l'asimmetria di una distribuzione rispetto alla sua media. Una distribuzione con skewness pari a zero è perfettamente simmetrica, mentre una distribuzione con skewness positiva ha una coda che si estende verso valori più alti e una con skewness negativa ha una coda che si estende verso valori più bassi.

<sup>86</sup> La kurtosis, o curtosi, è una misura statistica che descrive il grado di "acuminamento" o concentrazione dei valori intorno alla media di una distribuzione. Esprime la pesantezza delle code di una distribuzione rispetto a una distribuzione normale. Una kurtosis superiore a 3 (kurtosis di una distribuzione normale) indica una distribuzione con code più pesanti e un picco più acuto, mentre una kurtosis inferiore a 3 suggerisce una distribuzione più piatta con code meno pesanti. Questa misura è utile per valutare il rischio di eventi estremi, dato che distribuzioni con alta kurtosis tendono ad avere una maggiore probabilità di valori estremi.

<sup>87</sup> Il test di Jarque-Bera è un test statistico che verifica se una serie di dati ha la skewness (asimmetria) e la kurtosis (curtosi) corrispondenti a quelle di una distribuzione normale. Si basa sul calcolo di una statistica di test che combina skewness e kurtosis, e si confronta questo valore con la distribuzione del chi-quadrato. Un risultato del test significativamente alto suggerisce che i dati non seguono una distribuzione normale.

Dai grafici forniti possiamo osservare un comportamento coerente nei multipli presi in considerazione, sia nel contesto dei multipli massimi che in quello dei multipli minimi rispetto ai multipli medi su base annua. La relazione visivamente lineare tra i multipli suggerisce una forte correlazione, indicativa del fatto che i valori estremi dei multipli hanno una propensione a influenzare il valore medio del multiplo stesso.

In termini statistici, i punti dati aderiscono abbastanza bene alla linea di regressione suggerendo una bassa variabilità residua, il che implica che il modello di regressione utilizzato riesce a spiegare efficacemente una grande parte della varianza nei multipli medi partendo dai valori estremi osservati. Tuttavia, si nota che i residui per i valori più alti dei multipli massimi tendono a deviare leggermente dalla linea di regressione indicando che per valori estremamente elevati il modello potrebbe non catturare completamente tutte le dinamiche.

#### 4.6.1 Outputs della regressione tra i multipli prezzo/ valore contabile massimo, minimo e medio calcolati su base annuale applicando i logaritmi ai dati originali

```

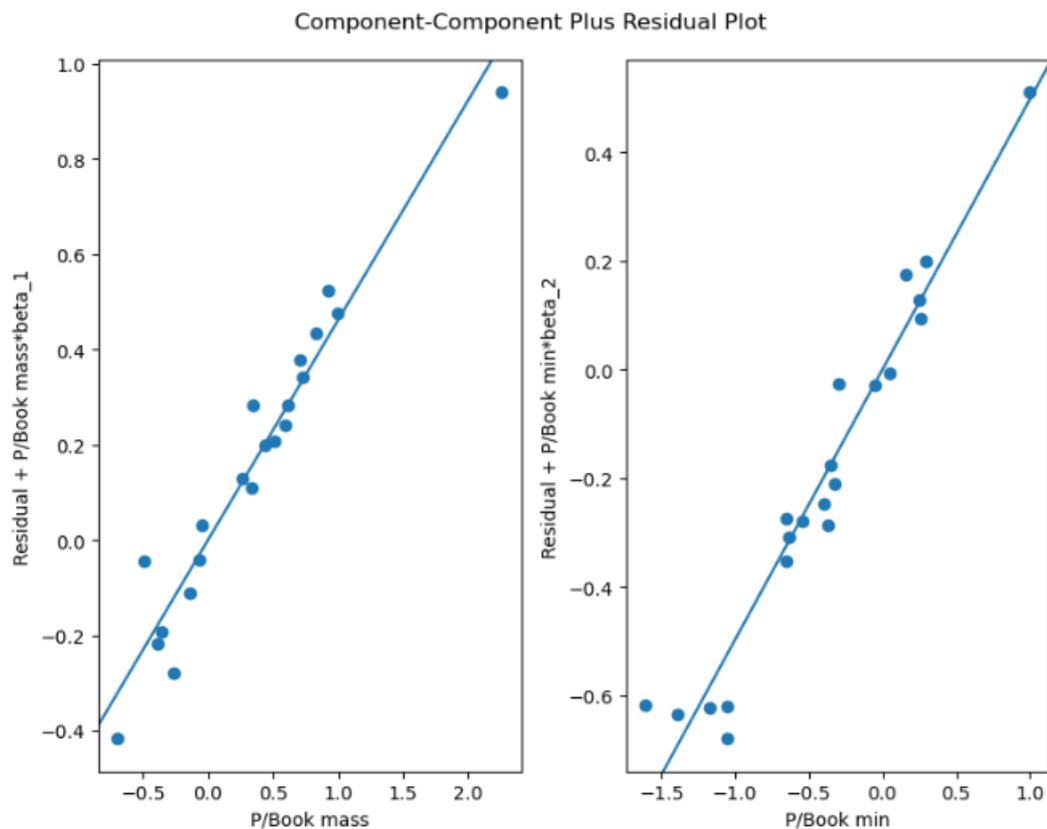
=====
                    OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:      P/Book media    R-squared:          0.981
Model:              OLS             Adj. R-squared:     0.979
Method:             Least Squares   F-statistic:        469.5
Date:               Sun, 09 Feb 2025  Prob (F-statistic): 2.95e-16
Time:               12:34:24         Log-Likelihood:     24.327
No. Observations:   21             AIC:                -42.65
Df Residuals:       18             BIC:                -39.52
Df Model:           2
Covariance Type:    nonrobust
=====
                    coef    std err          t      P>|t|    [0.025    0.975]
-----+-----
const              0.0243    0.031         0.793    0.438    -0.040    0.089
P/Book mass        0.4620    0.036        12.910    0.000     0.387    0.537
P/Book min         0.4976    0.038        13.234    0.000     0.419    0.577
=====
Omnibus:           1.528    Durbin-Watson:      1.896
Prob(Omnibus):     0.466    Jarque-Bera (JB):   0.512
Skew:              0.346    Prob(JB):           0.774
Kurtosis:          3.326    Cond. No.           3.45
=====
Notes:
[1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified.

```

Da un punto di vista finanziario, l'applicazione dei logaritmi ai dati ha migliorato significativamente l'adattamento del modello, come dimostrato dal R-squared aumentato a 0.981. Questo indica che il 98.1% della varianza nel multiplo medio è spiegata dai multipli massimi e minimi, sottolineando l'importanza di osservare le estremità dei multipli per valutare la variazione del valore medio su base logaritmica. La trasformazione logaritmica ha aiutato a stabilizzare la varianza e a rendere la relazione tra le variabili più lineare e interpretabile.

Dal punto di vista statistico, i coefficienti per i multipli massimi e minimi sono entrambi altamente significativi, presentando un p-value di 0.000. La F-statistic è aumentata a 469.5, confermando la robustezza del modello e la significatività del legame tra le variabili indipendenti e dipendenti, anche alla luce del suo p-value quasi nullo di 2.95e-16.

La statistica Durbin-Watson è di 1.896 indica che la presenza di autocorrelazione<sup>88</sup> residua è minimale e migliore rispetto al modello precedente. La skewness ridotta a 0.346 e la kurtosis di 3.326 continuano a mostrare una distribuzione dei residui abbastanza normale, come confermato dal test di Jarque-Bera con un p-value di 0.512, che non rifiuta l'ipotesi di normalità dei residui.



Dall'analisi dei grafici si nota un'adeguata aderenza dei dati alla linea di regressione, soprattutto per quanto riguarda il grafico relativo ai multipli minimi, che indica una buona modellazione da parte della regressione logaritmica. L'uso dei logaritmi sembra aver stabilizzato la varianza, un fenomeno noto come stabilizzazione della varianza, che è particolarmente utile quando si trattano dati che presentano eteroschedasticità, cioè una variabilità dei residui non costante.

In termini statistici l'approccio logaritmico riduce l'impatto delle osservazioni estreme permettendo una migliore interpretazione e rappresentazione della relazione tra i multipli massimi e minimi e i multipli medi. Questo è evidente dalla distribuzione dei residui che appare più uniforme rispetto ai grafici precedenti non logaritmici, specialmente per i valori minori dove si nota una dispersione minore dei residui attorno alla linea di tendenza.

Dal punto di vista finanziario, questa trasformazione logaritmica offre una vista più normalizzata e forse più realistica del comportamento dei multipli. I risultati suggeriscono che i multipli minimi e massimi influenzano in modo logaritmico proporzionale i multipli medi, suggerendo che piccole variazioni nei multipli estremi possono avere un impatto esponenziale sui multipli medi.

<sup>88</sup> L'autocorrelazione, nota anche come correlazione seriale, è una misura che indica quanto una serie di valori sia correlata con sé stessa a diversi intervalli di tempo o spostamenti. In pratica, indica se i valori passati di una serie temporale influenzano i valori futuri. L'autocorrelazione può essere positiva, indicando che i valori simili tendono a seguire uno dopo l'altro, o negativa, indicando che i valori simili tendono ad alternarsi con valori opposti.

#### 4.6.2 Outputs della regressione tra i multipli prezzo/ valore contabile massimo, minimo e medio calcolati su base annuale applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali

```

OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:      P/Book media      R-squared:          0.895
Model:              OLS                Adj. R-squared:     0.882
Method:             Least Squares      F-statistic:        72.09
Date:               Sun, 09 Feb 2025      Prob (F-statistic): 4.98e-09
Time:               12:34:24           Log-Likelihood:     16.927
No. Observations:  20                 AIC:                -27.85
Df Residuals:       17                 BIC:                -24.87
Df Model:           2
Covariance Type:    nonrobust
=====
                    coef      std err          t      P>|t|      [0.025      0.975]
-----
const              0.0030      0.025        0.119    0.907    -0.050     0.056
P/Book mass        0.4121      0.049        8.362    0.000     0.308     0.516
P/Book min         0.4772      0.049        9.671    0.000     0.373     0.581
=====
Omnibus:           4.464      Durbin-Watson:      3.004
Prob(Omnibus):     0.107      Jarque-Bera (JB):    2.630
Skew:              -0.859     Prob(JB):            0.269
Kurtosis:          3.454     Cond. No.            2.09
=====
Notes:
[1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified.

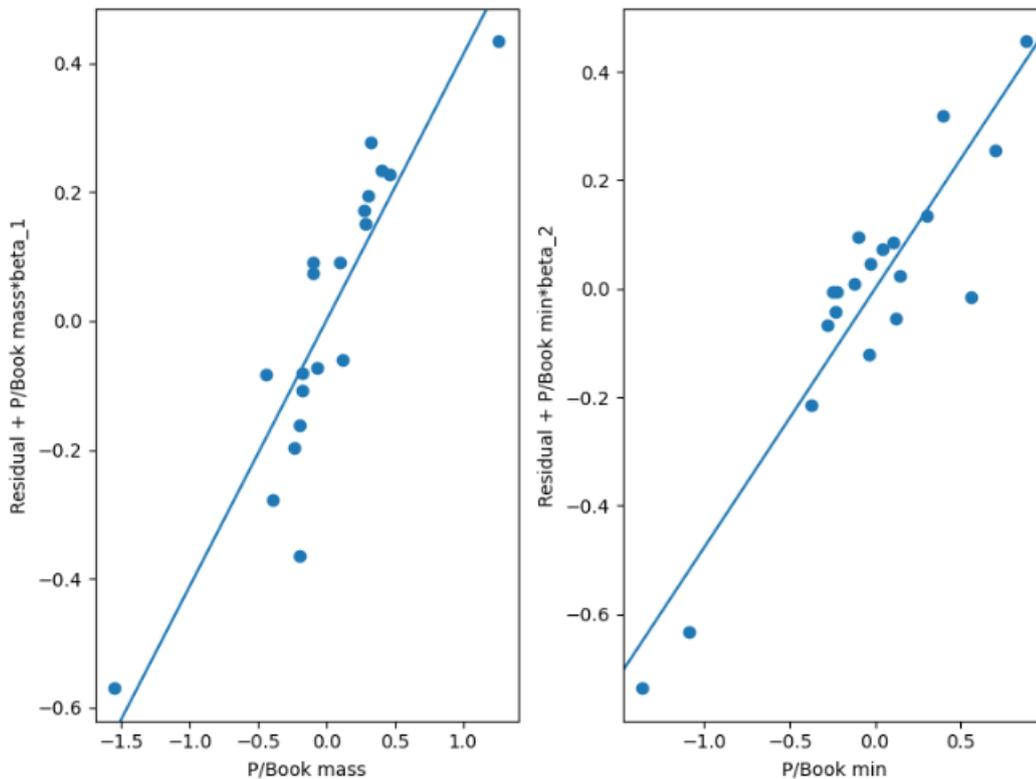
```

Finanziariamente, questo modello di regressione mostra un R-squared di 0.895, il che significa che l'89.5% della variazione del multiplo medio è spiegata dai multipli massimi e minimi. Questo valore è leggermente inferiore rispetto al modello con dati logaritmici, indicando che, mentre la trasformazione logaritmica può stabilizzare la varianza, le variazioni logaritmiche forniscono un'immagine leggermente meno precisa di come i multipli massimi e minimi influenzino il multiplo medio. Tuttavia, questo approccio è ancora molto utile per capire la reattività del multiplo medio alle fluttuazioni estreme del mercato nel tempo.

Dal punto di vista statistico, la F-statistic rimane elevato a 72.09 confermando la solidità del modello, anche alla luce del suo p-value quasi nullo di 4.98e-09. I p-value per i coefficienti dei multipli massimi e minimi sono entrambi 0.000, suggerendo che entrambe le variabili indipendenti sono statisticamente significative nel prevedere il multiplo medio.

Il valore della statistica Durbin-Watson, 3.004, può indicare una possibile autocorrelazione negativa tra i residui. La skewness di -0.859 e una kurtosis di 3.454 mostrano che i residui non sono perfettamente normali ma ancora all'interno di limiti accettabili, e il test di Jarque-Bera con un p-value di 0.269 non rifiuta l'ipotesi di normalità dei residui, rafforzando la validità del modello utilizzato.

Component-Component Plus Residual Plot



L'applicazione delle variazioni logarithmiche ai dati dei multipli ha mostrato una relazione lineare nei grafici, con i dati che si adattano bene alla linea di regressione suggerita. Questo approccio aiuta a mitigare l'impatto di grandi variazioni nei dati, rendendo l'analisi meno sensibile agli outlier e aiutando a focalizzare l'attenzione sulle tendenze generali piuttosto che su movimenti estremi specifici.

Dal punto di vista statistico i residui mostrano una distribuzione uniforme attorno alla linea di tendenza in entrambi i grafici, suggerendo che il modello logaritmico differenziale riesce a catturare la maggior parte delle informazioni senza lasciare troppa varianza inesplicata. Questo indica che la relazione tra i multipli massimi, minimi e medi è stabile e prevedibile quando vengono considerate le variazioni percentuali piuttosto che i valori assoluti.

#### 4.6.3 Outputs della regressione tra i multipli prezzo/ valore contabile massimo, minimo e medio calcolati su base semestrale con dati originali

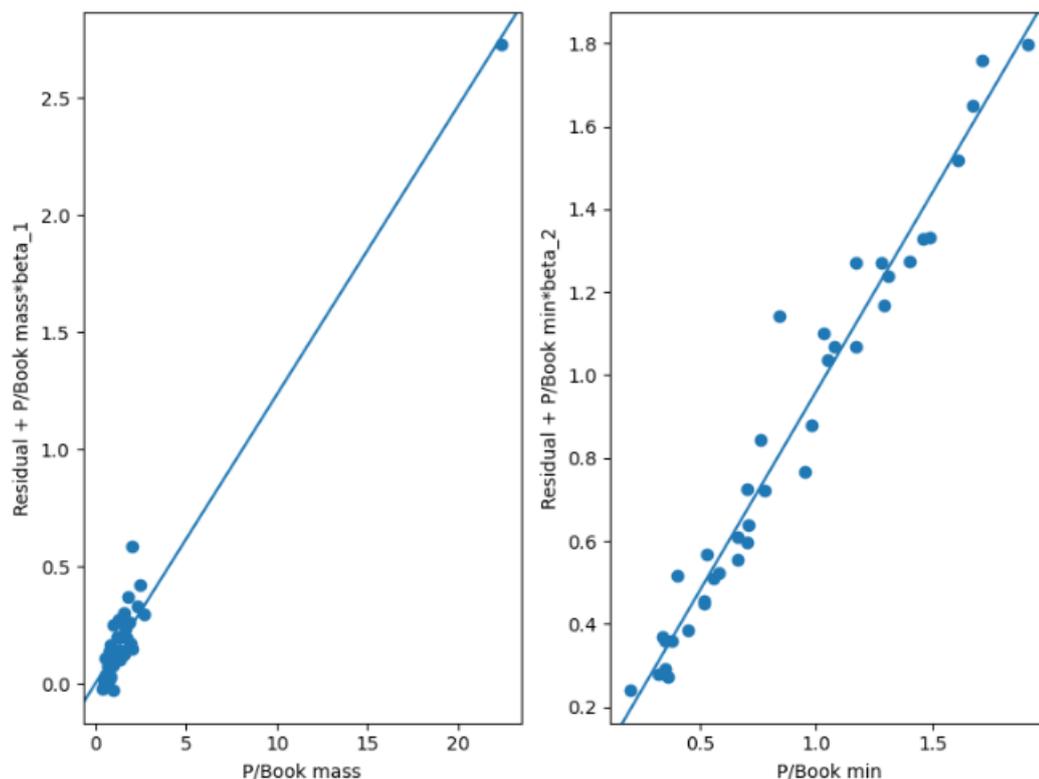
```
=====
                        OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:          P/Book media      R-squared:                0.986
Model:                  OLS               Adj. R-squared:           0.985
Method:                 Least Squares     F-statistic:              1268.
Date:                   Sun, 09 Feb 2025   Prob (F-statistic):       8.24e-35
Time:                   12:34:34          Log-Likelihood:           41.163
No. Observations:      40                AIC:                      -76.33
Df Residuals:          37                BIC:                      -71.26
Df Model:               2
Covariance Type:       nonrobust
=====
                        coef      std err      t      P>|t|      [0.025      0.975]
-----
const                0.0671      0.031      2.182      0.036      0.005      0.129
P/Book mass          0.1233      0.005     26.356      0.000      0.114      0.133
P/Book min           0.9607      0.034     27.966      0.000      0.891      1.030
=====
Omnibus:                22.810      Durbin-Watson:            1.864
Prob(Omnibus):          0.000      Jarque-Bera (JB):         38.295
Skew:                   1.570      Prob(JB):                 4.83e-09
Kurtosis:               6.622      Cond. No.                 12.1
=====
Notes:
[1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified.
```

Da un punto di vista finanziario, questo modello di regressione mostra un'eccellente adattabilità con un R-squared di 0.986, suggerendo che il 98.6% della variazione nel multiplo medio è spiegata dai multipli massimi e minimi. Questo risultato è particolarmente impressionante e indica una forte relazione lineare tra i picchi e le valli dei multipli e il loro valore medio, suggerendo che i multipli semestrali reagiscono in modo prevedibile ai cambiamenti del mercato e riflettono accuratamente la valutazione periodica del multiplo.

Statisticamente, l'F-statistic di 1268 è estremamente alto, confermando la solidità del modello, anche alla luce del suo p-value quasi nullo di 8.24e-35. I p-value di 0.000 per i coefficienti dei multipli massimi e minimi indicano una significativa capacità di queste variabili di spiegare il multiplo medio.

La statistica Durbin-Watson di 1.864, vicina a 2, suggerisce un'adeguata indipendenza dei residui. Il valore molto alto della kurtosis di 6.622 potrebbe indicare la presenza di outlier o di una distribuzione dei residui non normale, benché il modello nel suo complesso appaia robusto. Tuttavia, il test di Jarque-Bera rifiuta l'ipotesi di normalità con un p-value estremamente basso, suggerendo che i residui potrebbero non essere distribuiti normalmente.

Component-Component Plus Residual Plot



Nel grafico si nota una forte correlazione lineare con quasi tutti i punti che aderiscono alla linea di regressione indicando una relazione diretta e robusta tra questi due parametri. Tuttavia, nel grafico relativo ai multipli minimi, anche se la relazione rimane lineare, alcuni dati tendono a discostarsi leggermente dalla linea di regressione, suggerendo che il multiplo minimo ha una variazione residua leggermente più ampia rispetto al multiplo massimo nei confronti dei multipli medi.

Dal punto di vista statistico, la forte linearità nel primo grafico implica che il modello riesce a spiegare efficacemente la varianza del multiplo medio utilizzando il multiplo massimo. Il secondo grafico, sebbene mostri una buona adattabilità, indica che ci potrebbero essere altri fattori che influenzano il multiplo medio che non sono completamente catturati dal multiplo minimo.

In termini finanziari, i risultati sottolineano l'importanza dei picchi di valutazione, i multipli massimi, nel determinare i valori medi su base semestrale. Questo può indicare che i periodi di alta valutazione hanno un impatto significativo sulla media semestrale.

#### 4.6.4 Outputs della regressione tra i multipli prezzo/ valore contabile massimo, minimo e medio calcolati su base semestrale applicando i logaritmi ai dati originali

```

=====
                        OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:          P/Book media      R-squared:                0.989
Model:                  OLS                Adj. R-squared:           0.988
Method:                 Least Squares      F-statistic:              1599.
Date:                   Sun, 09 Feb 2025    Prob (F-statistic):       1.19e-36
Time:                   12:34:34           Log-Likelihood:           55.506
No. Observations:      40                AIC:                      -105.0
Df Residuals:           37                BIC:                      -99.95
Df Model:               2
Covariance Type:       nonrobust
=====
                    coef    std err          t      P>|t|      [0.025    0.975]
-----
const                0.0332     0.016     2.075     0.045     0.001     0.066
P/Book mass          0.4091     0.024    16.822     0.000     0.360     0.458
P/Book min           0.5468     0.029    18.649     0.000     0.487     0.606
=====
Omnibus:                 3.420    Durbin-Watson:           2.220
Prob(Omnibus):           0.181    Jarque-Bera (JB):        2.458
Skew:                    0.594    Prob(JB):                 0.293
Kurtosis:                 3.255    Cond. No.                 4.13
=====
Notes:
[1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified.

```

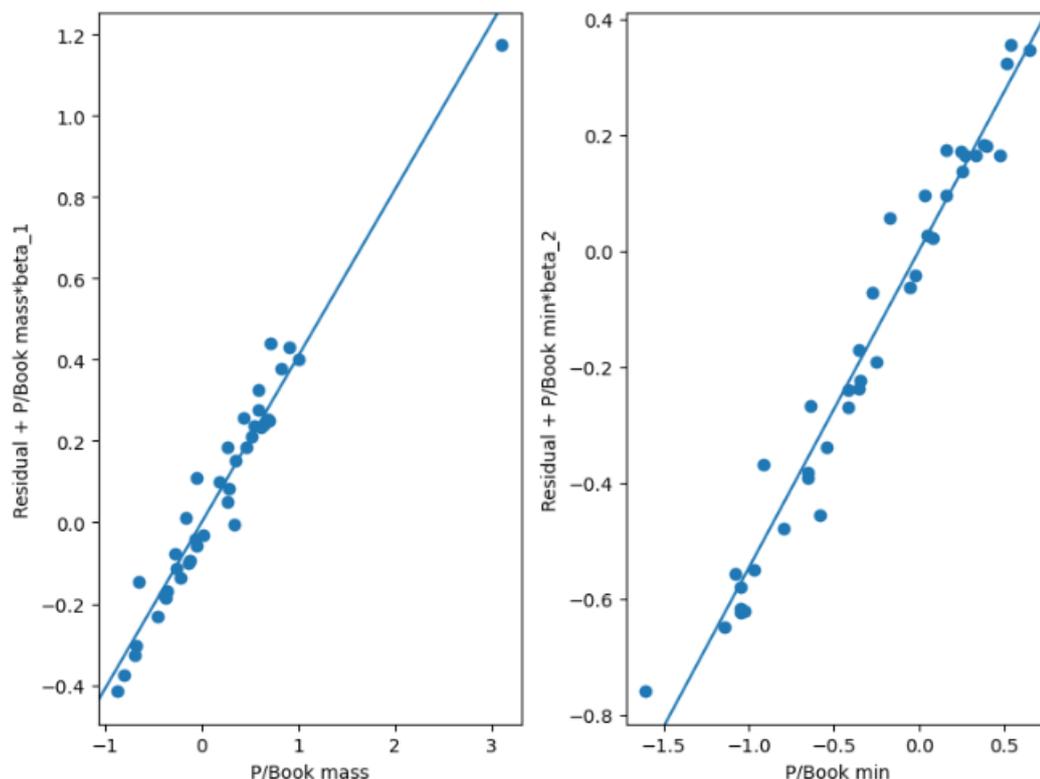
Dal punto di vista finanziario, l'applicazione dei logaritmi ha migliorato ulteriormente l'adattamento del modello con un R-squared eccezionale di 0.989, indicando che il 98.9% della variazione del multiplo medio è spiegata attraverso i multipli massimi e minimi semestrali. Questa notevole chiarezza esplicativa mostra una forte relazione logaritmica tra i multipli e sottolinea la prevedibilità e la coerenza del multiplo attraverso le variazioni di mercato.

Statisticamente, il modello è estremamente robusto come evidenziato dall'F-statistic di 1599 e indica un probabile errore quasi nullo nella stima del modello come indicato dal suo p-value di 1.19e-36. I coefficienti per i multipli massimi e minimi hanno p-value di 0.000, confermando la loro significatività statistica nella previsione del multiplo medio.

La statistica Durbin-Watson di 2.220 è ottimale, indicando che non c'è autocorrelazione tra i residui e che il modello ha buone proprietà di indipendenza. La skewness moderata di 0.594 e la kurtosis di 3.255 suggeriscono che i residui hanno una distribuzione ragionevolmente normale, supportata dal test di Jarque-Bera che non rifiuta l'ipotesi di normalità con un p-value di 0.293, confermando la validità delle inferenze<sup>89</sup> statistiche del modello.

<sup>89</sup> L'inferenza, in statistica, è il processo di utilizzare i dati raccolti da un campione per trarre conclusioni generalizzate sulla popolazione più ampia da cui il campione è stato prelevato.

Component-Component Plus Residual Plot



Nell'analisi dei grafici trasformati tramite logaritmi si osserva una chiara linearità nei rapporti tra i multipli massimi e minimi rispetto ai multipli medi, con un'ottima aderenza dei dati alle linee di regressione. Questo indica una forte correlazione logaritmica tra le variabili che è stata catturata efficacemente dal modello di regressione. L'applicazione del logaritmo ha distribuito in maniera più omogenea eventuali fluttuazioni estreme, permettendo un'analisi più omogenea e coerente.

Dal punto di vista statistico, la buona aderenza dei dati suggerisce che il modello logaritmico è appropriato e fornisce una rappresentazione precisa della relazione tra i multipli. I residui in entrambi i grafici sono distribuiti in modo relativamente uniforme attorno alla linea di tendenza, suggerendo che la varianza dei residui è costante e che non ci sono deviazioni sistematiche non spiegate dal modello.

#### 4.6.5 Outputs della regressione tra i multipli prezzo/ valore contabile massimo, minimo e medio calcolati su base semestrale applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali

```

=====
                    OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:      P/Book media      R-squared:          0.926
Model:              OLS                Adj. R-squared:     0.922
Method:             Least Squares      F-statistic:        225.8
Date:               Sun, 09 Feb 2025    Prob (F-statistic): 4.24e-21
Time:               12:34:34           Log-Likelihood:     39.990
No. Observations:  39                 AIC:                -73.98
Df Residuals:      36                 BIC:                -68.99
Df Model:           2
Covariance Type:   nonrobust
=====
                    coef    std err          t      P>|t|      [0.025    0.975]
-----
const             -0.0004      0.015      -0.028     0.978     -0.030     0.029
P/Book mass       0.3580      0.040       8.905     0.000     0.276     0.439
P/Book min        0.5288      0.056       9.380     0.000     0.414     0.643
=====
Omnibus:           13.859      Durbin-Watson:      3.083
Prob(Omnibus):    0.001        Jarque-Bera (JB):   17.913
Skew:              -1.028       Prob(JB):           0.000129
Kurtosis:          5.606        Cond. No.           4.40
=====

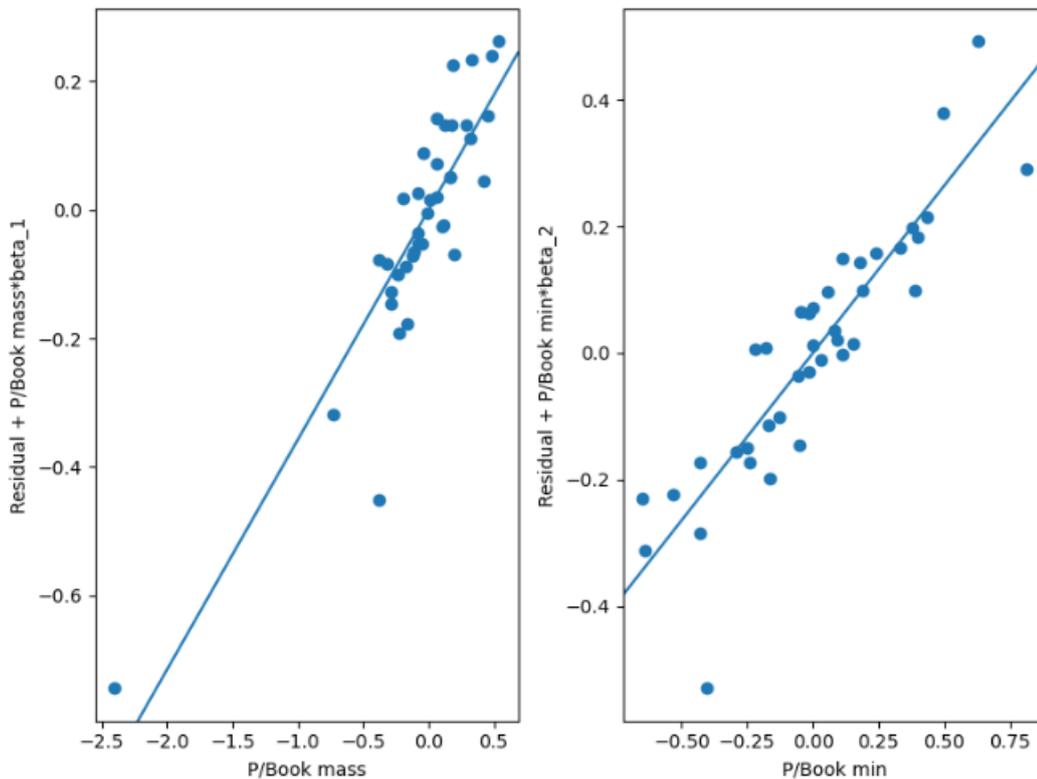
Notes:
[1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified.

```

Dal punto di vista finanziario, questo modello mostra un R-squared di 0.926, indicando che il 92.6% della variazione del multiplo medio è spiegata dai multipli massimi e minimi. Questo dimostra una forte capacità del modello di catturare le dinamiche di mercato attraverso le variazioni logaritmiche, offrendo una vista chiara su come i valori estremi dei multipli influenzano il valore medio in una maniera più stabilizzata e normalizzata. Statisticamente, l'F-statistic di 225.8 conferma la solidità del modello, anche alla luce del suo p-value pressoché nullo di 4.24e-21. I coefficienti per i multipli massimi e minimi sono entrambi statisticamente significativi, con p-value di 0.000, mostrando un forte legame tra queste variabili e il multiplo medio.

La statistica Durbin-Watson di 3.083 indica una possibile autocorrelazione negativa dei residui. La skewness di -1.028 e una kurtosis molto alta di 5.686 indicano una distribuzione dei residui non normale, come confermato dal test di Jarque-Bera che rifiuta fortemente l'ipotesi di normalità con un p-value estremamente basso.

Component-Component Plus Residual Plot



L'applicazione delle variazioni logaritmiche ha permesso di enfatizzare le tendenze proporzionali e di ridurre l'effetto di eventuali valori estremi, come evidenziato dalla linea di tendenza che attraversa in modo coerente i punti dati.

Dal punto di vista statistico, si osserva un'ottima aderenza dei punti alla linea di regressione in entrambi i grafici, indicando una forte correlazione logaritmica tra i multipli. I residui sono distribuiti in maniera relativamente omogenea attorno alla linea, indicando che la varianza dei residui è costante e che il modello logaritmico differenziale cattura efficacemente la relazione tra i multipli. Questo suggerisce che il modello è ben specificato e che la variazione logaritmica è stata efficace nel normalizzare i dati.

Dal punto di vista finanziario, l'analisi suggerisce che sia i valori massimi che i valori minimi dei multipli di hanno un'influenza proporzionale significativa sui valori medi, quando espressi in termini di variazioni percentuali. Inoltre, l'uso delle variazioni logaritmiche aiuta a mitigare l'impatto di variazioni brusche e non rappresentative, consentendo una valutazione più stabile e prevedibile.

#### 4.7 Outputs della regressione tra i multipli valore d'impresa/vendite massimo, minimo e medio calcolati su base annuale con dati originali

```

=====
                        OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:          EV/Sales media   R-squared:              0.887
Model:                  OLS              Adj. R-squared:         0.874
Method:                 Least Squares    F-statistic:            70.53
Date:                   Sun, 09 Feb 2025  Prob (F-statistic):     3.05e-09
Time:                   12:42:12         Log-Likelihood:         -56.706
No. Observations:      21              AIC:                   119.4
Df Residuals:          18              BIC:                   122.5
Df Model:               2
Covariance Type:       nonrobust
=====
                    coef    std err          t      P>|t|      [0.025    0.975]
-----
const              -1.9561    1.320      -1.482    0.156    -4.730     0.818
EV/Sales mass       0.5753    0.058     9.880    0.000     0.453     0.698
EV/Sales min        0.7240    0.329     2.199    0.041     0.032     1.416
=====
Omnibus:                22.877    Durbin-Watson:          2.318
Prob(Omnibus):          0.000    Jarque-Bera (JB):       38.818
Skew:                   -1.815    Prob(JB):               3.72e-09
Kurtosis:                8.585    Cond. No.                30.9
=====

Notes:
[1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified.

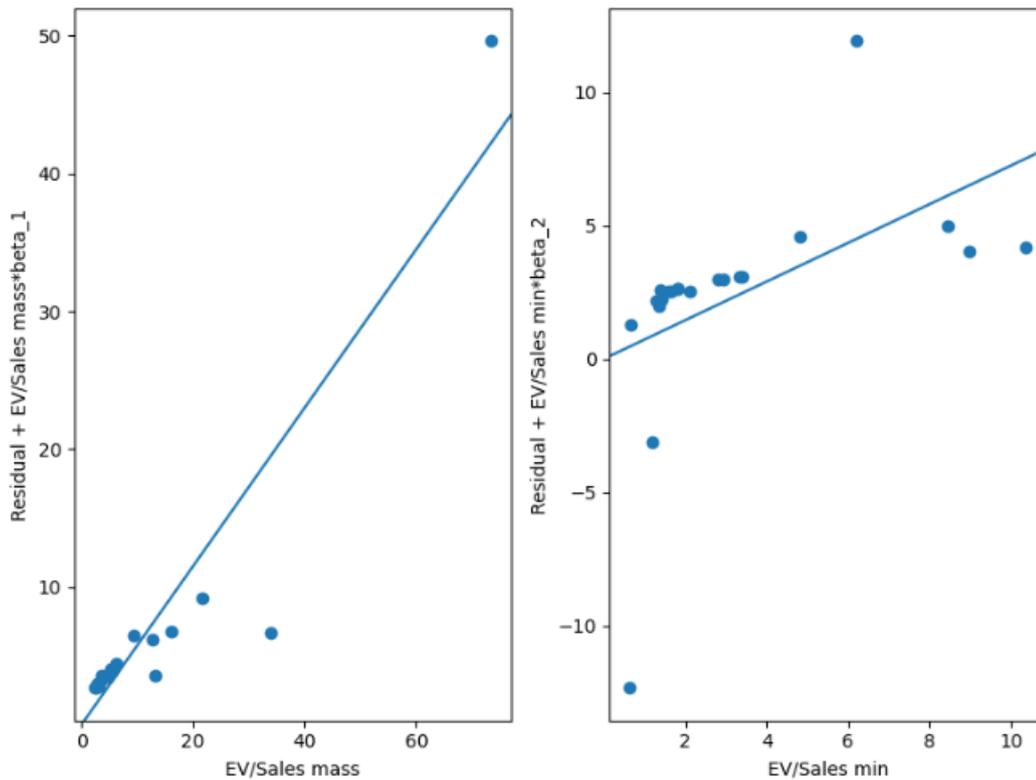
```

Dal punto di vista finanziario, questo modello mostra un R-squared di 0.887. Ciò indica che l'88.7% della variazione del multiplo medio è spiegata tramite i multipli massimi e minimi annuali. Questa forte relazione sottolinea quanto i picchi e i minimi possano essere predittivi del valore medio annuo, fornendo una base solida per interpretare come le valutazioni di mercato influenzano il multiplo attraverso l'anno.

Dal punto di vista statistico, l'F-statistic è 70.53 e il suo p-value quasi nullo di 3.05e-09, indicano che il modello è molto robusto e che le variabili indipendenti selezionate spiegano significativamente la variabile dipendente. La significatività del coefficiente per il multiplo massimo, con un p-value di 0.000 conferma la sua forte influenza sul multiplo medio. Il coefficiente per il multiplo minimo ha un p-value, invece, di 0.041, segnalando anche una rilevante, sebbene meno marcata, capacità di prevedere il multiplo medio.

Tuttavia, la skewness di -1.815 e una kurtosis di 8.585 indicano che i residui non sono distribuiti normalmente, avendo una distribuzione piuttosto asimmetrica e leptocurtica. Questo è ulteriormente confermato dal test di Jarque-Bera, che rifiuta l'ipotesi di normalità con un p-value di 3.72e-09.

Component-Component Plus Residual Plot



Nel grafico osserviamo delle deviazioni di qualche punto dal modello, indicative di possibili valori anomali che distorcono la relazione generale. Tuttavia, a parte questi outlier, la relazione lineare sembra essere molto forte, con i punti dati che aderiscono strettamente alla linea di regressione, suggerendo che il multiplo massimo ha una forte influenza sul multiplo medio. I multipli minimi mostrano anch'essi una tendenza lineare ma con una maggiore dispersione dei residui, specialmente per valori negativi di essi. Questo suggerisce che il multiplo minimo, sebbene correlato, ha un'influenza meno diretta e più variabile sul multiplo medio rispetto al multiplo massimo.

Dal punto di vista statistico, la presenza di qualche outlier e la distribuzione dei residui in entrambi i grafici suggeriscono anche la possibile presenza di eteroschedasticità, ovvero una variabilità dei residui non costante.

#### 4.7.1 Outputs della regressione tra i multipli valore d'impresa/vendite massimo, minimo e medio calcolati su base annuale applicando i logaritmi ai dati originali

```

=====
                        OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:          EV/Sales media   R-squared:              0.936
Model:                  OLS              Adj. R-squared:         0.929
Method:                 Least Squares    F-statistic:            132.5
Date:                   Sun, 09 Feb 2025  Prob (F-statistic):     1.71e-11
Time:                   12:43:29         Log-Likelihood:         2.9745
No. Observations:      21              AIC:                    0.05092
Df Residuals:          18              BIC:                    3.184
Df Model:               2
Covariance Type:       nonrobust
=====
                        coef      std err          t      P>|t|      [0.025      0.975]
-----
const                -0.1505      0.114        -1.316      0.205      -0.391      0.090
EV/Sales mass         0.6108      0.060        10.159      0.000      0.485      0.737
EV/Sales min          0.4949      0.070         7.067      0.000      0.348      0.642
=====
Omnibus:              6.866      Durbin-Watson:          1.721
Prob(Omnibus):        0.032      Jarque-Bera (JB):       7.680
Skew:                 -0.083     Prob(JB):               0.0215
Kurtosis:             5.958     Cond. No.                6.23
=====
Notes:
[1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified.

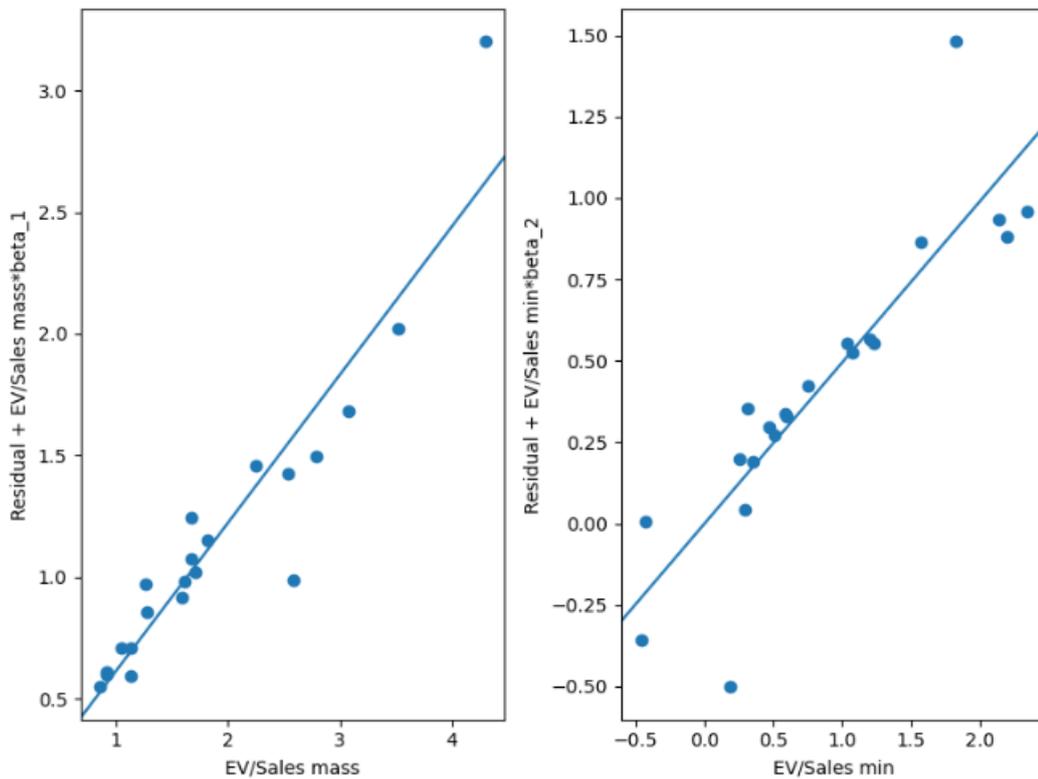
```

Analizzando il modello di regressione da una prospettiva finanziaria, l'uso dei logaritmi ha migliorato notevolmente l'adattamento del modello, con un R-squared elevato a 0.936, dimostrando che il 93.6% della variazione del multiplo medio è spiegata attraverso i multipli massimi e minimi. Questo alto livello di spiegazione è indicativo di una forte e consistente relazione tra i picchi e i minimi del multiplo e il loro valore medio, suggerendo che i logaritmi aiutano a stabilizzare la varianza e migliorano la linearità delle relazioni tra le variabili.

Dal punto di vista statistico, il modello è eccezionalmente robusto, come indicato dall'F-statistic di 132.5 e dal suo p-value quasi nullo di 1.71e-11, che mostrano la solidità del modello e l'efficacia delle variabili indipendenti nel prevedere la variabile dipendente. Entrambi i coefficienti per i multipli massimi e minimi hanno p-value di 0.000, confermando la loro significativa influenza sul multiplo medio.

La statistica Durbin-Watson di 1.721 potrebbe indicare una leggera autocorrelazione positiva tra i residui, sebbene non sia eccessivamente alta. La skewness di -0.083 e una kurtosis di 5.958 suggeriscono che i residui sono moderatamente asimmetrici e presentano una distribuzione con code pesanti, ma non estremamente lontani dalla normalità, come confermato dal test di Jarque-Bera con un p-value di 0.0215, che non rifiuta l'ipotesi di normalità dei residui. Questo suggerisce che il modello, pur mostrando alcune peculiarità nella distribuzione dei residui, fornisce comunque inferenze statistiche valide.

Component-Component Plus Residual Plot



L'applicazione dei logaritmi ai dati originali dei multipli ha permesso di ottenere una relazione più lineare e una migliore aderenza dei punti dati alla linea di regressione, come mostrato nei grafici. L'uso dei logaritmi riduce l'effetto degli outlier e normalizza la distribuzione dei dati, rendendo le relazioni tra i multipli più chiare e interpretabili.

Nel primo grafico, relativo ai multipli massimi, si osserva una forte correlazione lineare con i multipli medi, con i residui che mostrano un incremento costante e prevedibile con l'aumentare del multiplo massimo, indicando che il modello logaritmico è efficace nel catturare la relazione tra questi multipli. Questo suggerisce che i periodi di valutazione elevata influenzano significativamente la media annuale del multiplo. Per quanto riguarda i multipli minimi, invece, anche se la relazione è altrettanto linearmente forte, la dispersione dei residui è leggermente maggiore rispetto al primo grafico. Ciò indica che i multipli minimi, sebbene abbiano un impatto sulla media annuale, risultano avere una variabilità maggiore rispetto ai multipli massimi.

#### 4.7.2 Outputs della regressione tra i multipli valore d'impresa/vendite massimo, minimo e medio calcolati su base annuale applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali

```

=====
                        OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:          EV/Sales media    R-squared:              0.895
Model:                  OLS               Adj. R-squared:         0.883
Method:                 Least Squares    F-statistic:            72.56
Date:                   Sun, 09 Feb 2025  Prob (F-statistic):     4.73e-09
Time:                   12:44:37         Log-Likelihood:         1.6321
No. Observations:      20               AIC:                   2.736
Df Residuals:           17               BIC:                   5.723
Df Model:               2
Covariance Type:       nonrobust
=====
                        coef    std err          t      P>|t|      [0.025    0.975]
-----
const                -0.0520      0.055     -0.937     0.362     -0.169     0.065
EV/Sales mass         0.3412      0.107      3.202     0.005      0.116     0.566
EV/Sales min          0.7059      0.076      9.266     0.000      0.545     0.867
=====
Omnibus:                9.455    Durbin-Watson:          1.926
Prob(Omnibus):          0.009    Jarque-Bera (JB):        6.765
Skew:                   -1.234    Prob(JB):                0.0340
Kurtosis:               4.422    Cond. No.                 2.15
=====

Notes:
[1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified.

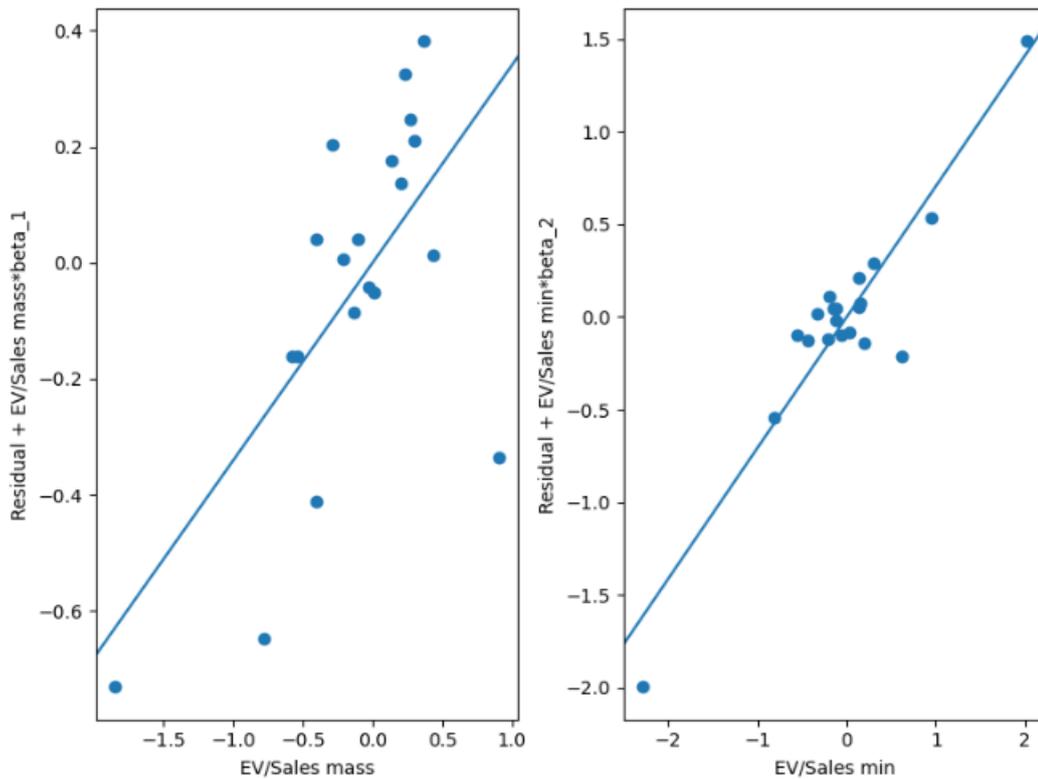
```

Analizzando il modello di regressione da una prospettiva finanziaria, l'applicazione delle variazioni logaritmiche ai dati mostra che l'89.5% della variazione del multiplo medio è spiegata attraverso i multipli massimi e minimi, come indicato da un R-squared di 0.895. Questo evidenzia una relazione forte e significativa tra i picchi e i minimi del multiplo e il valore medio, dimostrando che le variazioni logaritmiche aiutano a catturare le dinamiche di mercato in maniera efficace.

Dal punto di vista statistico, l'F-statistic alto di 72.56 e il suo p-value quasi nullo di 4.73e-09, confermano che il modello è robusto e che le variabili indipendenti hanno un impatto significativo sulla variabile dipendente. I p-value di 0.005 per il multiplo massimo e di 0.000 per il multiplo minimo indicano che entrambe le variabili sono statisticamente significative nel prevedere il multiplo medio.

La statistica Durbin-Watson di 1.926 è vicina al valore ideale di 2, indicando una bassa autocorrelazione tra i residui, il che è positivo per la validità del modello. Tuttavia, la skewness di -1.234 e una kurtosis di 4.422 suggeriscono che i residui non sono distribuiti normalmente, presentando asimmetria negativa e code pesanti. Nonostante ciò, il test di Jarque-Bera con un p-value di 0.0340 rifiuta l'ipotesi di normalità dei residui.

Component-Component Plus Residual Plot



Nel primo grafico relativo ai multipli massimi notiamo alcuni punti che deviano significativamente dalla linea di regressione. I residui si distribuiscono in maniera relativamente asimmetrica attorno alla linea, con un'apparente tendenza a concentrarsi maggiormente sopra la linea di regressione per valori più alti del multiplo massimo. Relativamente ai multipli minimi, invece, si osserva una linea di regressione che si adatta meglio ai dati rispetto al primo grafico, indicando una correlazione più forte e meno variabile con i multipli medi, suggerendo che i periodi di minima valutazione hanno un impatto relativamente prevedibile e consistente sui multipli medi annui.

#### 4.7.3 Outputs della regressione tra i multipli valore d'impresa/vendite massimo, minimo e medio calcolati su base semestrale con dati originali

```
=====
                        OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:          EV/Sales media    R-squared:                0.718
Model:                  OLS              Adj. R-squared:           0.703
Method:                 Least Squares    F-statistic:              47.15
Date:                   Sun, 09 Feb 2025  Prob (F-statistic):      6.67e-11
Time:                   12:56:33         Log-Likelihood:          -111.43
No. Observations:      40              AIC:                     228.9
Df Residuals:          37              BIC:                     233.9
Df Model:               2
Covariance Type:       nonrobust
=====
                        coef    std err          t      P>|t|    [0.025    0.975]
-----
const                -2.0853     1.074     -1.942    0.060    -4.261     0.091
EV/Sales mass         0.3205     0.064     4.973    0.000     0.190     0.451
EV/Sales min          1.4294     0.292     4.893    0.000     0.837     2.021
=====
Omnibus:              40.662    Durbin-Watson:           2.672
Prob(Omnibus):        0.000    Jarque-Bera (JB):       275.944
Skew:                 1.993    Prob(JB):               1.20e-60
Kurtosis:             15.234    Cond. No.               24.2
=====

Notes:
[1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified.
```

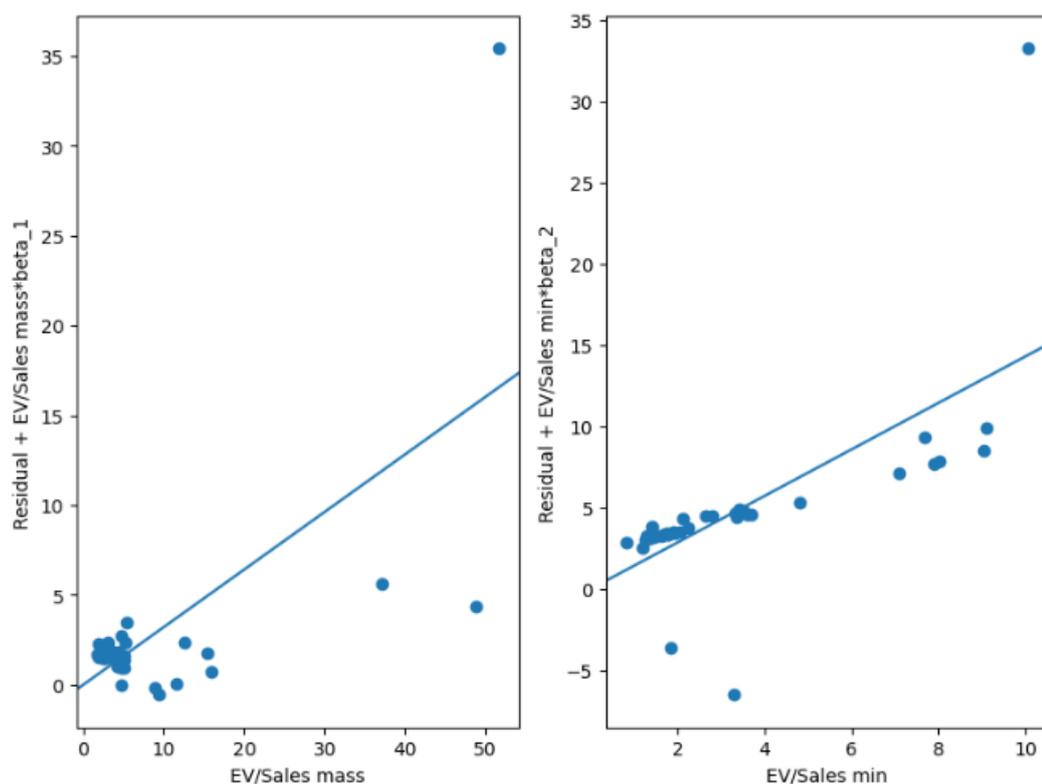
Esaminando il modello di regressione da un punto di vista finanziario, notiamo che l'R-squared di 0.718 indica che circa il 71.8% della variazione del multiplo medio è spiegata attraverso i multipli massimi e minimi calcolati su base semestrale. Questo suggerisce una relazione significativa ma non estremamente forte.

Dal punto di vista statistico, l'F-statistic di 47.15 ed il suo p-value di 6.67e-11 supportano la robustezza del modello, indicando che le variabili indipendenti sono adeguatamente selezionate per spiegare la variabile dipendente. I coefficienti per i multipli massimi e minimi hanno p-value di 0.000, confermando la loro significativa influenza sul multiplo medio.

Tuttavia, il valore della skewness di 1.993 e della kurtosis di 15.234, sono indicativi di una distribuzione dei residui che non è normale e che presenta code pesanti. Inoltre, il test di Jarque-Bera conferma fortemente la non-normalità con un p-value di 1.20e-60.

La statistica Durbin-Watson di 2.672 è ottimale, indicando che non ci sono autocorrelazioni significative dei residui.

Component-Component Plus Residual Plot



Nei grafici si notano degli outlier che si distaccano significativamente dalla tendenza generale indicata dalle linee di regressione. Tuttavia, la restante maggior parte dei dati, sia per i multipli massimi e minimi segue una tendenza lineare abbastanza forte, suggerendo che in condizioni normali hanno una correlazione diretta e significativa con i multipli medi. Per quanto riguarda i multipli minimi, la relazione è più omogenea e meno influenzata da outlier estremi, mostrando una correlazione lineare leggermente più costante. Questo suggerisce che i multipli minimi hanno una relazione più prevedibile e meno volatile con i multipli medi.

#### 4.7.4 Outputs della regressione tra i multipli valore d'impresa/vendite massimo, minimo e medio calcolati su base semestrale applicando i logaritmi ai dati originali

```

=====
                        OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:          EV/Sales media   R-squared:                0.948
Model:                  OLS              Adj. R-squared:           0.946
Method:                 Least Squares    F-statistic:              339.4
Date:                   Sun, 09 Feb 2025  Prob (F-statistic):      1.58e-24
Time:                   12:57:11        Log-Likelihood:           15.327
No. Observations:      40              AIC:                      -24.65
Df Residuals:          37              BIC:                      -19.59
Df Model:               2
Covariance Type:       nonrobust
=====
                    coef    std err          t      P>|t|      [0.025    0.975]
-----
const                0.0094    0.058         0.161    0.873    -0.109    0.128
EV/Sales mass        0.4300    0.045         9.529    0.000     0.339    0.521
EV/Sales min         0.6187    0.058        10.606    0.000     0.501    0.737
=====
Omnibus:                 32.923   Durbin-Watson:           2.570
Prob(Omnibus):           0.000   Jarque-Bera (JB):        144.939
Skew:                    1.682   Prob(JB):                 3.36e-32
Kurtosis:                11.698   Cond. No.                 5.94
=====

Notes:
[1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified.

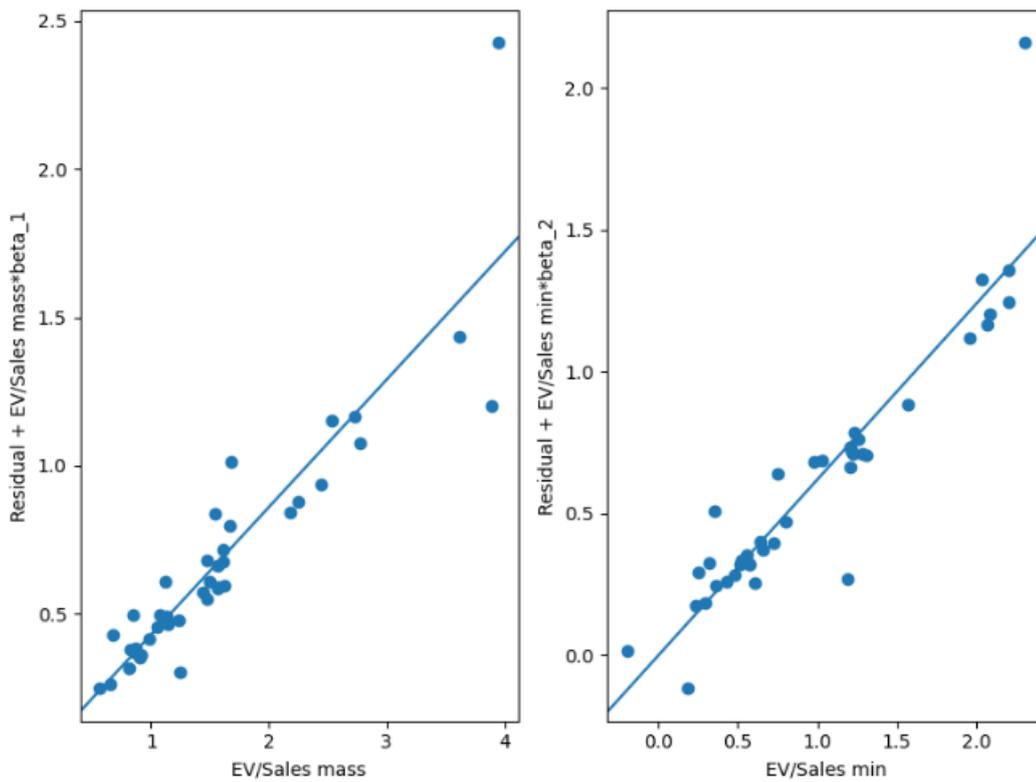
```

Nell'analisi del modello di regressione osserviamo un R-squared molto alto, pari a 0.948. Questo indica che il 94.8% della variazione del multiplo medio è spiegata dai valori massimi e minimi, mostrando un'eccellente capacità del modello di catturare le dinamiche di mercato. La relazione tra i multipli massimi e minimi e il valore medio è quindi molto forte, suggerendo che i logaritmi offrono un modo efficace per linearizzare e stabilizzare la relazione tra le variabili.

Dal punto di vista statistico, l'F-statistic estremamente alto di 339.4 ed il suo p-value di 1.58e-24, indicano che il modello è eccezionalmente robusto e che le variabili indipendenti sono molto significative nel prevedere la variabile dipendente. I p-value dei coefficienti per i multipli massimi e minimi sono entrambi 0.000, confermando la loro forte influenza sul multiplo medio.

La statistica Durbin-Watson di 2.570 è vicina al valore ideale di 2, indicando un'adeguata indipendenza dei residui. Tuttavia, la skewness di 1.682 e la kurtosis di 11.698 indicano che i residui seguono una distribuzione che non è perfettamente normale, con una certa asimmetria e code pesanti. Il test di Jarque-Bera rifiuta la normalità dei residui con un p-value molto basso di 3.66e-32.

Component-Component Plus Residual Plot



Nel grafico dei multipli massimi la maggior parte dei punti aderisce bene alla linea di regressione. Questo indica che i multipli massimi mantengono una relazione proporzionale con i multipli medi. Si nota solo un punto dati che devia significativamente verso l'alto rispetto alla linea di tendenza. Lo stesso discorso vale per i multipli minimi che dimostrano una relazione lineare altrettanto forte, con i dati che mostrano una leggera conformità in più alla linea di regressione rispetto ai multipli massimi.

Dal punto di vista statistico, l'applicazione di logaritmi ha aiutato a normalizzare i dati e a ridurre l'effetto degli estremi, rendendo la relazione tra i multipli più omogenea e prevedibile.

#### 4.7.5 Outputs della regressione tra i multipli valore d'impresa/vendite massimo, minimo e medio calcolati su base semestrale applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali

```

=====
                        OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:          EV/Sales media   R-squared:              0.776
Model:                  OLS              Adj. R-squared:         0.763
Method:                 Least Squares   F-statistic:            62.20
Date:                   Sun, 09 Feb 2025  Prob (F-statistic):     2.09e-12
Time:                   12:57:34        Log-Likelihood:         -2.4831
No. Observations:      39              AIC:                    10.97
Df Residuals:           36              BIC:                    15.96
Df Model:               2
Covariance Type:       nonrobust
=====
                        coef      std err          t      P>|t|      [0.025    0.975]
-----+-----
const                  -0.0081     0.043     -0.186     0.853     -0.096     0.080
EV/Sales mass          0.3373     0.084     4.010     0.000     0.167     0.508
EV/Sales min           0.8727     0.152     5.760     0.000     0.565     1.180
=====
Omnibus:                13.628    Durbin-Watson:          2.871
Prob(Omnibus):          0.001    Jarque-Bera (JB):       54.778
Skew:                   0.024    Prob(JB):                1.27e-12
Kurtosis:               8.806    Cond. No.                3.78
=====
Notes:
[1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified.

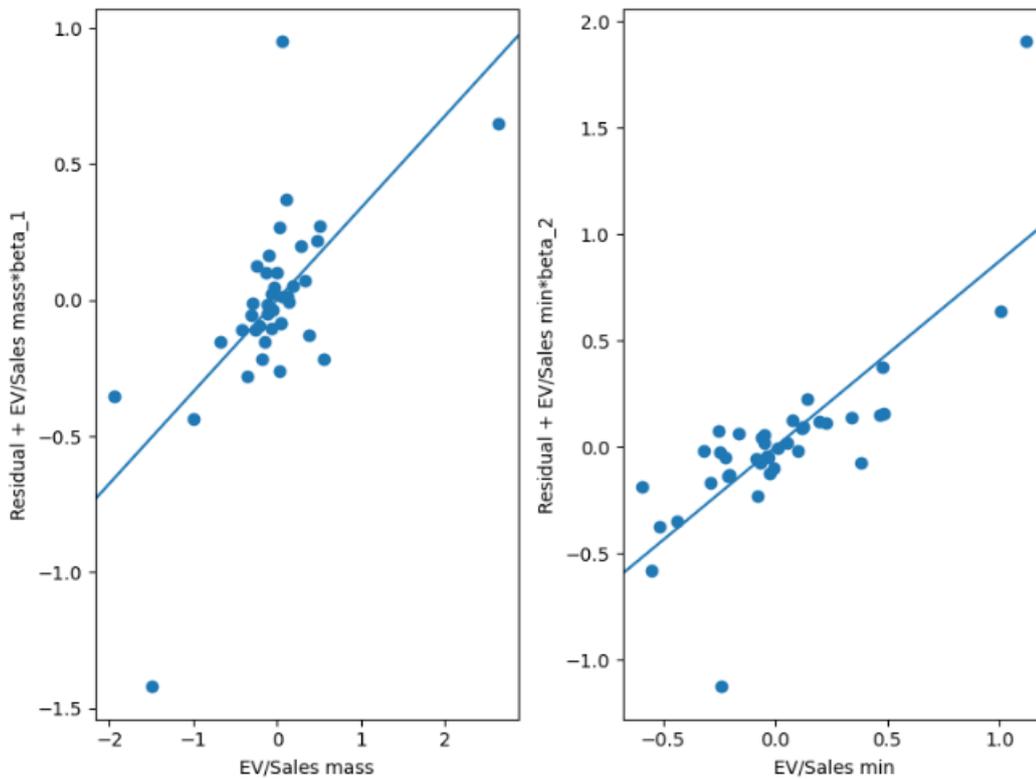
```

Questo modello di regressione mostra un R-squared di 0.776, indicando che circa il 77.6% della variazione del multiplo medio è spiegata dai multipli massimi e minimi. Questo suggerisce una relazione significativa e robusta tra le variazioni estreme e il valore medio.

Dal punto di vista statistico, l'F-statistic di 62.20 ed il suo p-value estremamente basso di 2.09e-12 confermano la robustezza del modello e l'efficacia delle variabili indipendenti nel prevedere la variabile dipendente. Il p-value di 0.000 per i coefficienti dei multipli massimi e minimi dimostra la loro significatività statistica nel modello.

La statistica Durbin-Watson di 2.871 indica una buona indipendenza dei residui, con una scarsa probabilità di autocorrelazione significativa, il che è favorevole per l'affidabilità delle previsioni del modello. Tuttavia, il valore di skewness di 0.024 e la kurtosis di 8.806 mostrano che i residui non sono distribuiti normalmente, tendendo verso una distribuzione con code pesanti. Inoltre, il test di Jarque-Bera conferma la non-normalità dei residui con un p-value estremamente basso, di 1.27e-12.

Component-Component Plus Residual Plot



Dai grafici si nota che i punti sono distribuiti abbastanza omogeneamente attorno alla linea di regressione suggerendo una buona correlazione tra le variazioni logaritmiche dei multipli massimi e minimi e le variazioni logaritmiche dei multipli medi. Tuttavia, sono presenti alcuni outliers che potrebbero indicare momenti in cui le variazioni logaritmiche nei multipli massimi e minimi non si riflettono proporzionalmente nelle variazioni logaritmiche dei multipli medi, suggerendo possibili effetti di volatilità. I multipli minimi, si distribuiscono leggermente meglio attorno alla linea di regressione, indicando una più leggera stabilità rispetto ai multipli massimi. Questo suggerisce che le variazioni nei multipli minimi tendono a essere leggermente più prevedibili e che seguono un pattern più regolare rispetto ai picchi di valutazione.

## 4.8 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo prezzo/valore contabile calcolati su base annua con i dati originali

```
import pandas as pd
file_path = "C:/Users/39392/OneDrive/Desktop/Multipli calcolati su base annuale.xlsx"
data = pd.read_excel(file_path)
data.head()
```

```
# Selezione delle colonne per la regressione
x = data[['P/Book mass', 'P/Book min']]
y = data[['P/Book media']]

# Aggiunta della costante al modello
x = sm.add_constant(x)

# Creazione del modello di regressione lineare
model = sm.OLS(y, x, missing='drop')
results = model.fit()

# Stampa dei risultati
print(results.summary())
```

```
# Grafico CCPR per il modello
fig = plt.figure(figsize=(8, 12))
plot_ccpr_grid(results, fig=fig)
plt.show()
```

### 4.8.1 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo prezzo/valore contabile calcolati su base annua applicando i logaritmi ai dati originali

```
# Applicazione dei logaritmi ai dati per la regressione
x_log = np.log(data[['P/Book mass', 'P/Book min']])
y_log = np.log(data[['P/Book media']])

# Aggiunta della costante al modello logaritmico
x_log = sm.add_constant(x_log)

# Creazione del modello di regressione lineare sui dati logaritmici
model_log = sm.OLS(y_log, x_log, missing='drop')
results_log = model_log.fit()

# Stampa dei risultati del modello logaritmico
print(results_log.summary())
```

```
# Grafico CCPR per il modello logaritmico
fig_ccpr_log = plt.figure(figsize=(8, 12))
plot_ccpr_grid(results_log, fig=fig_ccpr_log)
plt.show()
```

#### 4.8.2 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo prezzo/valore contabile calcolati su base annua applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali

```
# Calcolo delle variazioni Logaritmiche
x_diff_log = np.log(data[['P/Book mass', 'P/Book min']]).diff().dropna()
y_diff_log = np.log(data['P/Book media']).diff().dropna()

# Allineamento degli indici dopo il differenziale
x_diff_log, y_diff_log = x_diff_log.align(y_diff_log, join='inner', axis=0)

# Aggiunta della costante al modello con variazioni Logaritmiche
x_diff_log = sm.add_constant(x_diff_log)

# Creazione del modello di regressione lineare con variazioni Logaritmiche
model_diff_log = sm.OLS(y_diff_log, x_diff_log)
results_diff_log = model_diff_log.fit()

# Stampa dei risultati del modello con variazioni Logaritmiche
print(results_diff_log.summary())
```

```
# Grafico CCPR per il modello con variazioni Logaritmiche
fig_ccpr_diff_log = plt.figure(figsize=(8, 12))
plot_ccpr_grid(results_diff_log, fig=fig_ccpr_diff_log)
plt.show()
```

#### 4.8.3 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo prezzo/valore contabile calcolati su base semestrale con i dati originali

```
import pandas as pd
file_path = "C:/Users/39392/OneDrive/Desktop/Multipli calcolati su base semestrale.xlsx"
data = pd.read_excel(file_path)
data.head()
```

```
# Selezione delle colonne per la regressione
x = data[['P/Book mass', 'P/Book min']]
y = data['P/Book media']

# Aggiunta della costante al modello
x = sm.add_constant(x)

# Creazione del modello di regressione lineare
model = sm.OLS(y, x, missing='drop')
results = model.fit()

# Stampa dei risultati
print(results.summary())
```

```
# Grafico CCPR per il modello
fig = plt.figure(figsize=(8, 12))
plot_ccpr_grid(results, fig=fig)
plt.show()
```

#### 4.8.4 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo prezzo/valore contabile calcolati su base semestrale applicando i logaritmi ai dati originali

```
# Applicazione dei Logaritmi ai dati per la regressione
x_log = np.log(data[['P/Book mass', 'P/Book min']])
y_log = np.log(data['P/Book media'])

# Aggiunta della costante al modello Logaritmico
x_log = sm.add_constant(x_log)

# Creazione del modello di regressione lineare sui dati Logaritmici
model_log = sm.OLS(y_log, x_log, missing='drop')
results_log = model_log.fit()

# Stampa dei risultati del modello Logaritmico
print(results_log.summary())
```

```
# Grafico CCPR per il modello Logaritmico
fig_ccpr_log = plt.figure(figsize=(8, 12))
plot_ccpr_grid(results_log, fig=fig_ccpr_log)
plt.show()
```

#### 4.8.5 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo prezzo/valore contabile calcolati su base semestrale applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali

```
# Calcolo delle variazioni Logaritmiche
x_diff_log = np.log(data[['P/Book mass', 'P/Book min']]).diff().dropna()
y_diff_log = np.log(data['P/Book media']).diff().dropna()

# Allineamento degli indici dopo il differenziale
x_diff_log, y_diff_log = x_diff_log.align(y_diff_log, join='inner', axis=0)

# Aggiunta della costante al modello con variazioni Logaritmiche
x_diff_log = sm.add_constant(x_diff_log)

# Creazione del modello di regressione lineare con variazioni Logaritmiche
model_diff_log = sm.OLS(y_diff_log, x_diff_log)
results_diff_log = model_diff_log.fit()

# Stampa dei risultati del modello con variazioni Logaritmiche
print(results_diff_log.summary())
```

```
# Grafico CCPR per il modello con variazioni Logaritmiche
fig_ccpr_diff_log = plt.figure(figsize=(8, 12))
plot_ccpr_grid(results_diff_log, fig=fig_ccpr_diff_log)
plt.show()
```

#### 4.9 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo valore d'impresa/vendite calcolati su base annua con i dati originali

```
import pandas as pd
file_path = "C:/Users/39392/OneDrive/Desktop/Multipli calcolati su base annuale.xlsx"
data = pd.read_excel(file_path)
data.head()
```

```
# Selezione delle colonne per la regressione
x = data[['EV/Sales mass', 'EV/Sales min']]
y = data[['EV/Sales media']]

# Aggiunta della costante al modello
x = sm.add_constant(x)

# Creazione del modello di regressione lineare
model = sm.OLS(y, x, missing='drop')
results = model.fit()

# Stampa dei risultati
print(results.summary())
```

```
# Grafico CCPR per il modello
fig = plt.figure(figsize=(8, 12))
plot_ccpr_grid(results, fig=fig)
plt.show()
```

#### 4.9.1 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo valore d'impresa/vendite calcolati su base annua applicando i logaritmi ai dati originali

```
# Applicazione dei logaritmi ai dati per la regressione
x_log = np.log(data[['EV/Sales mass', 'EV/Sales min']])
y_log = np.log(data[['EV/Sales media']])

# Aggiunta della costante al modello Logaritmico
x_log = sm.add_constant(x_log)

# Creazione del modello di regressione lineare sui dati Logaritmici
model_log = sm.OLS(y_log, x_log, missing='drop')
results_log = model_log.fit()

# Stampa dei risultati del modello Logaritmico
print(results_log.summary())
```

```
# Grafico CCPR per il modello Logaritmico
fig_ccpr_log = plt.figure(figsize=(8, 12))
plot_ccpr_grid(results_log, fig=fig_ccpr_log)
plt.show()
```

#### 4.9.2 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo valore d'impresa/vendite calcolati su base annua applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali

```
# Calcolo delle variazioni Logaritmiche
x_diff_log = np.log(data[['EV/Sales mass', 'EV/Sales min']]).diff().dropna()
y_diff_log = np.log(data['EV/Sales media']).diff().dropna()

# Allineamento degli indici dopo il differenziale
x_diff_log, y_diff_log = x_diff_log.align(y_diff_log, join='inner', axis=0)

# Aggiunta della costante al modello con variazioni Logaritmiche
x_diff_log = sm.add_constant(x_diff_log)

# Creazione del modello di regressione lineare con variazioni Logaritmiche
model_diff_log = sm.OLS(y_diff_log, x_diff_log)
results_diff_log = model_diff_log.fit()

# Stampa dei risultati del modello con variazioni Logaritmiche
print(results_diff_log.summary())
```

```
# Grafico CCPR per il modello con variazioni Logaritmiche
fig_ccpr_diff_log = plt.figure(figsize=(8, 12))
plot_ccpr_grid(results_diff_log, fig=fig_ccpr_diff_log)
plt.show()
```

#### 4.9.3 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo valore d'impresa/vendite calcolati su base semestrale con i dati originali

```
import pandas as pd
file_path = "C:/Users/39392/OneDrive/Desktop/Multipli calcolati su base semestrale.xlsx"
data = pd.read_excel(file_path)
data.head()
```

```
# Selezione delle colonne per la regressione
x = data[['EV/Sales mass', 'EV/Sales min']]
y = data['EV/Sales media']

# Aggiunta della costante al modello
x = sm.add_constant(x)

# Creazione del modello di regressione lineare
model = sm.OLS(y, x, missing='drop')
results = model.fit()

# Stampa dei risultati
print(results.summary())
```

```
# Grafico CCPR per il modello
fig = plt.figure(figsize=(8, 12))
plot_ccpr_grid(results, fig=fig)
plt.show()
```

#### 4.9.4 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo valore d'impresa/vendite calcolati su base semestrale applicando i logaritmi ai dati originali

```
# Applicazione dei Logaritmi ai dati per la regressione
x_log = np.log(data[['EV/Sales mass', 'EV/Sales min']])
y_log = np.log(data['EV/Sales media'])

# Aggiunta della costante al modello Logaritmico
x_log = sm.add_constant(x_log)

# Creazione del modello di regressione lineare sui dati Logaritmici
model_log = sm.OLS(y_log, x_log, missing='drop')
results_log = model_log.fit()

# Stampa dei risultati del modello Logaritmico
print(results_log.summary())
```

```
# Grafico CCPR per il modello Logaritmico
fig_ccpr_log = plt.figure(figsize=(8, 12))
plot_ccpr_grid(results_log, fig=fig_ccpr_log)
plt.show()
```

#### 4.9.5 Codici utilizzati per le regressioni tra i valori massimi, minimi e medi del multiplo valore d'impresa/vendite calcolati su base semestrale applicando le variazioni logaritmiche ai dati originali

```
# Calcolo delle variazioni Logaritmiche
x_diff_log = np.log(data[['EV/Sales mass', 'EV/Sales min']]).diff().dropna()
y_diff_log = np.log(data['EV/Sales media']).diff().dropna()

# Allineamento degli indici dopo il differenziale
x_diff_log, y_diff_log = x_diff_log.align(y_diff_log, join='inner', axis=0)

# Aggiunta della costante al modello con variazioni Logaritmiche
x_diff_log = sm.add_constant(x_diff_log)

# Creazione del modello di regressione lineare con variazioni Logaritmiche
model_diff_log = sm.OLS(y_diff_log, x_diff_log)
results_diff_log = model_diff_log.fit()

# Stampa dei risultati del modello con variazioni Logaritmiche
print(results_diff_log.summary())
```

```
# Grafico CCPR per il modello con variazioni Logaritmiche
fig_ccpr_diff_log = plt.figure(figsize=(8, 12))
plot_ccpr_grid(results_diff_log, fig=fig_ccpr_diff_log)
plt.show()
```

## CONCLUSIONI

Lo studio ha esplorato in maniera approfondita le dinamiche dei multipli finanziari della società Retelit S.p.A., utilizzando dati storici estratti dal terminale Bloomberg. L'analisi dettagliata dei multipli ha permesso di evidenziare non solo la stabilità finanziaria dell'azienda, ma anche la sua reattività alle fluttuazioni di mercato. L'utilizzo di modelli di regressione e le trasformazioni dei dati nelle forme logaritmiche e di variazioni logaritmiche ha migliorato la comprensione dell'impatto dei valori estremi sui valori medi dei multipli, offrendo spunti preziosi sulla volatilità e la resilienza della società in questione.

I risultati delle regressioni multiple, utilizzando sia dati originali che trasformati, confermano una forte dipendenza dei valori medi dei multipli dai loro corrispettivi massimi e minimi. Questo suggerisce che le fluttuazioni nei valori estremi dei multipli possono essere considerate indicatori affidabili del comportamento dei valori medi, elementi cruciali per decisioni di investimento e valutazioni aziendali.

Inoltre, l'approfondimento metodologico impiegato ha rivelato che, mentre i dati logaritmici offrono una panoramica più normalizzata e meno sensibile agli outlier, le variazioni logaritmiche forniscono una prospettiva dinamica che cattura più fedelmente le tendenze progressive e regressive dei multipli nel tempo.

Le implicazioni di questa ricerca sono significative per gli stakeholder interni ed esterni a Retelit S.p.A. . Per gli investitori, la comprensione dettagliata dei multipli può guidare strategie di investimento più informate, specialmente in contesti di mercato volatili. Per la gestione aziendale, i risultati enfatizzano la necessità di strategie di mitigazione del rischio che considerino la volatilità dei multipli come fattore chiave nella pianificazione finanziaria e operativa.

## BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

<https://it.wikipedia.org/wiki/Retelit>

<https://learn.luiss.it/>

LUISS, LM19F - ECONOMIA E FINANZA, SBX –FINANZA AZIENDALE AVANZATO, Equity – Public Placement

<https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

“Corporate Finance” Berk– De Marzo

Offerte pubbliche di acquisto, Daniel Foà, Assegnista di ricerca – Università di Bari «Aldo Moro»

[https://corsidilaurea.uniroma1.it/sites/default/files/lezione\\_9\\_eva\\_e\\_multipli\\_di\\_mercato.pdf](https://corsidilaurea.uniroma1.it/sites/default/files/lezione_9_eva_e_multipli_di_mercato.pdf)

RISTRUTTURAZIONE DELLE IMPRESE, I METODI DI VALUTAZIONE D’IMPRESA: EVA ( ECONOMIC VALUE ADDED), I METODI DEI MULTIPLI DI MERCATO, Prof. Raffaele D’Amore

<https://www.retelit.it/>

Avviso di avvenuta pubblicazione del Prospetto Informativo relativo alla Offerta Pubblica di Sottoscrizione di Azioni Ordinarie ePlanet S.p.A. e ammissione alle negoziazioni sul Nuovo Mercato

PROSPETTO INFORMATIVO relativo all’ammissione alla negoziazione sul Nuovo Mercato e all’offerta pubblica di sottoscrizione delle azioni ordinarie

COMUNICAZIONE AI SENSI DELL’ART. 102, COMMA 1, DEL DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998, N. 58, COME SUCCESSIVAMENTE MODIFICATO, E DELL’ART. 37 DEL REGOLAMENTO ADOTTATO DALLA CONSOB CON DELIBERA N. 11971 DEL 14 MAGGIO 1999, COME SUCCESSIVAMENTE MODIFICATO, AVENTE A OGGETTO L’OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO VOLONTARIA TOTALITARIA PROMOSSA DA MARBLES S.P.A. SULLA TOTALITÀ DELLE AZIONI DI RETELIT S.P.A. (LA “COMUNICAZIONE”)

[https://it.wikipedia.org/wiki/Bloomberg\\_\(azienda\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Bloomberg_(azienda))

<https://it.wikipedia.org/wiki/Bloomberg>

<https://www.bloomberg.com/>

<https://www.bloomberg.com/professional/products/bloomberg-terminal/>

Terminale di Bloomberg LUISS

Ticker: LIT IM Equity, Periodicità: Annuali, Valuta: EUR, Società: Retelit S.p.A., Multipli

Ticker: LIT IM Equity, Periodicità: Semestrali, Valuta: EUR, Società: Retelit S.p.A., Multipli