



Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Initial Public Offering (IPO):
La quotazione delle aziende al
NYSE

Prof. Roberto Mazzei

RELATORE

Valerio Calicchia Matr. 278621

CANDIDATO

Anno Accademico 2024-2025

Ai miei genitori,

INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO): La quotazione delle aziende al NYSE

LISTA FIGURE.....	v
INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1- I Mercati Finanziari.....	2
1.1 Definizione e Funzioni dei mercati finanziari.....	2
1.1.1 La nozione di mercato finanziario.....	2
1.1.2 Funzioni importanti e istituti finanziari.....	2
1.1.3 La classificazione dei mercati finanziari	5
1.2 I mercati azionari	6
1.2.1 I Sistemi di negoziazione nel mercato americano	6
1.2.2 Il processo di negoziazione nel NYSE	7
1.2.3 Le principali borse valori e gli indici di riferimento	9
1.3 Andamento attuale e dati sul 2024	14
1.3.1 Tendenze del mercato azionario globale	14
1.3.2 L'impatto e l'andamento delle IPO su ogni mercato azionario.	16
CAPITOLO 2 – Iter di quotazione presso il NYSE.....	20
2.1 Organizzazione della prima offerta pubblica (IPO).....	20
2.1.1 IL Processo IPO.....	21
2.1.2 Il <i>prospectus</i> e il ruolo della SEC (Securities and Exchange Commission).....	22
2.1.3 Requisiti e procedure per la quotazione	27
2.2 Determinazione del prezzo di emissione.....	29
2.2.1 Metodi di pricing più utilizzati.....	30
2.3 Il ruolo del sottoscrittore	32
2.3.1 Funzioni e responsabilità dell'underwriter.....	32
2.3.2 Scegliere il giusto underwriter	34
CAPITOLO 3- La quotazione di Ferrari presso il NYSE	36
3.1 La Storia Di Ferrari	36
3.2 Risultati Storici.....	37
3.3 Risultati Prospettici.....	38
3.4 Valutazione E Range Di Prezzo.....	39
3.5 Andamento Fin'ora E Prospettive Future.....	40
CONCLUSIONI.....	44
BIBLIOGRAFIA.....	ii
SITOGRAFIA.....	iv

LISTA FIGURE

Figura 1-Grafico indice EUROSTOXX600 da Aprile 2024 a Marzo 2025	14
Figura 2- Grafico indice S&P500 da Aprile 2024 a Marzo 2025.....	15
Figura 3- Grafico ETF IMSCI WORLD da Aprile 2024 a Marzo 2025	15
Figura 4- Andamento IPO per Volume	
Figura 5- andamento IPO per Dollari Raccolti	
.....	17
Figura 6- Numero di IPO e Valore delle IPO conseguite	18

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, l'accesso ai mercati finanziari da parte delle imprese ha assunto un ruolo sempre più centrale nelle strategie di crescita e internazionalizzazione. Tra le modalità più significative per raccogliere capitali, l'Initial Public Offering (IPO), ovvero la prima offerta pubblica di azioni, rappresenta un passaggio cruciale per molte aziende che decidono di quotarsi in Borsa. In questo elaborato ho scelto di approfondire il tema dell'IPO, concentrandomi in particolare sul processo di quotazione presso il New York Stock Exchange (NYSE), uno dei mercati finanziari più importanti e simbolici al mondo. L'obiettivo principale di questo lavoro è comprendere come funziona un'IPO, quali sono le fasi che la compongono, quali attori sono coinvolti e quali implicazioni strategiche comporta per un'azienda. Per rendere l'analisi più concreta e calata nella realtà, ho deciso di affiancare allo studio teorico un caso pratico: la quotazione della Ferrari, marchio storico e simbolo del made in Italy, che nel 2015 ha deciso di sbarcare proprio al NYSE. Per sviluppare questo percorso ho utilizzato un metodo misto: da un lato, ho analizzato testi accademici e manuali di finanza aziendale che trattano i fondamenti dei mercati finanziari e delle IPO; dall'altro, ho consultato fonti online, documenti ufficiali e report di società di consulenza e autorità di vigilanza come la SEC, per osservare il funzionamento concreto del processo di quotazione. Grande spazio è stato riservato anche a fonti digitali e portali di informazione finanziaria per raccogliere dati aggiornati sull'andamento delle IPO a livello globale. La tesi si articola in tre capitoli. Nel primo, vengono illustrati i concetti di base relativi ai mercati finanziari, con un'attenzione particolare al mercato azionario e alle tendenze registrate nel corso del 2024. Il secondo capitolo entra nel vivo dell'iter di quotazione, spiegando passo dopo passo il funzionamento di un'IPO sul mercato americano. Infine, il terzo capitolo è dedicato al caso studio di Ferrari, con un'analisi della sua storia finanziaria, della strategia di pricing adottata e dei risultati ottenuti post-quotazione. Attraverso questo lavoro ho voluto offrire una panoramica chiara e accessibile su un tema spesso percepito come tecnico, con l'auspicio che possa risultare utile a comprendere meglio le logiche che regolano l'ingresso di un'azienda nel mondo della finanza pubblica.

CAPITOLO 1- I Mercati Finanziari

1.1 Definizione e Funzioni dei mercati finanziari

1.1.1 La nozione di mercato finanziario

La nozione di mercato finanziario si riferisce a piattaforme informatiche in cui vengono presentate offerte di acquisto e vendita di strumenti finanziari tramite sistemi telematici. Tuttavia, il concetto può variare e includere luoghi fisici, mercati virtuali o gruppi di individui interessati alla compravendita di questi strumenti. Nei mercati finanziari, si distinguono tre tipi di attori:

- Gli emittenti, che emettono strumenti finanziari per finanziare le proprie attività. Le società per azioni, enti pubblici e lo Stato sono tra i principali emittenti.
- Gli investitori, che partecipano al mercato per acquistare e vendere strumenti finanziari.
- Gli intermediari, che facilitano gli scambi tra emittenti e investitori, agevolando la trasformazione del risparmio in investimenti produttivi. Attualmente, una delle funzioni di intermediazione finanziaria più rilevanti è quella svolta dalle banche nel concedere credito alle imprese e alle famiglie.¹

1.1.2 Funzioni importanti e istituti finanziari

I mercati finanziari hanno il compito economico fondamentale di trasferire direttamente le risorse finanziarie dagli operatori economici che possiedono un'eccedenza (o surplus) di fondi, poiché spendono meno rispetto al loro reddito, verso coloro che hanno una carenza (o deficit), dato che spendono più del loro reddito. Coloro che hanno accantonato risorse e prestano denaro sono noti come fornitori di fondi, unità in surplus o creditori, mentre chi ha bisogno di prestare per coprire le proprie spese è chiamato richiedente di fondi, unità in deficit o debitori. I protagonisti di queste operazioni sono le aziende, le

¹ (Mishkin, 2019); (Pagano, 2020)

amministrazioni pubbliche, le famiglie e i governi stranieri. Pertanto, come già menzionato in precedenza, i mercati finanziari permettono a chi dispone di un eccesso di risorse di trasferirle a chi ne ha bisogno, in cambio della garanzia da parte di chi riceve il finanziamento di restituire risorse in futuro al proprio finanziatore; in termini tecnici, possiamo affermare che i mercati finanziari facilitano la riallocazione del consumo nel tempo. Il trasferimento nel tempo delle risorse può avvenire tramite una banca, che si assume la garanzia del rimborso (è obbligata a restituire i depositi anche in caso di insolvenza dei debitori) e solitamente modifica la scadenza (di solito le banche ottengono prestiti a breve termine e usano tali fondi su scadenze più lunghe). Tuttavia, anche il mercato azionario e quello obbligazionario svolgono questo ruolo, poiché permettono alle aziende di emettere titoli per raccogliere capitale destinato a finanziare i propri investimenti e allo Stato di coprire il proprio deficit, ovvero la differenza tra le entrate fiscali e le spese. Anche questi mercati permettono alle famiglie di investire i propri risparmi, acquistando i titoli emessi dalle aziende e dallo Stato: per le obbligazioni, in cambio della garanzia di un flusso di cedole e del rimborso del capitale; per le azioni, in cambio di un flusso di dividendi. Esiste chiaramente una differenza significativa nel modo in cui i mercati e le banche realizzano questa funzione di trasferimento temporale: nei mercati azionari e obbligazionari, il rischio legato al rendimento del capitale investito (ad esempio, quello derivante da una possibile insolvenza del debitore) grava completamente sull'investitore, mentre quando le banche agiscono come intermediari tra gli investitori e i beneficiari dei fondi, esse si fanno carico di tale rischio. Alcuni soggetti in un'economia stanno ottenendo guadagni superiori a quanto vogliono spendere attualmente. Alcuni, come i pensionati, stanno consumando più di quanto attualmente guadagnano. Quali sono i modi per trasferire il potere d'acquisto da fasi di elevate entrate a fasi di basse entrate? Un modo è "collocare" il proprio patrimonio in investimenti finanziari. Durante i periodi di elevate entrate, si possono impiegare i risparmi in investimenti come azioni e obbligazioni. Durante i periodi di entrate basse, è possibile cedere queste attività per ottenere fondi per le proprie necessità di spesa. Così facendo, i mercati finanziari consentono di prendere decisioni sul momento del consumo mediante l'ottimizzazione temporale del proprio patrimonio.²

² (Beltratti, 2025); (Pagano, 2020)

Quasi tutti i beni immobili portano con se un certo grado di rischio. Quando un imprenditore erige le sue fabbriche, ad esempio, non può prevedere con certezza quali flussi di denaro saranno prodotti. I mercati finanziari e vari strumenti finanziari scambiati in questi mercati offrono agli investitori più favorevoli al rischio la possibilità di affrontare tale rischio, mentre altri soggetti meno propensi al rischio possono scegliere di astenersi e non investire. Per esempio, se l'imprenditore menzionato in precedenza scegliesse di offrire al pubblico sia azioni che obbligazioni, i meno timorosi del rischio acquisteranno le azioni, mentre i più cauti si orienteranno verso le obbligazioni. Pertanto, i mercati finanziari offrono agli investitori, attraverso la selezione di azioni o obbligazioni, e alle aziende, consentendo loro di emettere tali strumenti finanziari, di realizzare la cosiddetta Allocazione del Rischio. Un'altra funzione essenziale dei mercati finanziari consiste nella riduzione delle asimmetrie informative. Da questo fenomeno possono emergere due distinti problemi: la selezione avversa e il morale azzardato. La selezione avversa avviene quando una parte tenta di approfittare di informazioni asimmetriche; per esempio, una persona che fuma potrebbe non rivelare questa informazione quando fa richiesta di un'assicurazione sanitaria. Questo nasconderebbe all'assicuratore il completo rischio potenziale di assicurare la persona. L'azzardo morale, al contrario, si riferisce a scenari in cui le azioni o le condotte di una parte mutano in seguito a una transazione. Per esempio, un proprietario di casa che stipula un'assicurazione contro le inondazioni e poi smette di prendere misure preventive per ridurre i danni provocati dalle inondazioni.³

³ (Richard A. Brealey); (Bodie, 2025); (Mishkin, 2019)

LE ISTITUZIONI FINANZIARIE

Le istituzioni finanziarie sono entità per azioni che si occupano di mettere a disposizione liquidità sul mercato mediante il trasferimento di capitali dagli investitori alle aziende, attraverso prestiti, depositi e investimenti.

1.1.3 La classificazione dei mercati finanziari

I mercati finanziari possono essere classificati secondo diversi criteri:

- In base al ***momento della consegna***, si distinguono in ***mercati a pronti*** (*spot markets*), in cui la consegna degli strumenti finanziari avviene immediatamente, e ***mercati a termine*** (*forward markets*), dove la consegna è posticipata a una data futura stabilita nel contratto.
- In base alla ***tipologia di strumenti finanziari negoziati***, si suddividono in ***mercati obbligazionari*** (*bond markets*), in cui vengono scambiati titoli di debito; ***mercati azionari*** (*equity markets*), dedicati alla negoziazione di titoli di partecipazione societaria; e ***mercati dei derivati*** (*derivatives markets*), in cui si trattano strumenti finanziari il cui valore dipende da asset sottostanti.
- In base alla ***tipologia di emissione***, si distinguono in ***mercati primari*** (*primary markets*), nei quali vengono collocati nuovi strumenti finanziari, e ***mercati secondari*** (*secondary markets*), dove avviene la compravendita di strumenti già emessi.
- In base alla struttura di mercato, si classificano in ***mercati over-the-counter*** (OTC), caratterizzati da negoziazioni bilaterali tra operatori senza un mercato regolamentato centralizzato; ***mercati dei dealer*** (*dealer markets*), in cui gli intermediari finanziari operano come market maker; e ***mercati d'asta*** (*auction markets*), nei quali i prezzi sono determinati attraverso un meccanismo di asta pubblica.⁴

⁴ (Bodie, 2025); (Beltratti, 2025); (Finance, s.d.); (Investopedia F. M., s.d.)

1.2 I mercati azionari

1.2.1 I Sistemi di negoziazione nel mercato americano

Negli Stati Uniti il sistema finanziario è contraddistinto da una forte concorrenza tra le borse regolamentate quali Nasdaq e Nyse e piattaforme alternative come ECN e ATS. Grazie allo sviluppo tecnologico le piattaforme alternative hanno iniziato a prendere sempre più piede garantendo maggiore liquidità e una formazione dei prezzi più efficiente rispetto alle più famose borse valori. Gli ECN (Reti di Comunicazione Elettronica) sono fondamentalmente ATS⁵ completamente elettronici. Negli ultimi tempi, le reti ECN hanno posto una difficoltà per i mercati regolamentati, i quali tentano di opporsi agli ECN creando a loro volta sistemi di trading automatizzati. Un ECN è una rete elettronica che aggrega uno o più importanti intermediari finanziari e traders, permettendo loro di operare senza ulteriori intermediari. Le ECN presentano diversi vantaggi che hanno facilitato la loro veloce diffusione:

- Chiarezza. Tutti gli ordini non eseguiti sono accessibili per la valutazione da parte dei trader di una ECN. Questo offre informazioni significative su offerta e domanda, e i trader le possono utilizzare per delineare la loro strategia. Sebbene alcune borse offrano queste informazioni, non sono mai così aggiornate o complete come quelle di una rete ECN.
- Spese inferiori. Grazie all'assenza di un intermediario e delle loro commissioni, le spese delle transazioni effettuate su una ECN possono risultare inferiori.
- Realizzazione più veloce. Essendo le ECN completamente automatizzate, le operazioni vengono concordate e confermate più rapidamente rispetto ad altri sistemi. Per molti operatori di mercato questo non ha molta rilevanza, ma per chi cerca di guadagnare dalle piccole variazioni di prezzo è un aspetto cruciale.
- Negoziazione after-hours. Prima dell'introduzione delle ECN, solo i trader istituzionali potevano negoziare titoli dopo la chiusura delle borse giornaliere. Molti aggiornamenti e informazioni diventano accessibili solo in quel momento,

⁵ ATS (Alternative Trading Systems) sono piattaforme di negoziazione alternative ai mercati regolamentati, che consentono l'incontro degli ordini in modo elettronico, spesso con minore trasparenza rispetto alle borse ufficiali.

mentre in passato i piccoli investitori erano esclusi dalle transazioni su tali dati. Poiché un'ECN è sempre aperta, le operazioni possono proseguire per tutto il giorno.

Quindi, per fare maggiore chiarezza, il NYSE è un mercato regolamentato ufficiale supervisionato dalla SEC e che prevede due modalità di negoziazione, umana ed elettronica, mentre gli ECN e gli ATS sono mercati alternativi, anch'essi supervisionati dalla SEC, ma che prevedono negoziazione solamente elettronica e dei livelli di trasparenza delle operazioni medio-bassa.⁶

1.2.2 Il processo di negoziazione nel NYSE

Il processo di negoziazione è il meccanismo attraverso il quale gli operatori finanziari possono scambiare fra di loro strumenti finanziari all'interno di mercati organizzati. Questo meccanismo permette l'incontro della domanda e dell'offerta determinando il prezzo degli asset e garantendo la liquidità di mercato. Il processo può avere diverse connotazioni dal punto di vista della trasparenza, velocità di esecuzione ed efficienza complessiva in base alla struttura del mercato e alle modalità operative. Per quanto concerne la struttura di mercato, ad esempio, esistono i cosiddetti market maker, mercati che si basano sull'intervento diretto degli operatori di competenza, quote-driven market, che quotano prezzi di acquisto e vendita garantendo la liquidità ed infine gli order-driven market che vantano di essere privi di intermediari finanziari e che quindi determinano il prezzo in base alle curve di domanda e offerta generate dagli operatori. In secondo luogo, i mercati possono distinguersi anche in base alla continuità delle negoziazioni; oggi giorno la maggior parte dei mercati opera in modo continuo durante l'intero orario di apertura ma esistono anche mercati, nei quali però si negoziano maggiormente obbligazioni, che funzionano tramite aste periodiche in momenti prestabiliti della (Segnaposto1)giornata. Infine, un ulteriore criterio di distinzione è rappresentato dal grado di concentrazione o frammentazione del mercato;⁷

⁶ (d'Italia, Banca, s.d.); (Italiana, s.d.); (Beltratti, 2025); (Mishkin, 2019); (Pagano, 2020); (SEC, s.d.); (FINANZA, s.d.); (BMP, s.d.)

⁷ (Italiana, s.d.) (d'Italia, Banca, s.d.)

I processi di negoziazione all'interno del NYSE si comportano come un mercato ad asta continua in cui le operazioni svolgono un sistema misto che unisce:

- Asta fisica: In passato, le transazioni si svolgevano attraverso il metodo "alle grida" sul pavimento della borsa. In questo scenario, uno specialista (o "market maker") favorisce le operazioni, mantenendo un equilibrio tra domanda e offerta e proponendo proprie quotazioni per garantire un mercato giusto e ben organizzato.
- Piattaforma digitale: Con il progresso della tecnologia, molte transazioni si sono trasferite su piattaforme digitali, consentendo esecuzioni più veloci e un aumento dell'efficienza. Questo sistema misto permette agli investitori di optare per l'esecuzione elettronica immediata o di prendere parte all'asta fisica.

Gli investitori possono impiegare vari tipi di ordini per le loro operazioni:

- Ordine di mercato (Market Order): Esecuzione istantanea al miglior prezzo attualmente disponibile.
- Ordine limite (Limit Order): Esecuzione quando si raggiunge un prezzo definito o migliore.
- Ordine di stop (Stop Order): Si trasforma in un ordine di mercato quando viene toccato un prezzo specifico di attivazione.
- Ordine stop-limit (Stop-Limit Order): Unisce le funzioni degli ordini stop e limite, trasformandosi in un ordine limite quando si raggiunge il prezzo di attivazione.

Questi tipi di ordini forniscono agli investitori la possibilità di gestire le proprie strategie di trading in modo flessibile, consentendo di definire condizioni e limiti per l'esecuzione delle operazioni.

1.2.3 Le principali borse valori e gli indici di riferimento

Il mercato azionario è l'ambiente (non sempre fisico) in cui vengono scambiati i titoli azionari. Di solito si tende a differenziare il mercato in primario e secondario. Nel mercato primario vengono offerte le azioni di recente emissione, mentre nel mercato secondario sono scambiati i titoli già esistenti. Solo nel mercato primario le aziende emittenti ottengono nuove risorse finanziarie; quando avviene una transazione nel mercato secondario, lo scambio di risorse monetarie avviene tra due investitori, senza il coinvolgimento dell'emittente. In questo paragrafo esamineremo le peculiarità dei mercati secondari delle azioni, con un focus specifico sul contesto italiano. Tradizionalmente, si fanno differenze tra i mercati regolamentati (borse) e i mercati OTC (Over-The-Counter), cioè non regolamentati; tuttavia, negli ultimi anni tale distinzione è diventata meno chiara, a causa della crescente diffusione dei sistemi di scambi elettronici. Riferendosi al contesto europeo (come verrà ulteriormente analizzato), dopo l'adozione della Direttiva MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II) e del Regolamento MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation), si definisce la separazione tra mercati pubblici e privati. Nel primo settore, si includono i mercati regolamentati in senso stretto, oltre alle strutture di negoziazione elettronica come MTF (Multilateral Trading Facility) e OTF (Organised Trading Facility), che presentano una regolamentazione meno rigida, sebbene simile a quella dei mercati regolamentati. I mercati privati costituiscono l'ambito delle transazioni al di fuori dei circuiti ufficiali, che potremmo definire OTC in senso stretto. Il riconoscimento normativo delle piattaforme di negoziazione elettroniche, come MTF e OTF, rientra nell'interesse delle autorità di espandere il contesto della regolamentazione anche verso i circuiti extra-borsistici, che stanno guadagnando sempre più rilevanza. Per quanto riguarda, invece, il contesto americano, il mercato azionario presenta una struttura molto simile ma con alcune profonde differenze rispetto a quello del Vecchio Continente. Negli Stati Uniti, i mercati regolamentati sono dominati dalle due più grandi Borse Valori del pianeta che sono il NYSE ed il NASDAQ ma oltre a questi mercati “di cartello”, negli USA, esistono anche i sistemi di negoziazione alternativi, noti come ATS (Alternative Trading Systems). Questi sistemi operano al di fuori delle convenzionali borse valori, facilitando lo scambio di titoli con minore trasparenza sui prezzi, sui volumi di negoziazione e soprattutto dando elevata riservatezza agli investitori. Tuttavia,

nonostante la crescita di questi circuiti alternativi, le principali borse valori continuano a rappresentare il fulcro del mercato finanziario globale, concentrando la maggior parte della capitalizzazione e della liquidità⁸.

Le principali borse di valore sono:

1. NYSE: \$25.240.862,83 miliardi

La Borsa di New York rappresenta uno dei fondamenti dell'economia globale. I criteri di quotazione del NYSE sono severi, fondamentali per sostenere la sua reputazione in termini di credibilità, autorevolezza ed esclusività. Sono quotati in questa borsa valori colossi dal calibro di Saudi Aramco (1,67 Triloni \$), Berkshire Hathaway (1,14 Triloni \$) e Broadcom (897,6 milioni \$). Per analizzare in maniera approfondita la performance di questa borsa ho utilizzato il NYSE Composite Index (NYA)⁹; questo indice ha chiuso il 2024 con una variazione positiva del 13% rispetto al 2023 non solo per la fine del ciclo di rialzi dei tassi di interesse da parte della federal reserve ma anche e soprattutto per i risultati societari solidi che aziende quotate in questa borsa hanno conseguito. Porrei maggior attenzione alle società che hanno spinto questo indice al rialzo come Walmart, che ha registrato un +72% grazie alle sue strategie di attrazione di clienti di bassa fascia con prodotti low-cost e per l'implementazione di tecnologie più efficienti per l'e-commerce; American Express che con un +59% continua ad attirare clienti con alte disponibilità economiche ed è diventata un vero e proprio status symbol; Goldman Sachs (+44%) che ha espanso il suo business della gestione patrimoniale.

2. Nasdaq Stock Market (USA): \$20.576.639.34 miliardi.

Il mercato azionario Nasdaq è famoso per l'elevato profilo tecnologico delle aziende che vi operano. Fanno parte di questo gruppo molte aziende internazionali famose per i loro prodotti all'avanguardia, tra cui colossi tecnologici come Apple, Amazon e il gruppo di

⁸ (Investopedia, Type of Stock Exchanges, s.d.); (Investopedia, New York Stock Exchange (NYSE): Definition, How It Works, History, s.d.); (Consob, s.d.)

⁹ L'**NYSE Composite Index** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato che comprende tutte le azioni ordinarie quotate al NYSE

Google,

Alphabet.

Il famoso indice Nasdaq Composite (IXIC) ci aiuta a riassumere perfettamente l'andamento di questa borsa valori; l'indice ha registrato un aumento del 28,6% rispetto al 2023, oltrepassando, a dicembre, la soglia record dei 20000 punti. Le aziende che hanno trainato questo indice verso vette inesplorate sono: NVIDIA, l'aumento positivo del 171% registrato nel 2024 è generato semplicemente dal fatto che i chip AI di NVIDIA sono unici nel loro genere. La società ha una posizione competitiva sostenibile data dal cosiddetto "first-move advantage" che permette di produrre un'enorme quantità di chip in maniera efficiente sfruttando le incredibili infrastrutture che hanno sviluppato nel corso degli anni; META che durante il 2024 ha visto crescere di molto il proprio prezzo vedendo dunque un +65% generato soprattutto da una forte espansione dell'intelligenza artificiale con l'introduzione del modello linguistico LLaMA 3 e dagli ingenti investimenti nelle Reality Labs del Metaverso, strategia a lungo termine che è stata benevolmente accettata dagli investitori.

3. Euronext: \$6.262.679,57 milioni

Euronext è il principale mercato finanziario pan-europeo. In questo mercato azionario l'indice che ho preso in considerazione è EURONEXT100 (N100)¹⁰ che ha registrato un incremento di circa il 15%. L'andamento positivo di questo indice è dato in modo particolare da due aziende: ASML Holding N.V e LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton. La prima che opera nel settore dei Semiconduttori, leader della produzione delle cosiddette "apparecchiature per la litografia" che vengono utilizzate nella fabbricazione dei semiconduttori, ha ampiamente beneficiato dall'aumento della domanda di chip avanzati nonostante delle improvvise turbolenze. Nel 2024, ASML ha registrato vendite totali di 28,3 miliardi di euro generando un utile netto di 7,6 miliardi, in aumento del 2,5% rispetto al 2023. LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton, mondiale leader di categoria nel lusso, ha ottenuto un fatturato di 84,7 miliardi di euro nel 2024. La crescita è continuata (+ 1% organico) nonostante un contesto economico e geopolitico complesso, accompagnata da una high base di riferimento a seguito di anni di crescita eccezionale post-Covid. L'utilità delle attività periodiche del 2024 è di 19,6 miliardi di euro ed è un

¹⁰ L'Euronext 100 è un indice che contiene le 100 principali società per capitalizzazione quotate sulle borse Euronext (Amsterdam, Bruxelles, Parigi, Lisbona, Milano, Dublino e Oslo).

marginale operativo del 23,1%, ben al di là dei tassi pre-Covid. La volatilità dei cambi è stata negativamente significativa nell'anno, in particolare per Fashion & Leather Goods e Wines & Spirits. L'utile netto del Gruppo è stato di 12,6 miliardi di euro. Il free cash flow è stato di 10,5 miliardi di euro, con un incremento del 29%.

11

INDICI DI BORSA

Ulteriori indici di borsa degni di nota per la loro importanza nello scenario finanziario globale che vorrei approfondire in questa tesi sono S&P500, EUROSTOXX600 e FTSE 100

Uno degli aspetti centrali che rendono lo S&P 500 uno strumento di riferimento così ampiamente utilizzato nel panorama finanziario globale è la sua profondità di mercato e l'ampia rappresentatività settoriale. Composto da 500 delle principali società a larga capitalizzazione quotate negli Stati Uniti, l'indice copre circa l'80% del valore totale del mercato azionario statunitense. Grazie a questa ampiezza, lo S&P 500 è considerato una delle migliori approssimazioni dell'andamento dell'intera economia americana.

La composizione dell'indice è aggiornata trimestralmente da un comitato specializzato che seleziona le società in base a criteri stringenti, tra cui: una capitalizzazione di mercato superiore a 14,5 miliardi di dollari, un flottante pari almeno al 50%, sede legale negli Stati Uniti, e una storicità minima di 12 mesi dalla quotazione in borsa (IPO). Questo continuo aggiornamento garantisce che l'indice rifletta in modo fedele le evoluzioni del mercato azionario e, indirettamente, dell'economia reale.

Durante il 2024 l'indice S&P500 è cresciuto di oltre il 20% per il secondo anno consecutivo, ciò grazie al forte entusiasmo che gli investitori hanno dimostrato nei confronti dell'intelligenza artificiale alimentando i guadagni stellari di questi colossi. Anche in questo caso dunque, come per il Nasdaq, il rally è stato sostenuto dai principali titoli tecnologici focalizzati sull'intelligenza artificiale. Le azioni di Wall Street sono aumentate grazie ai tagli dei tassi di interesse della Federal Reserve, avvenuti per la prima volta dalla pandemia di Covid-19, insieme a dati economici solidi che hanno

¹¹ (Investopedia, Type of Stock Exchanges, s.d.); (Investopedia, What Are All of the Major US Stock Exchanges?, s.d.); (Learn, s.d.); (Finance, s.d.); (Capital.com, s.d.)

tranquillizzato gli investitori sulla possibilità che gli Stati Uniti stiano per affrontare un soft landing¹². Le attese per riduzioni fiscali e una normativa più agile nel secondo mandato presidenziale di Donald Trump hanno ulteriormente sostenuto i profitti negli ultimi periodi.

D'altro canto le performance dell'S&P500 sono in contrasto con i mercati europei, in particolare con lo Stoxx600 in crescita del 6% e con il FTSE 100 anch'esso con una variazione positiva del circa il 5,7%.

L'eurostoxx600 ha chiuso il 2024 con un guadagno corrispondente circa alla metà di quanto registrato nel 2023 (circa il 13%), la cautela degli investitori verso le aziende europee è stata causata da due minacce, la prima è stata la possibile guerra commerciale globale dovuta ai dazi di Trump mentre la seconda è stata la situazione politica interna incerta dei paesi più influenti nell'eurozona quali Francia e Germania.

Per quanto riguarda l'indice FTSE100 possiamo applicare lo stesso discorso fatto per l'indice precedente ma solo in parte; le differenze chiave si trovano, in primo luogo, nel fatto che questo indice è significativamente esposto a settori come energia, finanziario e minerario che nel 2024 hanno sottoperformato rispetto ad altri risentendo della debole crescita interna del regno unito e dalla perdita di valore della sterlina. In secondo luogo la borsa di Londra nel 2024 ha vissuto il momento peggiore (in termini di partenze non di performance), dalla crisi del 2009, a causa del fenomeno del delisting¹³. Secondo il London Stock Exchange group, nel 2024 ben 88 società hanno abbandonato o trasferito la loro quotazione e solamente 18 hanno preso il loro posto. Questo esodo è dovuto principalmente dalla maggiore efficacia che la borsa di New York sta offrendo; nel mercato borsistico americano le aziende possono trovare un bacino più ampio di investitori, possono beneficiare di una maggiore liquidità e devono sottostare a norme di quotazione meno stringenti.

¹² Per "Soft Landing" si intende uno scenario economico nel quale si pone come obiettivo la riduzione dell'inflazione ma in maniera graduale, evitando che l'economia entri in recessione

¹³ Il delisting è il fenomeno per cui un gran numero di aziende quotate al FTSE ha deciso di rimuoversi dalla borsa di Londra per quotarsi in borse valori più efficienti.

1.3 Andamento attuale e dati sul 2024

1.3.1 Tendenze del mercato azionario globale

Il 2024 non può che essere definito come un anno positivo per il mercato azionario, caratterizzato da eventi significativi che hanno messo a dura prova gli investitori ma allo stesso tempo hanno anche offerto ricche opportunità per i più esperti nel settore che hanno saputo cogliere i trend.

In primo luogo, bisogna sottolineare l'importanza del ruolo della Banca centrale Europea e della Federal Reserve che attraverso l'attuazione di politiche monetarie espansive hanno tagliato i tassi d'interesse in modo tale da stimolare la crescita economica e contrastare l'inflazione. Queste politiche hanno generato delle conseguenze importanti come un aumento della liquidità e maggiore tolleranza al rischio, portando gli operatori ad investire maggiormente sul mercato azionario piuttosto che obbligazionario, facendo lievitare i valori degli indici azionari ai massimi storici. I titoli azionari più rilevanti che esprimono al meglio l'andamento dei mercati azionari di differenti regioni geografiche sono:

- EURO STOXX600



Figura 1-Grafico indice EUROSTOXX600 da Aprile 2024 a Marzo 2025

- S&P500



Figura 2- Grafico indice S&P500 da Aprile 2024 a Marzo 2025

- IMSCI WORLD



Figura 3- Grafico ETF IMSCI WORLD da Aprile 2024 a Marzo 2025

Analizzando l'andamento di questi grafici possiamo confermare, dunque, quanto detto in precedenza, ovvero che durante lo scorso anno c'è stata una solida crescita del mercato non priva però di momenti di instabilità e di incertezza; possiamo osservare di fatti come tutti e tre i titoli (due indici e un ETF) presentino delle curve di flessione negli stessi periodi che sono agosto e settembre. Le principali cause sono state in primo luogo la preoccupazione riguardo l'inflazione; nonostante il ciclo di taglio dei tassi, le forze inflazionistiche continuavano a fare pressione portando gli investitori a pensare che le banche centrali potessero rallentare le loro politiche monetarie espansive; in secondo

¹⁴ (Fonte Figure 1,2,3: Yahoo Finance)

luogo, perché in quel periodo i rendimenti dei titoli obbligazionari statunitensi, i Treasury Bond sono saliti alle stelle, rendendo le obbligazioni più appetibili rispetto alle azioni. La terza e ultima causa è data dal forte periodo di incertezza che caratterizza ciclicamente il mercato azionario globale nei mesi precedenti all'elezione del nuovo presidente degli Stati Uniti d'America.

Successivamente a questo periodo di lieve calo, nell'ultimo trimestre del 2024 negli Stati Uniti si sono verificate le migliori performance degli ultimi anni; a trainare il mercato azionario a stelle e strisce sono i grandi titoli tecnologici, definiti come i Magnifici 7; a crescere più di tutti è stato il colosso NVIDIA, seguito da META e AMAZON. L'head of Financial Advisory di Banca Generali commenta queste prestazioni *“Le performance sono state molto concentrate e anche la capitalizzazione di mercato lo riflette. I primi 20 titoli dell'S&P 500 sono arrivati a valere quanto i restanti 480 titoli. Questi grandi titoli sono sempre più ‘sistemici’ e per questo potrebbero assistere a un ulteriore calo della volatilità”*.

Ad alimentare questo ottimismo è stato l'esito delle elezioni presidenziali statunitensi che hanno visto trionfare Donald Trump.

Per quanto riguarda l'Europa invece le prestazioni negative dell'ultimo trimestre sono state causate principalmente dalla debolezza del settore industriale che ha visto protagonisti in negativo le aziende automotive come Stellantis, Volkswagen e BMW minate dalla conduzione fallimentare delle politiche green dettate dall'Unione Europea; in secondo luogo, hanno influito in maniera non positiva anche le minacce di nuovi dazi provenienti dagli Stati Uniti.¹⁵

1.3.2 L'impatto e l'andamento delle IPO su ogni mercato azionario.

Nel 2024, la combinazione di fattori ciclici favorevoli, come il cambiamento delle politiche sui tassi d'interesse, e le recenti trasformazioni strutturali, alimentate dai progressi nella tecnologia dell'IA, ha portato alcuni significativi mercati azionari a raggiungere nuovi massimi. Questo ottimismo ha dato vita a una forte rinascita nel mercato globale delle IPO. Nel precedente anno il mercato delle IPO è stato caratterizzato da 1215 quotazioni che hanno raccolto fondi per 121 miliardi di dollari. A trainare questo

¹⁵ (Generali, 2024); (MORGAN, 2024); (Marcin, 2022)

trend sono state principalmente le regioni EMEIA (Europa, Medio-Oriente, India e Africa) e America; Le Americhe hanno visto un forte recupero, toccando il massimo livello di attività di IPO dal 2021, sia in termini di volume che di entrate. Gli Stati Uniti hanno guidato questa ripresa, sostenuti dall'aumento dell'offerta di beni per la salute. La regione EMEIA è diventata la principale area per le IPO, superando sia le Americhe che l'Asia-Pacifico, con una crescita diversificata in tutte le sue zone. L'Europa ha registrato entrate maggiori rispetto all'anno precedente, nonostante una diminuzione dei volumi. Le borse indiane hanno registrato nuovi massimi per le IPO nel 2024, raggiungendo livelli record sia per volume che per incassi.¹⁶

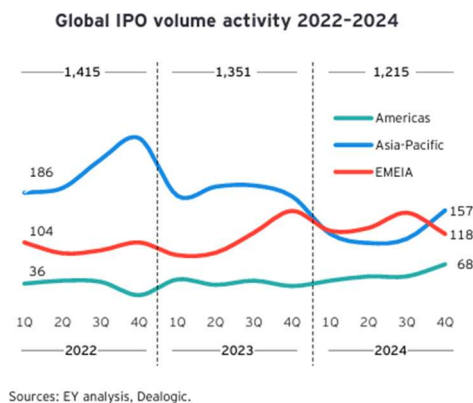


Figura 4- Andamento IPO per Volume

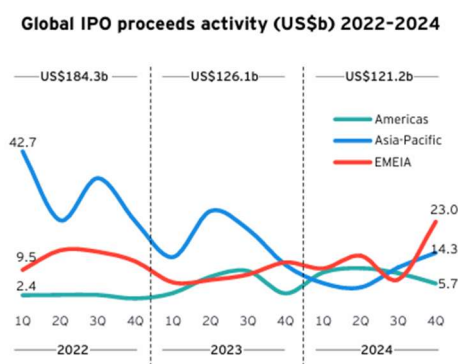


Figura 5- andamento IPO per Dollari Raccolti

Entrando maggiormente nello specifico, è importante sottolineare il ruolo che ha avuto l'India nel mercato delle IPO, che vanta, per la prima volta nella sua storia, il primo posto nel mondo per volume di IPO superando del 200% gli Stati Uniti e del 250% l'Europa. Questo non è altro che la conseguenza di una solida crescita economica dovuta prima di tutto ad iniziative governative volte a sostenere l'ecosistema delle start up e delle PMI ed in secondo luogo per deregolamentazioni che hanno allentato i controlli sulle IPO facilitando quindi il processo di quotazione. Agli Stati Uniti invece va il primato per i ricavi provenienti dalle IPO, raggiungendo il punto massimo dal 2021. Un dato interessante, sintomo di una domanda elevata di IPO e di un forte interesse per le nuove quotazioni in borsa, è dato dall'aumento dell'esercizio delle opzioni "Greenshoes";

¹⁶ (PICTET, 2024); (EY, s.d.); (MORGAN, 2024); (TIMES, 2024)

¹⁷ (Fonte Figure 4,5: EY Analysis, Dealogic)

questa clausola, nota anche come opzione di overallotment, consente agli intermediari che si occupano della quotazione di poter vendere fino al 15% di azioni aggiuntive rispetto all'offerta iniziale prestabilita; questo fenomeno riflette la crescente necessità di IPO perché è pratica comune per le banche sottoscrittrici di introdurre questa opzione nel momento in cui la domanda per una determinata quotazione in borsa supera l'offerta iniziale di azioni.

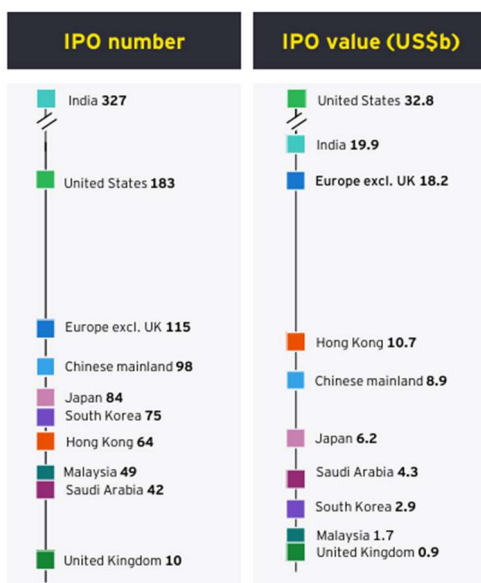


Figura 6- Numero di IPO e Valore delle IPO conseguite¹⁸

E' importante analizzare come le elezioni del Presidente degli Stati Uniti d'America abbiano influenzato l'andamento delle quotazioni borsa. E' ciclico infatti, indipendentemente da quale partito vinca, l'arrivo di un'ondata di chiarezza, stabilità e fiducia nel periodo post-elezioni che agevola la creazione di un clima più favorevole per le aziende che desiderano procedere con una IPO. Ma allo stesso tempo è pur vero che le sensazioni post-elezioni non sono sufficienti per mantenere stabile un'economia e creare quel senso di sicurezza che i colossi che si vogliono quotare cercano. La seconda amministrazione Trump prevede nel suo programma elettorale una massiccia deregolamentazione e la normativa del 2017 riguardante i "Tax Cuts" e "Jobs Act", che ha diminuito le imposte per i ricchi e le imprese, terminerà alla conclusione del prossimo anno. Con i repubblicani che detengono il controllo di entrambe le camere del Congresso e della Casa Bianca, potrebbero essere previsti ulteriori tagli fiscali. Tuttavia, non tutti

¹⁸ (Fonte Figura 6 : EY insights IPO Trends)

sono convinti che un secondo mandato di Trump avrà un impatto favorevole sul mercato delle IPO. Questo perché il suo ultimo mandato del 2017 è stato caratterizzato da guerre commerciali, improvvisi cambi di direzione a livello amministrativo e volatilità dei mercati che non hanno generato un clima di tranquillità per l'economia. Dunque per riassumere quanto detto, le proposte di misure fiscali espansive, insieme a una grossa ristrutturazione del governo, potrebbero causare un incremento dell'inflazione, un innalzamento dei rendimenti dei Treasury e una maggiore volatilità del mercato. In questa situazione, gli investitori possono spostare i fondi dalle azioni ai titoli di stato. Le prossime scelte di politica monetaria potrebbero generare incertezze, suscitare apprensioni sulla stabilità dei mercati e avere un potenziale impatto sulla propensione al rischio degli investitori. Il protezionismo commerciale e i dazi ritorsivi potrebbero far crescere i costi per le imprese che si avvalgono delle importazioni, riducendo i profitti e disincentivando le IPO.¹⁹

¹⁹ (TIMES, 2024); (EY, s.d.); (Generali, 2024); (LONDON, 2024); (PICTET, 2024); (Renaissance, 2024); (MORGAN, 2024)

CAPITOLO 2 – Iter di quotazione presso il NYSE

2.1 Organizzazione della prima offerta pubblica (IPO)

La pianificazione, l'esecuzione e la gestione di un'IPO rappresentano una sfida molto complessa per ogni organizzazione intenzionata a quotarsi in borsa. Maggiore è lo studio e la preparazione dietro questo processo, maggiore sarà l'efficienza e minori saranno i costi monetari e non monetari che la società dovrà sostenere in futuro. La preparazione può spesso richiedere molto tempo, a seconda della maturità dei processi di un'azienda. È essenziale che l'impresa riconosca e risolva possibili carenze prima di entrare nel mercato azionario. La quantità di miglioramenti necessari influenzerà il numero di risorse che serviranno.

Dunque, un'IPO per essere considerata di successo deve possedere questi tre elementi:

1. Una valutazione approfondita della prontezza della quotazione in borsa che consente di identificare fin da subito possibili problemi generali e stabilire gli scadenziari finanziari in relazione agli obiettivi strategici, alle priorità organizzative e al tempo necessario per redigere l'intera documentazione di quotazione.
2. Un gruppo interno specializzato e che lavora esclusivamente alle procedure di quotazione in borsa ("Going Public")
3. Un gruppo interno specializzato e che lavora esclusivamente alle procedure necessarie all'organizzazione per operare come azienda quotata in borsa ("Being Public")

2.1.1 IL Processo IPO

Il processo di IPO inizia ufficialmente nel momento in cui l'organizzazione in questione raggiunge un'intesa preliminare con un sottoscrittore²⁰ riguardo l'offerta pubblica iniziale che si vuole intraprendere; successivamente si tiene una riunione iniziale tecnicamente chiamata "all hands meeting" che coinvolge tutti i principali soggetti per coordinare il processo di IPO; i soggetti citati sono il management aziendale, i consulenti legali, il revisore indipendente, la banca d'investimento, il legale della banca d'investimento e la banca depositaria che hanno il compito di riunirsi per discutere lo scadenziario finanziario, i ruoli e le responsabilità, i possibili ostacoli e la struttura dell'offerta (i soggetti appena citati nell'ambiente finanziario vengono più comunemente chiamati working groups).

Il primo passo dopo questa riunione iniziale è la redazione di una prima bozza della dichiarazione di registrazione. Questo procedimento include tutti i membri del gruppo e, a seconda della complessità dell'offerta e/o della rilevanza delle problematiche da trattare, potrebbe necessitare anche di 45 giorni o più. Con l'andare avanti nel completamento e dell'integrazione delle diverse sezioni della dichiarazione di registrazione, le informazioni finanziarie utilizzate nel prospetto vengono poste sotto esame da parte dei working groups per essere valutate e nel caso, se necessario, rielaborate. Una volta che la dichiarazione di registrazione passa positivamente gli esami citati in precedenza e viene approvata dal management dell'azienda, viene ufficialmente inviata alla SEC²¹ per la revisione.

In questa seconda fase la SEC esegue una revisione della dichiarazione per analizzare il suo contenuto e valutare la conformità di quest'ultimo alle normative vigenti; entro i successivi 30 giorni, l'organo di controllo americano rilascia una lettera di commento all'interno della quale vengono specificate le eventuali carenze individuate e a volte anche inoltrate richieste di informazioni aggiuntive all'azienda per garantire maggior chiarezza

²⁰ **Underwriter:** soggetto (generalmente una banca d'investimento) che si assume la responsabilità di collocare presso il pubblico i titoli oggetto dell'offerta.

²¹ **SEC:** *Securities and Exchange Commission*, è l'autorità di vigilanza statunitense che regola i mercati finanziari e supervisiona le offerte pubbliche di titoli.

e trasparenza. I legali dell'azienda e il revisore indipendente di solito lavorano insieme per affrontare queste lacune e per elaborare le risposte da inviare alla SEC. Spesso questo confronto con la SEC si svolge in diverse fasi, e questo può estendere la durata della revisione a cinque settimane o oltre. Quando la SEC informa che tutte le osservazioni sono state considerate, l'azienda solitamente stampa il prospetto preliminare (chiamato “red herring”) e avvia la fase di vendita dell'IPO.

Il road show costituisce il fulcro dell'operazione di vendita. In questa fase, il management superiore dell'azienda e la principale banca d'investimento si incontrano con investitori potenziali e membri del consorzio di collocamento per presentare l'azienda e l'offerta. Nel corso del road show, vengono coinvolti importanti investitori istituzionali e analisti finanziari per suscitare interesse e credibilità attorno all'azienda e alla sua IPO. La banca d'investimento impiega il road show per misurare l'interesse nei confronti delle azioni offerta e per creare un libro ordini. Maggiore è l'interesse suscitato e più alta è la fiducia conquistata dalla direzione, più alto sarà il prezzo stimato per l'offerta.

Dopo aver terminato le vendite e ricevuto le osservazioni finali dagli organismi di regolamentazione, si determina il prezzo conclusivo dell'offerta e si presenta il prospetto finale alla SEC. In questo momento viene sottoscritto il contratto di collocamento tra l'azienda e la banca d'investimento, e inizia l'offerta pubblica. Il processo termina ufficialmente nel giorno di conclusione (closing date), che generalmente avviene da tre a cinque giorni lavorativi dopo la data di validità della dichiarazione di registrazione. In quel giorno, l'azienda trasferisce i titoli registrati all'istituto bancario e riceve la somma corrispondente per l'emissione.²²

2.1.2 Il *prospectus* e il ruolo della SEC (Securities and Exchange Commission)

Il prospetto è un documento formale che viene depositato presso la SEC dalle organizzazioni che intendono raccogliere capitali offrendo titoli al pubblico. Per prima cosa c'è da fare una distinzione in quanto esistono due tipi di prospetto che le aziende

²² (Latham&Watkins, 2024); (PWC); (NYSE, NYSE IPO GUIDE)

redigono; il primo è il prospetto preliminare, citato in precedenza e denominato come “red herring”, mentre il secondo, il quale verrà approfondito maggiormente, è il prospetto finale, conosciuto anche come S-1 che rappresenta la versione finale del documento che viene depositata presso la SEC per l’approvazione finale. In confronto al prospetto preliminare che lo ha anticipato, questo documento è notevolmente più dettagliato e dovrebbe rappresentare il deposito "ufficiale" immediatamente prima della conclusione di una nuova offerta di titoli.

Entrando maggiormente nello specifico, il prospetto inizia con una parte riassuntiva denominata “The Box”, che offre un riassunto delle informazioni presenti nel documento. È collocata all'inizio del prospetto, su pagine contrassegnate da un bordo (da cui deriva il termine "box"). È una delle parti su cui i gruppi di lavoro si focalizzano di più, poiché narra la storia dell'emittente e la sua proposta di valore in poche pagine di semplice lettura. Di solito, questa parte comprende dettagli sull'impresa, il settore di riferimento, i vantaggi competitivi, le strategie aziendali, i rischi, il riassunto dell'offerta e le informazioni finanziarie essenziali.

Successivamente si trova la sezione chiamata Discussione e Analisi del Management (MD&A), nella quale il management analizza i risultati economici e la condizione patrimoniale dell'azienda. Lo scopo è offrire agli investitori una chiave di lettura sui risultati operativi e sulla condizione finanziaria dell'azienda, tramite la prospettiva della direzione. Un MD&A ben redatto mette in luce i fattori chiave che impattano i risultati operativi, le tendenze e le incertezze del mercato. La sezione pone in evidenza l'impresa secondo la prospettiva manageriale, analizzando singolarmente le performance di ogni segmento operativo, oltre a fornire una panoramica generale del business. Include anche i principali indicatori di prestazione (KPI) impiegati dalla direzione per analizzare la performance e la situazione finanziaria dell’azienda.

La parte Business offre una descrizione approfondita delle operazioni dell’emittente. Inserisce elementi già menzionati nel riassunto iniziale, come i punti di forza e le strategie aziendali, ma anche dettagli più specifici: principali prodotti e servizi, sedi operative,

numero di dipendenti e, se pertinente, contesto normativo di riferimento.(Se l'attività dell'emittente è regolamentata, ci sarà una sintesi della regolamentazione chiave). Si segnala anche ogni possibilità di contenzioso giuridico significativo o passività potenziale che potrebbe influenzare l'azienda. L'obiettivo è offrire un'illustrazione esaustiva e chiara delle attività aziendali. Infine, la sezione Rischi è il settore riservato all'indicazione dei rischi e delle problematiche che l'emittente desidera far presente agli investitori. Serve a regolare le aspettative del mercato e a offrire una forma di tutela legale nel caso in cui si presentino eventi avversi dopo la quotazione. Le divulgazioni sui rischi tendono a essere estese e scritte in un linguaggio cauto, dunque, è fondamentale sottolineare che la SEC proibisce l'inclusione di espressioni mitiganti o rassicuranti in questa parte. Successivamente, l'azienda dovrebbe essere pronta a inviare il documento alla SEC. Questo può avvenire attraverso una presentazione riservata della bozza della dichiarazione di registrazione o tramite un deposito accessibile al pubblico. La comunicazione riservata presenta diversi benefici: nel caso in cui si optasse per non proseguire con l'IPO superato questo punto, le informazioni delicate dal lato competitivo – come i dati economici o i contratti con fornitori e clienti chiave – non sarebbero divulgate. Tuttavia, non si può avviare il road show prima che siano passati almeno 15 giorni dalla pubblicazione della prima versione confidenziale presentata e di tutte le modifiche inviate in seguito in forma riservata. Le submission confidenziali devono essere praticamente complete al momento della trasmissione alla SEC per la revisione, proprio come accade per le versioni pubbliche. Tuttavia, a differenza delle dichiarazioni pubbliche, la bozza riservata non necessita della firma dell'emittente né dell'approvazione formale dei revisori o di altri esperti, poiché non rappresenta un “filing” ufficiale secondo il Securities Act. In aggiunta, non è necessario elencare i sottoscrittori (underwriters) nella prima presentazione riservata. Una volta che la società ha effettuato la prima submission confidenziale o pubblica del Modulo S-1 alla SEC, inizia un periodo di circa 30 giorni in cui si attendono i primi commenti ufficiali dell'autorità regolatoria. Durante questo lasso di tempo, si svolgono alcune attività cruciali in preparazione alle fasi successive dell'IPO. Tra queste vi è il Testing the Waters (TTW), ovvero l'attività mediante la quale l'emittente e i soggetti autorizzati (inclusi gli underwriter) possono incontrare investitori istituzionali qualificati per raccogliere prime indicazioni di interesse sull'offerta prevista (questi incontri possono avvenire anche prima

dell'invio del prospetto alla SEC) . I materiali utilizzati nei TTW devono essere coerenti con il contenuto della dichiarazione di registrazione in quanto, spesso, la SEC richiede che tali materiali siano inviati per una revisione informale. Parallelamente, occorre scegliere il mercato di quotazione. La società deve soddisfare determinati criteri quantitativi e requisiti di governance per potersi quotare sul NYSE o sul Nasdaq. Le società quotate devono inoltre garantire un adeguato livello di comunicazione e trasparenza verso gli azionisti. Le borse permettono di riservare il ticker symbol desiderato con diversi mesi di anticipo rispetto alla data di ammissione. Nel frattempo, si tiene il cosiddetto “analyst day”, ovvero un incontro tra il management e gli analisti delle banche del sindacato di collocamento. Durante questi incontri vengono condivisi modelli finanziari, previsioni e strategie aziendali, in modo che ciascun analista possa sviluppare una propria visione indipendente sull'emittente. Gli analisti non operano per conto della società e la ricerca che pubblicano deve riflettere esclusivamente le loro opinioni personali. È quindi essenziale che il management si prepari con attenzione a questi incontri, fornendo risposte dettagliate e coerenti alla strategia presentata. Gli analisti useranno queste informazioni per redigere le prime analisi pubbliche una volta concluso il periodo di silenzio regolamentare (*quiet period*). Contemporaneamente, si definisce anche la composizione del Consiglio di amministrazione, con particolare attenzione all'identificazione degli amministratori indipendenti e alla strutturazione dei comitati. Poiché la ricerca di profili qualificati può richiedere tempo, è opportuno avviare il processo con anticipo. Sul piano normativo e organizzativo, è necessario rivedere le policy interne di corporate governance, incluse quelle su: abuso di informazioni privilegiate (insider trading), indipendenza dei consiglieri, procedure per whistleblower, operazioni con parti correlate, Regolamento FD, clawback delle remunerazioni, e obblighi di rendicontazione ai sensi della Sezione 16. Infine, il team aziendale si dedica alla struttura dei piani di incentivazione, uno degli aspetti di maggior rilievo per le società pubbliche. L'adozione di piani stock-based (azioni, stock option, restricted stock) rappresenta uno strumento efficace per trattenere e premiare dipendenti chiave e amministratori. La loro configurazione può essere complessa, motivo per cui è consigliabile avvalersi di un consulente retributivo.

Affinchè il processo di IPO prosegua indisturbato, è fondamentale passare positivamente i controlli che la SEC deve effettuare sia sul prospetto preliminare che su quello finale;

durante questo percorso quindi l'autorità di vigilanza americana deve svolgere queste funzioni:

La SEC ha a disposizione 30 giorni per effettuare la revisione iniziale e fornire commenti ufficiali sulla dichiarazione di registrazione. Tale revisione richiede la consultazione dei migliori esperti del personale della SEC in quanto si pone come obiettivo quello di verificare che il documento contenga una disclosure completa e trasparente, accertandosi con meticolosità che non ci siano dichiarazioni fuorvianti o omissioni di fatti rilevanti. Addentrando più nello specifico, l'esame dei dati finanziari è condotto da un revisore interno della SEC che ha il ruolo di leggere integralmente ed analizzare sia il prospetto che parte del modulo S-1 per acquisire una comprensione complessiva dell'azienda e del suo modello di business. Questo revisore può anche consultare report finanziari pubblicati (annuali o intermedi), il sito web dell'azienda, articoli di stampa e fonti internet per raccogliere ulteriori informazioni sul settore di appartenenza. La revisione si concentra principalmente sui bilanci, sui dati economico-finanziari e sulla relazione del revisore esterno. Lo scopo è verificare che le informazioni siano conformi alle norme della SEC, alla letteratura contabile autorevole applicabile e alle interpretazioni e politiche contabili adottate dallo staff della SEC. Attualmente, la Divisione di Finanza delle Società della SEC utilizza un approccio selettivo basato sul rischio per stabilire se un documento debba essere sottoposto a ulteriori verifiche. Se selezionato, il documento può essere soggetto a un controllo completo di tipo legale e contabile, a una revisione contabile estesa oppure a una revisione mirata. In conformità con quanto previsto dalla legge Sarbanes-Oxley²³, una volta che una società diventa "registrant" presso la SEC, è obbligatorio che venga sottoposta a revisione almeno una volta ogni tre anni. Mantenere una comunicazione costante e aperta con lo staff della SEC è fondamentale per agevolare l'iter di approvazione della registrazione. In genere, i consulenti legali della società mantengono un dialogo diretto e continuo con i funzionari dell'autorità durante la fase di revisione. Al momento del deposito, la dichiarazione di registrazione deve essere completa in ogni sua parte, e i bilanci finanziari devono rispettare i requisiti di aggiornamento previsti. Sebbene accada talvolta che la SEC riceva documenti incompleti con l'intento da parte

²³ SOX: acronimo di *Sarbanes-Oxley Act*, è una legge federale statunitense emanata nel 2002 in risposta a gravi scandali finanziari (come Enron e WorldCom). Il SOX introduce obblighi stringenti in materia di controlli interni, trasparenza finanziaria e responsabilità del management, con l'obiettivo di tutelare gli investitori e rafforzare l'integrità dei mercati finanziari.

dell'emittente di "mettersi in fila" per la revisione, è prassi dell'ente non procedere alla revisione di submission non complete. Qualora l'emittente ritenga di trovarsi in circostanze eccezionali che giustifichino la revisione anticipata di una bozza incompleta, dovrà ottenere preventivamente l'approvazione esplicita dello staff della SEC.²⁴²⁵

2.1.3 Requisiti e procedure per la quotazione

La quotazione al NYSE richiede il soddisfacimento di specifici requisiti normativi, organizzativi e soprattutto finanziari. Le società per poter essere quotate devono rispettare dei criteri minimi stabiliti dall'apposito regolamento del NYSE che riguardano principalmente la capitalizzazione di mercato, i ricavi, l'utile operativo e la diffusione del capitale fra l'azionariato. I valori dei criteri cambiano a seconda del tipo di società che vuole intraprendere il percorso di IPO; il regolamento della SEC prevede 3 tipi di categorie di organizzazioni: Smaller reporting company (SRC), Emerging growth company (ECG) e i Foreign Private issuer (FPI). Viene definita Smaller reporting company una società che ha un flottante inferiore a 250 milioni di dollari oppure con ricavi inferiori a 100 milioni e un flottante inferiore a 700 milioni di dollari. Le SRC presentano dei requisiti finanziari meno stringenti, ad esempio la presentazione di due anni di bilanci revisionati piuttosto che 3 come avviene per gli altri tipi.²⁶ Le Emerging Growth Company sono società con ricavi annuali inferiori a 1,07 miliardi di dollari²⁷ e possono usufruire di esenzioni da alcune normative come l'obbligo di revisione dell'efficacia dei controlli interni previsto dalla Sezione 404(b) del Sarbanes-Oxley Act, e hanno la possibilità di posticipare l'adozione di nuovi standard contabili. In conclusione, la sezione finale concerne i foreign private issuers, denominati in italiano "emittenti privati esteri". Tali soggetti sono classificati come entità non governative e non statunitensi che detengono al massimo il 50% dei titoli con diritto di voto, sia in modo

²⁴ (Latham&Watkins, 2024); (PWC)

²⁵ (NYSE, NYSE IPO GUIDE)

²⁶ Flottante: quantità di azioni di una società che non costituiscono le partecipazioni di controllo e che sono quindi disponibili per la negoziazione in borsa

²⁷ Momentaneamente il valore è questo, viene aggiornato periodicamente, aggiustato con l'inflazione

diretto che indiretto, da parte di residenti negli Stati Uniti; in caso in cui la soglia del 50% venga oltrepassata la società non deve avere la maggioranza dei suoi dirigenti o amministratori delegati cittadini o residenti negli Stati Uniti, avere più del 50% dei propri asset situati negli Stati Uniti e gestire la propria attività principalmente negli Stati Uniti. Essere qualificato come emittente privato estero attribuisce dei privilegi come la scelta di quali criteri di quotazione utilizzare, se utilizzare gli standard di quotazione alternativi oppure gli standard nazionali.

Gli standard nazionali o standard generali del NYSE sono formati da requisiti minimi di distribuzione, di valori di mercato e di standard finanziari. Le azioni detenute da amministratori, funzionari o familiari stretti sono escluse dal calcolo del numero di azioni detenute pubblicamente e dal valore di mercato. Per quanto riguarda la distribuzione un'azienda che vuole quotare i propri titoli al NYSE deve avere almeno 1,1 milioni di azioni detenute pubblicamente e soddisfare uno tra questi criteri: avere almeno 400 detentori di 100 azioni o più e un volume medio mensile di scambi di almeno 100.000 azioni negli ultimi sei mesi, avere almeno 2.200 azionisti totali e un volume medio mensile di scambi di almeno 100.000 azioni negli ultimi sei mesi oppure avere almeno 500 azionisti totali, con un volume medio mensile di scambi di almeno 1 milione di azioni negli ultimi 12 mesi. Riguardo al valore di mercato, il valore totale di mercato delle azioni detenute pubblicamente deve raggiungere almeno i 40 milioni di dollari USA per le società in IPO, oppure i 100 milioni di dollari USA per quelle che intendono quotare titoli esistenti o trasferirli al NYSE. In aggiunta, le azioni devono presentare un prezzo di chiusura (o, se quotate in seguito a un'IPO, un prezzo di offerta) di almeno 4 dollari USA per azione al momento della loro quotazione. Dal punto di vista finanziario l'emittente deve rispettare i test di guadagno e i test di capitalizzazione di mercato globale; i test di guadagno consistono nel test degli utili standard all'interno del quale gli utili ante imposte dalle operazioni continuative e dopo gli interessi di minoranza, l'ammortamento e il patrimonio netto negli utili o nelle perdite delle società partecipate, devono ammontare a (i) almeno 10 milioni di \$ USA in totale per gli ultimi tre anni fiscali insieme a un minimo di 2 milioni di \$ USA in ciascuno dei due anni fiscali più recenti e importi positivi in tutti e tre gli anni o (ii) almeno 12 milioni di \$ USA in totale per gli ultimi tre anni fiscali insieme a un minimo di 5 milioni di \$ USA nell'anno fiscale più recente e 2 milioni di \$ USA nell'anno fiscale successivo più recente. Il test di capitalizzazione di mercato globale

invece precede che la società abbia almeno 200 milioni di dollari di capitalizzazione di mercato globale.

Gli standard di quotazione alternativi, invece, prevedono una distribuzione su scala globale, con almeno 5.000 titolari di 100 azioni o più e un ammontare di azioni detenute pubblicamente pari a almeno 2,5 milioni. ; Il valore totale di mercato globale delle azioni pubblicamente possedute deve ammontare ad almeno 100 milioni di dollari USA (60 milioni di dollari USA per le società che possiedono una società madre o affiliata quotata al NYSE e conforme al NYSE ("società controllate")). In aggiunta, le azioni devono presentarne un prezzo di chiusura (oppure, se la quotazione è relativa a un'IPO, un prezzo di offerta) di almeno 4 dollari statunitensi per azione al momento della quotazione. Per il test di guadagno i profitti ante imposte (da attività continuative e dopo gli interessi di minoranza, gli ammortamenti e il patrimonio netto nei profitti o nelle perdite delle società controllate, soggetti a specifici aggiustamenti) dell'emittente privato estero devono essere di almeno 100 milioni di dollari USA complessivamente per gli ultimi tre anni fiscali, inclusi almeno 25 milioni di dollari USA in ciascuno degli ultimi due anni fiscali; mentre per il test di valutazione deve avere almeno 500 milioni di \$ USA di capitalizzazione di mercato globale, almeno 100 milioni di \$ USA di ricavi durante il periodo di 12 mesi più recente e almeno 100 milioni di \$ USA di flussi di cassa aggregati per gli ultimi tre anni fiscali, inclusi almeno 25 milioni di \$ USA in ciascuno dei due anni fiscali più recenti (soggetto a determinati aggiustamenti).²⁸

2.2 Determinazione del prezzo di emissione

Prima di immergerci nel processo di determinazione del prezzo è giusto concentrarsi anche su un aspetto fondamentale che precede questo evento ovvero la fase preliminare di valutazione dell'impresa. La valutazione è effettuata attraverso i metodi finanziari più conosciuti come Discounted Cash Flow (DCF), il metodo dei multipli e a volte anche l'Economic Value Added (EVA). Questi metodi di valutazione permettono di ottenere un

²⁸ (NYSE, NYSE IPO GUIDE); (Latham&Watkins, 2024); (Mckenzie); (Renaissance, 2024)

intervallo di valori teorici che verrà preso successivamente come riferimento per la determinazione del prezzo effettivo. Il valore della società ottenuto tramite i metodi finanziari sopra citati è determinato da tre fattori: i flussi di cassa, il periodo di proiezione e il tasso di attualizzazione. Le stime dei flussi di cassa per il periodo di proiezione esplicita sono ottenute tramite l'analisi di diverse previsioni finanziarie da parte del valutatore. Tali stime offrono le informazioni necessarie per determinare i flussi di cassa previsti per ogni intervallo preso in esame nella valutazione.²⁹

2.2.1 Metodi di pricing più utilizzati

La fase successiva alla fase preliminare consiste nel trovare la stima del prezzo di emissione attraverso l'uso di diversi metodi; i più utilizzati e che quelli che approfondiremo maggiormente in questa tesi sono : bookbuilding, auction e fixed price offering (emissione a prezzo fisso). Iniziamo col dire che è una fase molto delicata in quanto tramite il prezzo dell'offerta pubblica iniziale l'azienda stabilisce il tono per l'ingresso nel mercato azionario, influenza il livello di interesse degli investitori e quindi il successo dell'operazione di quotarsi in borsa.

Il metodo di fixed price offerings, emissione a prezzo fisso, consiste in un metodo semplice in cui il prezzo delle azioni è stabilito in anticipo dall'azienda emittente e comunicato agli investitori subito prima dell'apertura dell'IPO. I passaggi che le organizzazioni seguono sono: determinazione del prezzo, nel quale la società raduna i work groups e i sottoscrittori per decidere, basandosi sulla valutazione d'impresa e sulle dinamiche di mercato, il prezzo specifico delle azioni; essendo un'emissione a prezzo fisso il prezzo, una volta stabilito, non può essere cambiato durante tutto il processo; successivamente vi è l'annuncio pubblico, il prezzo fissato viene comunicato al pubblico dei potenziali investitori che , se interessati, tramite la procedura di richiesta possono acquistare le azioni. Il metodo del prezzo fisso garantisce un elevato grado di certezza sia per l'azienda che per gli investitori. L'impresa conosce con precisione il capitale che

²⁹ (Journal of international Money); (Ferrero); (Ritter & Welch)

raccoglierà e gli investitori sono a conoscenza del costo esatto per azione. Inoltre, tale metodo spesso conduce a prezzi delle azioni più stabili una volta che le azioni sono quotate in borsa, poiché vi è meno margine per fluttuazioni indotte dal mercato. Tuttavia, è importante notare che il metodo del prezzo fisso presenta alcune limitazioni. Poiché il prezzo viene stabilito in anticipo, potrebbe non sempre riflettere le condizioni di mercato attuali. In particolare, se il prezzo di collocamento viene stabilito a un livello troppo elevato, l'offerta pubblica iniziale (IPO) potrebbe non ricevere l'interesse del mercato, con il rischio di una sottoscrizione insufficiente e di un'inefficace raccolta fondi. Al contrario, se il prezzo è fissato troppo basso, le azioni potrebbero essere sottovalutate, con il rischio di perdere denaro per l'azienda.

Il processo di bookbuilding rappresenta un approccio flessibile e reattivo al mercato, che consente di determinare il prezzo di IPO in maniera dinamica. A differenza del metodo del prezzo fisso, il prezzo finale delle azioni in un'emissione di bookbuilding viene stabilito solo dopo la conclusione del processo di offerta. In tale processo, la società emittente definisce un intervallo di prezzo e gli investitori presentano le proprie offerte all'interno di tale intervallo. Il processo inizia con la determinazione dell'intervallo di prezzo, i work groups in collaborazione con i sottoscrittori si basano sui metodi finanziari usati per la valutazione d'impresa per stabilire un range entro il quale dovrà essere stabilito il prezzo. Successivamente gli investitori istituzionali inoltrano delle offerte alla società emittente indicando la quantità di azioni che sono disposti a comprare ad ogni determinato prezzo; questo step è cruciale in quanto permette all'organizzazione di studiare la domanda di azioni per ogni diverso prezzo. Dopo aver raccolto tutte le offerte i sottoscrittori esaminano i dati per stabilire l'ufficiale prezzo di emissione, un passaggio molto delicato in quanto gli intermediari devono riuscire a vendere tutte le azioni e allo stesso tempo devono evitare il rischio di sopravvalutare o sottovalutare le azioni creando danni difficilmente riparabili. L'ultimo metodo è il metodo delle aste. In questo caso, gli investitori presentano delle offerte formali per l'acquisto di azioni, indicando il prezzo che sono disposti a pagare per quella determinata quantità di azioni in un apposito documento. Questo metodo è anche conosciuto come modello dell'asta olandese: le offerte ricevute vengono ordinate in base al prezzo, dalla più alta alla più bassa, fino al raggiungimento della quantità totale di azioni offerte. Di conseguenza, il prezzo di emissione viene fissato al livello in cui la domanda aggregata copre l'intera offerta

disponibile. È importante sottolineare che tutti gli investitori ammessi all'assegnazione pagheranno lo stesso prezzo finale, a prescindere dalla proposta iniziale. Questo metodo di determinazione del prezzo garantisce che tutti gli investitori paghino lo stesso prezzo all'asta e permette la partecipazione all'asta a un'ampia gamma di investitori, inclusi quelli al dettaglio.³⁰

2.3 Il ruolo del sottoscrittore

L'underwriter riveste un ruolo centrale nelle operazioni di emissione di strumenti finanziari ergendosi a intermediario fra la società emittente e i futuri investitori sul mercato. Gli intermediari che si occupano di ciò sono le banche d'investimento che in questa situazione possono assumere due diversi ruoli; la posizione più importante è sicuramente quella del "bookrunner" che ha il compito di gestire l'IPO, compresi la due diligence, la redazione del prospetto, la determinazione dell'intervallo del prezzo di emissione, la promozione dell'operazione e l'allestimento e organizzazione del registro ordini³¹. Per capire meglio questa figura dobbiamo specificare che la IPO di solito coinvolge un gruppo di banche d'investimento, che lavorano insieme per portare a termine questa operazione, chiamato sindacato di sottoscrittori. I bookrunner sono gli intermediari che in questo gruppo hanno una maggiore autorità e guidano l'operazione come dei leader. Affianco ai bookrunner ci sono i co-manager che contribuiscono principalmente alla distribuzione delle azioni verso gli investitori al dettaglio e offrono un apporto significativo alle attività di marketing e supporto operativo.

2.3.1 Funzioni e responsabilità dell'underwriter

La funzione del sottoscrittore non consiste solamente nell'assunzione del rischio del collocamento dei titoli, ma anche nel guidare l'azienda dalla strutturazione iniziale dell'offerta alla chiusura dell'operazione supportandola dal punto di vista strategico, operativo e reputazionale. Il primo passo consiste nell'analisi strutturale all'interno della

³⁰ (Ferrero); (Latham&Watkins, 2024) (Journal of international Money)

³¹ Il registro degli ordini è un elenco di proposte da parte di investitori interessati ad acquistare azioni a vari prezzi e quantità. Il bookrunner impiega il portafoglio degli ordini per stabilire il prezzo di offerta finale e ripartire le azioni tra gli investitori

quale si determina la tipologia dell'offerta (primaria, secondaria o congiunta) e si hanno ulteriori valutazioni significative necessarie a comprendere quante azioni dovranno essere emesse e come il mercato percepirà questo titolo. In concomitanza con l'analisi il sottoscrittore si concentra anche sulla raccolta di dati per la preparazione del prospetto informativo in modo tale da far congiungere le aspettative dell'emittente con quelle degli investitori. Successivamente si comincia ad entrare nella fase più cruciale per il sottoscrittore ovvero il "Testing the waters"; in questa fase l'intermediario incontra gli investitori istituzionali e studia i loro comportamenti per valutare l'interesse nei confronti dell'offerta e agire di conseguenza, ad esempio, apportando modifiche al prospetto. Si arriva finalmente alla fase fondamentale denominata roadshow, durante la quale i work groups, più precisamente il management, illustrano il modello di business e il forecast model³² agli investitori. Durante questa fase si stabilisce in modo definitivo il prezzo finale a cui dovranno essere emesse le azioni basandosi su quello che è sembrato essere il sentiment degli investitori (soprattutto se si utilizza il metodo del bookbuilding). Infine, l'underwriter coordina le fasi finali dell'offerta: l'individuazione del prezzo di collocamento e la conclusione dell'operazione, assicurando il rispetto di tutti gli aspetti normativi e tecnici.

I tipi di accordi di sottoscrizione sono generalmente tre: firm commitment, best efforts e all-or-none. La forma di sottoscrizione più efficace è l'impegno "firm commitment", in base al quale i sottoscrittori si impegnano ad acquistare tutte le azioni offerte al prezzo di offerta. Successivamente, le azioni vengono rivendute ad altri membri del sindacato o direttamente al pubblico. Qualora non gli fosse possibile rivendere l'intera quantità di azioni, il sottoscrittore si esporrebbe al rischio di subire perdite finanziarie. Specialmente all'interno di questo accordo di sottoscrizione i sottoscrittori sono soliti utilizzare una clausola denominata greenshoe che svolge un ruolo fondamentale per gestire la volatilità post-IPO. Questa clausola consente all'underwriter di acquistare fino al 15% di azioni aggiuntive rispetto a quelle originariamente offerte al prezzo di collocamento; è uno strumento che viene utilizzato per stabilizzare il prezzo di mercato delle azioni nei giorni immediatamente successivi alla quotazione in borsa³³. Nella pratica se il prezzo

³² Il forecast model è un documento nel quale vengono illustrati i flussi di cassa futuri che il management pensa di ottenere negli anni a venire

³³ Nei giorni subito post-IPO le azioni sono solite subire eccessive fluttuazioni.

dell'azione scende al di sotto del prezzo di emissione prefissato, il sottoscrittore può acquistare i titoli sul mercato per sostenere la domanda e “spingere” maggiormente la quotazione; se al contrario il prezzo sale al di sopra della soglia d'offerta, il sottoscrittore può esercitare l'opzione greenshoe, vendendo le azioni aggiuntive ad un prezzo vantaggioso, guadagnandoci senza particolari rischi di mercato. Il secondo tipo principale di sottoscrizione è l'accordo best-effort, in base al quale i sottoscrittori si impegnano a usare i loro "migliori sforzi" per vendere i titoli dell'organizzazione, ma non garantiscono i risultati. Se non riescono a vendere l'intero importo al pubblico o l'importo minimo previsto se esiste una disposizione minima/massima, non hanno l'obbligo di acquistare le azioni. In quanto tali, agiscono semplicemente come tuoi agenti e sei tu a prenderti il rischio nel caso in cui le azioni non possano essere vendute o se il ricavato minimo non fosse adeguato alle tue esigenze. Come ultimo caso vi è il “tutto o niente”, il sottoscrittore si pone come obiettivo la vendita di tutte le azioni prese in carico dall'emittente e nel caso in cui non riesca a venderle l'offerta al pubblico viene cancellata. Questa modalità fornisce una maggior tutela agli investitori, in quanto, sono consapevoli che l'operazione andrà a buon fine solamente se si raggiunge il livello minimo di adesione. Allo stesso tempo però implica anche un rischio maggiore di insuccesso soprattutto in mercati volatili ed è per questo motivo che viene utilizzata solamente in contesti caratterizzati da elevati livelli di fiducia nei confronti del mercato.

2.3.2 Scegliere il giusto underwriter

Raggiungere un'offerta pubblica iniziale (IPO) è un obiettivo significativo per ogni impresa, e i benefici possono essere notevoli. Questo perché accedere ai mercati di capitali pubblici apre porte illimitate per un'espansione d'azienda e conseguire obiettivi strategici di lungo periodo. Tuttavia, per raggiungere il prezzo IPO massimo e un'integrazione armoniosa nel mercato pubblico, è fondamentale selezionare il corretto sottoscrittore nelle fasi preliminari.

I requisiti che devono essere valutati per scegliere correttamente il proprio sottoscrittore sono: l'esperienza, la reputazione, la remunerazione e i servizi aggiuntivi che offrono. Per quanto riguarda l'esperienza è importante scegliere un underwriter che abbia già concluso processi di IPO con aziende che operano nel medesimo settore in quanto possono fornire spunti preziosi e strategie su misura per il mercato. Un metodo che viene spesso utilizzato è il "bake-off", durante il quale uno o più underwriter presentano le loro proposte in una serie di incontri; in questi meeting ogni banca d'investimento illustra la valutazione preliminare della società, la strategia di pricing, il profilo degli investitori target, l'esperienza in altre IPO e le proprie competenze in consulenza. In secondo luogo abbiamo la reputazione che è plasmata sulla base delle relazioni che l'intermediario ha con gli investitori. In quanto a commissioni è importante che vengano rispettati i prezzi del mercato, negli ultimi anni la remunerazione sulle IPO consiste in un range che va dal 5% al 7% dei proventi lordi dell'offerta. E' possibile che ci siano delle banche d'investimento che chiedono all'emittente di vendere loro, ad un prezzo nominale, un warrant per l'acquisto del 10% del numero di azioni vendute nell'offerta a un prezzo di esercizio pari al prezzo dell'offerta pubblica. Questo warrant è normalmente esercitabile in un periodo di cinque anni e, se esercitato, comporta un'ulteriore diluizione degli azionisti esistenti. Di conseguenza, la società riceve meno proventi rispetto ai proventi ricevuti quando le azioni vengono vendute sul mercato aperto.

CAPITOLO 3- La quotazione di Ferrari presso il NYSE

3.1 La Storia Di Ferrari

La Ferrari SPA è una delle case automobilistiche più celebri al mondo, fondata da Enzo Ferrari nel 1947 nell'ormai conosciutissima Maranello in Emilia-Romagna. Alle origini nacque come scuderia sportiva e con il passare degli anni si affermò rapidamente sia nelle competizioni automobilistiche sia nella produzione di vetture di lusso ad alte prestazioni. Il marchio Ferrari si affermò rapidamente come un'icona di prestigio, rappresentando valori quali l'eccellenza ingegneristica, il primato sportivo e l'eleganza italiana. Nel corso della sua storia, la Ferrari ha sempre adottato una strategia di produzione a basso volume con l'obiettivo di mantenere un'immagine di esclusività e scarsità tra gli acquirenti delle sue vetture. L'azienda ha monitorato e mantenuto deliberatamente i volumi di produzione e i tempi di attesa per la consegna, al fine di promuovere tale reputazione. Nel 1969, il gruppo Fiat acquisì una quota del 50% della Ferrari, quota che fu successivamente aumentata, pur mantenendo il controllo operativo a favore di Enzo Ferrari fino alla sua morte nel 1988. Nel corso degli anni, la proprietà di Ferrari è entrata a far parte integrante di Fiat Group, e successivamente di Fiat Chrysler Automobiles (FCA), sebbene abbia mantenuto una gestione autonoma rispetto alle altre divisioni industriali del gruppo. La crescente solidità del brand Ferrari e la sua capacità di generare utili con elevati margini portarono alla luce l'opportunità di valorizzare ulteriormente la società attraverso una separazione strategica dal gruppo FCA; anni dopo, a seguito del successo che questa separazione ebbe, Sergio Marchionne, all'epoca amministratore delegato di FCA e presidente di Ferrari decise di procedere alla quotazione nella Borsa di New York (NYSE). Attraverso la quotazione Ferrari voleva raggiungere dei determinati obiettivi come aumentare la visibilità internazionale e accedere ad una base di investitori più ampia, più solida e più liquida. Tutto il processo di preparazione comportò una ristrutturazione della governance aziendale e un rafforzamento del posizionamento del brand Ferrari come "luxury brand" piuttosto che come semplice produttore automobilistico. La quotazione ebbe successo nell'ottobre del 2015 segnando un passaggio importantissimo non solo per Ferrari ma anche per tutta l'Italia.

3.2 Risultati Storici

A partire dagli anni '50, come già specificato in precedenza, Ferrari ha perseguito una strategia di posizionamento esclusivo, differenziandosi profondamente dal resto dell'industria automobilistica mondiale. In questo periodo, più precisamente nel 1957 Ferrari produceva circa 200 automobili stradali destinate maggiormente alla clientela d'élite europea ed americana; secondo le stime, il fatturato si aggirava intorno ai 2 milioni di dollari americani (1,25 miliardi di lire) dato non solo dalla vendita delle auto ma anche e soprattutto dalle attività sportive come premi gara e bonus per la Formula 1. Negli anni 60' la domanda internazionale di veicoli Ferrari iniziò a crescere rapidamente, soprattutto negli Stati Uniti che divennero il principale cliente estero. Durante questo decennio la produzione superava le 600 unità, un numero in costante crescita grazie al lancio di modelli iconici come la 250GTO e la 275 GTB. Lo sviluppo e l'affermazione del brand Ferrari nel settore dell'auto da corsa è dovuto principalmente dai ricavi derivanti dalla vendita delle auto stradali, il successo sportivo alimentava la reputazione commerciale e viceversa. Nel corso di questi dieci anni il fatturato annuo è passato da 6 milioni di dollari iniziali fino ad arrivare nel 1969 a 15 milioni, anno in cui ci fu la svolta gestionale nella quale Enzo Ferrari cedette il 50% della società a Fiat. Questa operazione consentì a Ferrari di ottenere nuovi capitali per ampliare le capacità produttive in modo tale da ampliare maggiormente il reparto ricerca e sviluppo. Nel frattempo Ferrari iniziò a creare i primi rami "non-core", sviluppando merchandising e licenze legate al marchio fino ad arrivare negli anni ottanta, periodo in cui divenne uno status symbol grazie all'esperienza internazionale e alla presenza crescente nei media. Negli anni '80, Ferrari ha mantenuto una produzione limitata, focalizzandosi su vetture di alta gamma e sull'attività sportiva. Secondo il bilancio consolidato al 31 dicembre 1988, i ricavi netti di Ferrari ammontavano a circa 30 milioni di dollari, evidenziando una crescita rispetto agli anni precedenti. Durante gli anni '90, Ferrari ha ampliato la sua presenza nei mercati internazionali, con un aumento delle vendite e una diversificazione delle attività. Nel 1999, le consegne di vetture hanno raggiunto le 3.775 unità. L'inizio del nuovo millennio

³⁴ (prospectus); (BLOOMBERG)

ha visto Ferrari ottenere successi significativi in Formula 1, contribuendo a rafforzare il brand e ad aumentare le vendite. Nel 2004, le consegne hanno raggiunto le 4.975 unità, con un incremento del 17,39% rispetto all'anno precedente. Per arrivare poi nel periodo di percorso verso la quotazione in borsa presso il NYSE, il 2015; il prospetto IPO ci dice come nel dicembre del 2014, Ferrari ha registrato ricavi netti pari a 2.762 milioni di euro, un utile netto di 265 milioni di euro, un EBITDA Adjusted di 693 milioni di euro con un margine Adjusted EBITDA del 25,1%, un EBIT di 389 milioni di euro e un margine EBIT del 14,1%. Nello stesso anno sono state consegnate 7.255 vetture. Nel decennio precedente, la società ha registrato una crescita delle consegne pari al 34% e, nonostante il carattere discrezionale delle auto di lusso, ha subito un'unica contrazione annuale modesta (inferiore al 5%) durante la crisi finanziaria globale. Dal 2005 al 2014, Ferrari ha registrato un tasso di crescita annuale composto (CAGR) dei ricavi netti pari al 7%. Inoltre, il margine Adjusted EBITDA del 2014, pari al 25,1%, rappresenta un incremento di 6,9 punti percentuali rispetto al 2005. Questi risultati finanziari eccezionali posizionano Ferrari non soltanto come uno dei principali produttori di automobili di lusso, ma anche come uno dei marchi di lusso più rilevanti a livello mondiale.

3.3 Risultati Prospettici

All'interno del prospetto informativo, in vista della quotazione in borsa, Ferrari aveva delineato una serie di obiettivi strategici e finanziari chiari che avevano come scopo finale quello di far crescere ed espandere sostenibilmente l'azienda preservando il carattere esclusivo del marchio. Secondo i dati riportati, la società puntava ad incrementare gradualmente le consegne annue passando dalle circa 7200 unità registrate nel 2014 fino a 9000 entro il 2019.

Dal punto di vista finanziario Ferrari si proponeva di aumentare significativamente i ricavi netti grazie all'espansione dell'offerta di prodotti personalizzati (che possiedono ampio margine), al lancio di nuove serie speciali e al potenziamento delle attività di merchandising e licensing. L'obiettivo prefissato era quello di superare i 3,8 miliardi di euro di ricavi annui entro il 2019 ed incrementare il margine dell'EBITDA Adjusted per farlo andare dal 25,1% del 2014 fino al 30% entro il 2019. Un ulteriore obiettivo posto

dal Consiglio di amministrazione di Ferrari riguardava l'espansione geografica; il brand italiano intendeva rafforzare la propria presenza nei mercati tradizionali come Nord America ed Europa e contemporaneamente aprirsi altre opportunità d'investimento nei mercati emergenti asiatici (Corea del Sud, Cina e Giappone).

La stella polare che tutte le strategie dovevano seguire era rappresentata dall'immagine del marchio globale di lusso assoluto; Ferrari implementò esperienze esclusive (come i limitati tour di Maranello), parchi tematici e altre attività secondarie legate all'identità di Ferrari, tutto ciò perché non voleva più essere assimilata solamente ad altre case di produzione automobilistiche ma voleva porsi sullo stesso livello di marchi come Hermes, Louis Vuitton e Rolex.³⁵

3.4 Valutazione E Range Di Prezzo

La determinazione della valutazione d'impresa costituisce un passaggio cruciale per riuscire a definire in modo coerente il prezzo di collocamento delle azioni. Nel caso di Ferrari, il metodo adottato si configura come una valutazione di mercato basata sull'analisi dei multipli di società comparabili, un *modus operandi* molto diffuso nei processi di quotazione di società nel settore dei beni di lusso e delle automotive. All'interno del prospetto preso come fonte principale la sezione "Determination of the Offering Price" specifica che la fissazione del prezzo è avvenuta mediante negoziazioni tra l'azionista ed il venditore e i coordinatori dell'offerta tenendo in considerazione le seguenti variabili: condizioni generali dei mercati azionari al momento del collocamento, le performance finanziarie storiche e prospettiche di Ferrari, il confronto con società analoghe per struttura economica, marginalità e posizionamento competitivo ed infine l'immagine del brand e la sua capacità di generare valore nel tempo.

Il risultato della valutazione è stato integrato all'interno della procedura di pricing più utilizzata a livello internazionale, il "bookbuilding". I principali protagonisti dunque erano il venditore Fiat Chrysler Automobiles N.V. (FCA) che deteneva la maggioranza delle azioni offerte, gli underwriters principali che si erano riuniti come consorzio internazionale di banche d'investimento guidato da UBS Securities LLC e Merrill Lynch

³⁵ (prospectus); (BLOOMBERG)

(che svolgevano rispettivamente il ruolo di global coordinator e Joint Bookrunners), Pierce, Fenner & Smith incorporated affiancati dai più famosi Allen & Company, Banco Santander, BNP Paribas, JP morgan e Mediobanca. Questo sindacato di collocamento aveva il compito di assistere FCA nella vendita delle azioni garantendo la sottoscrizione dell'intero ammontare, come detto in precedenza, attraverso bookbuilding. Gli underwriters hanno agito sottoscrivendo inizialmente le azioni offerte, assumendosi il rischio commerciale legato alla vendita; contemporaneamente hanno fatto il cosiddetto "roadshow" organizzando incontri con i potenziali investitori e raccolto ordini di acquisto non vincolanti fino ad arrivare alla negoziazione del prezzo finale dell'offerta messo pari a 52\$ per azione. L'offerta ha riguardato 17.175.000 azioni ordinarie, pari al 9% del capitale sociale della società. L'operazione ha generato proventi lordi totali pari a circa 893,1 milioni di dollari, al netto della commissione di sottoscrizione di 1,56 dollari per azione, che ha portato a proventi netti di circa 866,3 milioni di dollari a favore del venditore. Ferrari N.V. non ha ricevuto alcuna parte del ricavato, in quanto si trattava di una vendita di azioni esistenti e non di una nuova emissione. Sulla base del numero totale di azioni in circolazione dopo l'offerta (188.921.600 azioni ordinarie), la valutazione implicita dell'intero patrimonio netto di Ferrari al momento dell'IPO era di circa 9,8 miliardi di dollari. I sottoscrittori per coprirsi dal rischio avevano ricevuto un'opzione di over-allotment conosciuta anche come "greenshoe" che consentiva loro di acquistare fino al 10% di azioni aggiuntive al prezzo di offerta in modo tale si potessero attuare operazioni di stabilizzazione del prezzo nei giorni successivi alla quotazione. A fronte dei servizi prestati il gruppo di underwriters ha ricevuto un compenso di 1,56 dollari per azione collocata per un totale di circa 27 milioni di dollari.³⁶

3.5 Andamento Fin'ora E Prospettive Future

A partire dalla quotazione avvenuta nell'Ottobre del 2015, il titolo Ferrari ha registrato una traiettoria di crescita solida e progressiva ergendosi ad asset azionario più apprezzato e sostenibile nel segmento del lusso industriale. L'apprezzamento del valore azionario è stato sostenuto da performance operative superiori alle attese, dalla capacità di preservare

³⁶ (prospectus); (BLOOMBERG)

l'esclusività del prodotto nonostante una moderata espansione dei volumi e da una gestione finanziaria improntata all'efficienza e alla generazione di cassa.

Nel corso del 2025, il titolo ha raggiunto il proprio massimo storico a oltre 500 dollari, in concomitanza con il lancio di un nuovo modello a tiratura limitata e con la pubblicazione di risultati trimestrali robusti, superiori alle stime del consenso. Questo picco significativo ha rispecchiato non solo la risposta positiva del mercato al prodotto, ma anche la rinnovata fiducia nella redditività futura dell'azienda. Tuttavia, non sono mancati momenti di volatilità: tra marzo e aprile dello stesso anno, si è registrata una momentanea flessione dovuta a un quadro macroeconomico globale meno favorevole, in particolare a causa di alcune ipotesi di revisione della politica commerciale statunitense che hanno sollevato interrogativi circa la tenuta della domanda nei principali mercati extraeuropei. L'ultimo report fatto dagli analisti di UBS ci dice come il prezzo target al momento sia stato alzato da 520\$ a 560\$ con il titolo attualmente a circa 488\$. L'aggiustamento riflette la fiducia nel marchio e nel modello di business del produttore di auto di lusso, a seguito della pubblicazione di risultati solidi. Secondo i dati di InvestingPro, i target degli analisti variano da 430,51 a 622,57 dollari, con una raccomandazione media pari a 1,93 (Buy) (la scala dei valori parte da 1 "Strong Buy" fino a 5 "Sell"). Le performance di Ferrari hanno evidenziato una continuità nei comportamenti della clientela, comprendente nuovi acquirenti, clienti consolidati e collezionisti.

La società ha tuttavia manifestato una certa prudenza riguardo alla restante parte dell'anno, alla luce di un contesto macroeconomico caratterizzato da elevata volatilità. Il management prevede una dinamica meno favorevole rispetto al primo trimestre, attribuendo questa previsione sia al diverso mix di prodotto, sia agli effetti dei dazi commerciali previsti a partire dal secondo trimestre. Nonostante tali criticità, i risultati positivi registrati nel Q1 hanno rafforzato le prospettive ottimistiche espresse da UBS. L'analisi indica che Ferrari gode di un'ottima solidità finanziaria, con un punteggio

complessivo pari a 3,15³⁷ sostenuto da una crescita dei ricavi del 12,36% e da un margine di profitto lordo pari al 50,52%.

Nel corso di una recente conference call con gli investitori, il management ha sottolineato l'imminente presentazione della Ferrari Elettrica, il primo modello completamente elettrico della casa di Maranello. Il processo di svelamento avverrà in tre fasi: la prima, prevista per il Capital Markets Day (CMD) di ottobre 2025, sarà incentrata sulla componente tecnologica; seguirà, nei primi mesi del 2026, la presentazione degli interni, con la rivelazione completa del modello prevista per la primavera dello stesso anno. Le prime consegne sono programmate per ottobre 2026, in linea con quanto annunciato nel CMD del 2022.

In notizie più recenti, Ferrari ha registrato risultati finanziari particolarmente solidi nel primo trimestre del 2025, con un margine operativo del 30,3% e un flusso di cassa libero superiore alle aspettative del mercato. Il portafoglio ordini si conferma estremamente robusto, coprendo la produzione fino al 2026, mentre per alcuni modelli, come il Purosangue, la domanda si estende oltre il 2027. Gli analisti di Bernstein e RBC Capital hanno confermato il proprio giudizio positivo sul titolo, mantenendo rispettivamente un target price di 575 dollari e 500 euro. Anche UBS ha rivisto il proprio target a 520 dollari, confermando la raccomandazione di acquisto (Buy), seppur con una revisione al ribasso delle stime sugli utili per azione, dovuta all'effetto combinato di cambi sfavorevoli e nuovi dazi commerciali.

La direzione aziendale ha ribadito la fiducia nelle previsioni per l'esercizio in corso, indicando un EBITDA atteso di almeno 2,68 miliardi di euro, livello superato dalle stime di RBC e dal consensus generale. Nell'ambito delle politiche di risposta all'introduzione di tariffe negli Stati Uniti, Ferrari ha annunciato un aggiornamento che prevede aumenti di prezzo fino al 10% su determinati modelli destinati al mercato statunitense, con l'obiettivo di compensare gli effetti negativi delle imposizioni tariffarie, le quali potrebbero determinare una riduzione dell'EBIT pari a circa 40 milioni di euro nel 2025 secondo le proiezioni di RBC. Per approfondire maggiormente il sentiment che gli analisti

³⁷ Il punteggio di 3,15 rappresenta un indice sintetico di solidità finanziaria, calcolato sulla base di parametri economici e patrimoniali dell'azienda. Un valore elevato indica una struttura finanziaria solida e un basso livello di rischio. (la scala dei valori va da 1 fino a 4, dove 4 è il miglior punteggio raggiungibile).

hanno nei confronti di Ferrari ho trovato opportuno commentare alcuni target price che ho trovato sul terminale di Bloomberg. Dalla mia analisi emerge un quadro piuttosto eterogeneo e in parte contraddittorio. Alcuni analisti, come Bernstein, Intesa Sanpaolo e Evercore ISI, hanno espresso una visione moderatamente positiva sull'azione, con target price leggermente superiori rispetto all'attuale prezzo di mercato di 494\$. Questi prezzi target non sono smisuratamente elevati ma suscitano la convinzione che ci possa essere ancora un ulteriore spazio per la crescita. D'altro canto, una buona parte del consenso sembra orientata in modo più cauto o addirittura ribassista. Alcuni analisti come Mornignstar e Pekao, che hanno fissato i target price a 380\$ e 347,80\$, considerano il titolo altamente sopravvalutato per via di un eccessivo ottimismo del mercato, valutazioni troppo spinte di utili attesi e per previsioni nefaste a livello macroeconomico. In mezzo a queste due visioni opposte, c'è una fascia di analisti come HSBC, BNP Paribas e Deutch Bank che adotta un approccio più neutrale, con raccomandazioni come "hold" o "neutral" e target price compresi tra i 420 e i 460 dollari. Queste valutazioni suggeriscono che il titolo è vicino al suo fair value, e che il potenziale di guadagno è ormai limitato – o comunque insufficiente a giustificare un acquisto aggressivo (non è necessariamente una visione negativa, ma più una presa di posizione attendista). ³⁸

³⁸ (BLOOMBERG); (prospectus)

CONCLUSIONI

All'interno di questa tesi ho analizzato un argomento che mi appassiona molto come le quotazioni in borsa approfondendolo con un occhio di riguardo al contesto americano, con più precisione al New York Stock Exchange (NYSE). Attraverso una prima parte introduttiva fatta sullo studio dei mercati finanziari, sugli strumenti tecnici utilizzati dai maggiori intermediari e sulle normative delle IPO siamo giunti alla conclusione di quanto sia importante strategicamente la scelta di quotarsi, sia come strumento di raccolta di capitali ma anche come leva per accrescere la visibilità ed il prestigio aziendale. A sostegno della mia tesi vi è il caso Ferrari la cui quotazione al NYSE rappresenta un perfetto esempio di come un'IPO possa essere pianificata e realizzata con successo, valorizzandone l'identità e la brand awareness. L'esame dei dati finanziari e delle decisioni che hanno accompagnato Ferrari in questo cammino ha rivelato come la robustezza economica, un'immagine potente e una strategia comunicativa vincente possano portare a una domanda elevata da parte degli investitori e a una crescita continua del valore delle azioni. Questo esempio evidenzia anche come la selezione della borsa di quotazione, il momento dell'operazione e la scelta degli underwriter siano fattori fondamentali per il successo dell'IPO. Dunque, il percorso di quotazione rappresenta una sfida complessa ma allo stesso tempo è un ottimo trampolino di lancio per le aziende che vogliono espandere il loro operato nei mercati globali ed internazionalizzarsi.

BIBLIOGRAFIA

(Westenberg, Hiltz, & Lunin, 2024), *Initial Public Offerings: A Practical Guide to Going Public*. 2024, 2nd edition

(Lucy, 1992), *The New York Stock Exchange: A Guide to Information Sources*. Routledge Library Editions: Financial Markets, 1992, 1

Peter Thiel; Blake Masters (Thiel, 2015). Random UK, 2015, 1st edition.

Rosenbaum Joshua; Pearl Joshua, (**Joshua & Joshua, 2022**) Wiley finance, 2022, 3rd edition

(Mishkin, 2019). *Istituzioni e mercati finanziari*. Nona edizione. Milano: Pearson, 2019.

(Bodie, 2025). *Essentials of Investments*. 13. ed. New York, New York: McGraw-Hill, 2025.

(Pagano, 2020). *Economia dei mercati finanziari*. Bologna: Il Mulino, 2020.

(Srinivasan, 2023). *Basics of Stock Market*. Sankar Srinivasan, 2023.

Kalinowski, Marcin. (Marcin, 2022). 1st ed. Abingdon, Oxon; Routledge, 2022.

Kendall, Kim. (Kim).

Khurshed, Arif. (Arif, 2019). Second edition. Harriman House, 2019.

(Thierry Foucault, 2024) Oxford University Press Inc, 2024

(Beltratti, 2025). *Financial Markets and Investments*. Bocconi University Press, 2025.

Olga, Ferraro. (Ferraro).

(Paul Brockman), Journal of Corporate Finance

(Richard A. Brealey) McGraw-Hill Education

(K.W., 2017) *The economy of primary markets*, Lehigh University, 2017.

(Lowry, 2017)(August 15, 2017). Forthcoming Foundations and Trends in Finance.

Eckbo, B. Espen and Masulis, Ronald W. and Norli, Oyvind, *Security Offerings*.
HANDBOOK OF CORPORATE FINANCE: EMPIRICAL CORPORATE FINANCE,
Vol. 1, B. E. Eckbo;

Jay R. Ritter, Chapter 5 - *Investment Banking and Securities Issuance*, Handbook of the
Economics of Finance, Elsevier, Volume 1, Part A.

(Ljungqvist) Finance Second Edition. Oxford University Press.

SITOGRAFIA

https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/nyse_ipo_guide.pdf

Investopedia. (Investopedia, New York Stock Exchange (NYSE): Definition, How It Works, History, s.d.). Tratto da Investopedia : <https://www.investopedia.com/terms/n/nyse.asp>

U.S Security and Exchange Commission. *National Securities Exchanges*. Tratto da U.S. Securities and Exchange Commission : <https://www.sec.gov/about/divisions-offices/division-trading-markets/national-securities-exchanges>

Investopedia. (Investopedia, What Are All of the Major US Stock Exchanges?. , s.d.)Tratto da Investopedia : <https://www.investopedia.com/ask/answers/08/security-market-usa.asp>

Wikipedia. *List of stock exchanges in the Americas*. Tratto da Wikipedia: https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_stock_exchanges_in_the_Americas

Investopedia (Investopedia, Type of Stock Exchanges, s.d.). Tratto da Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/basics/04/092404.asp#toc-types-of-stock-exchanges>

SoFi Learn. (Learn, s.d.). Tratto da SoFi learn: <https://www.sofi.com/learn/content/different-stock-exchanges/>

Yahoo Finance (Finance, s.d.) (Capital.com, s.d.)Tratto da Yahoo Finance: <https://finance.yahoo.com/news/understand-differences-between-stock-exchanges-001111063.html>

Price Waterhouse Coopers. *Listing in the US*. Tratto da Price Waterhouse Coopers: <https://www.pwc.com/kz/en/capital-markets/assets/listing-in-the-us-kz-en.pdf>

Nyse. *Regulation*. Tratto da Nyse: <https://www.nyse.com/regulation>

Nasdaq. *Nasdaq Market Regulation*. Tratto da Nasdaq: <https://www.nasdaq.com/market-regulation/americas/listing-review#:~:text=Listing%20on%20Nasdaq>

Latham & Watkins. *Us Ipo Guide*. Tratto da Latham & Watkins : <https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/lw-us-ipo-guide.pdf>

Financial Times. *London Stock Exchange suffers biggest exodus since financial crisis*. Tratto da Financial Times: <https://www.ft.com/content/aef053ce-c94d-4a72-8dce-bdbf56dd67e1>

IBM. *Che cosa è la conformità al SOX (Sarbanes-Oxley Act)?* Tratto da IBM: <https://www.ibm.com/it-it/topics/sox-compliance>

ICE. *Guida agli investimento in USA*. Tratto da ICE: <https://www.ice.it/repository/pdf/guida.pdf>

Financial Times and Workiva. *Raising Capital in Us Markets (Webinar)*. Tratto da Financial Times: <https://attendees.bizzabo.com/612430/agenda/activity/1363992>

EDM & CO. *Quotazione Borsa Usa*. Tratto da EDM & CO: <https://www.edmfinance.it/quotazione-borsa-usa/>

NAVEX. *Conformità alla normativa SOX*. Tratto da Navex: <https://www.navex.com/it-it/soluzioni/regolamento/sox/>

Britannica. *Downfall and Bankruptcy in Enron Scandal*. Tratto da Britannica: <https://www.britannica.com/event/Enron-scandal/Downfall-and-bankruptcy>

(Finanza, s.d.)

(Pensione, s.d.) (Generali, 2024)

(MORGAN, 2024)

(PICTET, 2024)

(View, s.d.)

(Finanza M. , s.d.)

Investopedia. *Enron Scandal and Accounting Fraud: What Happened?*. Tratto da Investopedia:
<https://www.investopedia.com/updates/enron-scandal-summary/>

Science Direct. *The JOBS ACT and IPO underpricing*. Tratto da Science Direct:
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1062940824000044>

University of St. Thomas Law Journal. *The JOBS act: effects on capital market competition in both public and private markets*. Tratto da University of St. Thomas Law : [The JOBS Act Effects on Capital Market Competition in Both Publi.pdf](#)

TIME. *How the Enron Scandal Changed American Business Forever*. Tratto da TIME:
<https://time.com/6125253/enron-scandal-changed-american-business-forever/>

Inevstopedia. *Jumpstart Our Business Startups Act Overview*. Tratto da Investopedia:
<https://www.investopedia.com/terms/j/jumpstart-our-business-startups-act-jobs.asp>

Workiva. *IPO Readiness: How to Hit the ground running*. Tratto da Workiva: [IPO READINESS](#)

Price Waterhouse Cooper. *Roadmap for an IPO*. Tratto da Price Waterhouse Cooper:
[ROADMAP](#)

SoFi Learn. *How Are IPO prices set?*. Tratto da SoFi Learn:
<https://www.sofi.com/learn/content/what-sets-ipo-valuations/>

Università degli studi di Trieste. *Il processo di pricing dei titoli azionari nelle operazioni di IPO*. Tratto da Università degli studi di Trieste: [TESI UNITRIESTE](#)

(Latham&Watkins, 2024)

(PWC)

Corporate Finance Institute. *Offering Price*. Tratto da Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/offering-price/>

JSTOR. *Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing*. Tratto da JSTOR: <https://www.jstor.org/stable/10.1086/503644?seq=1>

Journal of International Money, Banking and Finance. *Open Auction Vs. Bookbuilding IPOs: U.S. evidence*. Tratti da Journal of International Money, Banking and Finance: [Open Auction vs Bookbuilding](#)

Journal of Finance. *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*. Tratto da journal of Finance: [a review for IPO / a review for IPO](#)

RSM. *The importance of IPO underwriting in a successful public offering*. Tratto da RSM: <https://rsmus.com/insights/services/financial-management/ipo-underwriting.html>

Ferrari. *Informazioni sulla Quotazione*. Tratto da Ferrari : <https://www.ferrari.com/it-IT/corporate/informazioni-sulla-quotazione>

Admirals. *Come investire in azioni Ferrari*. Tratto da Admirals: <https://admiralmarkets.com/it/education/articles/shares/ferrari-azioni-analisi>

(Renaissance,
(LONDON, 2024)

2024)

(TIMES, 2024)

(EY, s.d.)

<https://www.treccani.it/enciclopedia/borsa-valori/>