

Facoltà di Economia
Cattedra di Finanza Aziendale

IL FENOMENO DEL DELISTING
NEL MERCATO AZIONARIO ITALIANO
ANALISI TEORICA ED EVIDENZE EMPIRICHE

RELATORE:
Prof. Massimo Spisni

CANDIDATO:
Matteo Picconeri
matr. 148591

ANNO ACCADEMICO 2010/2011

A Mamma, a Papà, a Zio Egisto ed ai Nonni: mi avete insegnato cosa è la vita

A Fabio: mi hai spiegato come viverla

Agli amici veri di ieri e di oggi: l'avete resa degna di essere un giorno raccontata

To the people I have met in Erasmus: You have changed it

Grazie



INDICE

Introduzione	2
Literature review	4
Cosa spinge le società ad uscire dal mercato.....	7
Il Delisting involontario.....	10
Il Delisting volontario.....	12
L'uscita dal mercato in Italia.....	21
Evidenze di Delisting dall'Italia	28
Incidenza del fenomeno negli ultimi anni.....	28
Evidenze sul campione allargato.....	28
Evidenze sul campione ristretto.....	33
Delisting a seguito di OPA.....	34
La distribuzione dei guadagni nelle sliding doors.....	38
Analisi di casi pratici	43
Banca Italease.....	43
Bouty Helathcare.....	47
Italdesign Giugiaro.....	51
Conclusioni	56
Bibliografia ed opere citate	60

“L'uomo pazzo corse in mezzo a loro e fulminandoli con lo sguardo gridò: "Che ne è di Dio? Io ve lo dirò. Noi l'abbiamo ucciso - io e voi! Noi siamo i suoi assassini! Ma come potemmo farlo? Come potemmo bere il mare? Chi ci diede la spugna per cancellare l'intero orizzonte? Che facemmo sciogliendo la terra dal suo sole?” Friedrich Nietzsche, La Gaia Scienza

Introduzione

Il fenomeno del *Delisting*, vale a dire la cessazione della quotazione in un mercato regolamentato da parte delle azioni di una società, è un fenomeno che finora ha trovato poco spazio nella letteratura e tra i lavori di ricerca compiuti e pubblicati.

Molta più attenzione e molte più ricerche ha invece suscitato l'operazione di *Initial Public Offering* (d'ora in avanti *IPO*), la cui ricorrenza sui mercati è decisamente più frequente.

L'IPO è infatti quell'operazione attraverso la quale un'impresa, per la quale ne sussistono i requisiti, arriva alla quotazione sui listini di un mercato regolamentato ed il suo equity può essere liberamente scambiato su di esso. In questo lavoro non si darà conto di tale processo in maniera dettagliata, ma saranno presenti frequenti rimandi e parallelismi al fine di dare un miglior quadro d'insieme sull'argomento principale di questo lavoro che rimane il *Delisting*.

I due temi sono collegati a doppio filo: il *Delisting* potrebbe essere visto, con le dovute ed opportune specificazioni, come l'operazione opposta all'IPO. In effetti è possibile ed anche utile ricorrere alla letteratura in materia di IPOs per analizzare alcune componenti ed alcune specificità comuni ai due processi: le ragioni che spingono un'impresa a quotarsi sono quelle stesse che, venute meno, la possono spingere ad uscire dal mercato.

In questo contesto vengono posti all'inizio di questa ricerca lo studio e la discussione dei motivi per i quali conviene o non conviene essere quotati su di un mercato azionario, riportando ricerche e studi precedenti riguardanti sia l'Italia (molto pochi a dire la verità) che mercati più sviluppati come quello statunitense.

Allo stesso modo viene offerta una panoramica sui costi e sul set di leggi che circonda il processo di uscita dal mercato. Non bisogna dimenticare infatti che l'operazione di

Delisting può essere imposta dal mercato di riferimento a causa della sopravvenuta insussistenza dei requisiti per la quotazione. Per questo motivo, attraverso una ampia literature review, viene anche discusso il tema dell'impatto che tale operazione può avere sul mercato e sul rendimento di portafogli di titoli che annoverano l'equity dell'impresa tra gli assets.

Insistendo su questi temi, vengono presentati anche i possibili effetti che un Delisting può portare in una società quotata: le ripercussioni (nella maggior parte dei casi negative) sugli azionisti di minoranza e sulla corporate governance; saranno inoltre esaminati anche gli extra-rendimenti ed i vantaggi che una quotazione con annessa successiva e veloce uscita dal mercato (c.d. *sliding doors*) può apportare agli azionisti di maggioranza e a chi ha capitalizzato il proprio investimento nella società tramite l'IPO (notoriamente le società di *private equity* e di *venture capital*).

Nella seconda parte di questo lavoro viene passato in rassegna un aggregato di dati sulla situazione in Italia in materia di Delisting raccolti da fonti come il sito web di Borsa Italiana o alcuni studi come quello di Mediobanca. Si trarranno delle interessanti conclusioni circa la ricorrenza di tale operazione, le cause che ne sono alla base e le modalità con cui viene portata a termine nel panorama Italiano. Ci si focalizzerà più specificatamente sui Delisting successivi ad OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) e tra questi si cercherà di indagare il fenomeno delle *sliding doors*, ovvero quelle società che restano quotate sul mercato per un periodo inferiore ai 10 anni.

Verranno poi approfonditi ed affrontati singolarmente con più attenzione alcuni tra i più emblematici o recenti tra questi casi di uscita dal mercato, che hanno danneggiato la reputazione del mercato italiano. Si cercherà brevemente di dare conto della volontà o meno di comportamenti disonesti da parte del management o degli azionisti di maggioranza delle società.

Nella conclusione si cercherà di dare un quadro d'insieme all'argomento ed alla trattazione che ne è stata fatta attraverso questo lavoro. Verranno proposti spunti per ricerche future e brevi suggerimenti per cercare di risolvere, almeno parzialmente, il problema che alcune operazioni di Delisting possono causare al mercato.

Literature review

In questa sezione saranno brevemente passati in rassegna tutti i maggiori contributi offerti dalla letteratura sul tema del Delisting. Si potrà notare come la maggior parte degli studi e delle ricerche fino ad oggi compiuti sia stata effettuata da studiosi statunitensi ed abbia come oggetto il mercato americano. Con le opportune osservazioni, ove possibile, si cercheranno di adattare i risultati di tali ricerche alla situazione italiana, e frequenti saranno i rimandi ai significativi ma limitati nel numero lavori sul tema svolti da studiosi italiani. A tale esame sarà affiancato anche quello della normativa relativa al Delisting, con anche una piccola critica al vigente sistema normativo, sul quale è stata rilevante l'incidenza della direttiva europea sui takeover¹.

Benefici nella permanenza nel mercato

Su questo tema molto è stato scritto e vi è perciò un'abbondante campionario di letteratura a cui è possibile fare riferimento. In questa sezione vengono brevemente esaminate le ragioni che portano un'impresa alla quotazione, mentre più spazio sarà dedicato più in avanti a tutte le ragioni che invece possono portare all'uscita dal mercato.

Un motivo del tutto particolare

Uno dei contributi più importanti in tal senso, che tra l'altro è stato offerto da studiosi italiani e che riguarda il contesto italiano, è quello fornito da Zingales, Pagano e Panetta². Nel loro lavoro viene analizzato il processo di IPO da parte delle società italiane, evidenziando una peculiarità del mercato azionario italiano: rispetto agli Stati Uniti ed al Regno Unito, le società che si affacciano sul mercato “*do not go public to finance subsequent investment and growth, but rather to rebalance their accounts after*

¹ DIRETTIVA 2004/25/CE 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto, disponibile su: www.ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids

² Zingales, Pagano e Panetta: Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis; THE JOURNAL OF FINANCE – VOL LIII, NO. 1 – FEBRUARY 1998

a period of high investment and growth” (Zingales e al. 1998). Ciò perché spesso la quotazione avviene dopo una fase di crescita e di investimenti: dopo di essa l’impresa solitamente diminuisce la leva finanziaria e gli investimenti, raggiungendo una fase più di stabilità nel proprio ciclo di vita.

Questo fatto si riflette anche sull’età e sulle dimensioni delle società che intraprendono una IPO in Italia: gli stessi autori hanno trovato evidenza che la IPO media italiana ha un valore otto volte maggiore e la società che la intraprende è sei volte più vecchia.

Vantaggi per l’impresa

Oltre a questa particolare motivazione peculiare al contesto italiano, si possono trovare altri vantaggi nell’essere quotati in Borsa.

Uno dei più importanti è la raccolta di nuovo capitale di rischio per finanziare progetti di investimento. Oltre infatti all’iniezione di capitali freschi provenienti dagli investitori, istituzionali e non, c’è da ricordare che in tal modo l’impresa può diversificare le proprie fonti di capitale, aumentando il proprio potere contrattuale nei confronti dei fornitori di capitale di credito (banche ed obbligazionisti per esempio).

Ciò potrebbe portare, in Italia, ad una diminuzione del costo del capitale di credito “compreso tra i 40 ed i 70 punti base” (Zingales e al. 1998). Senza contare che la diversificazione e la diffusione del capitale di rischio tra una più ampia platea di investitori potrebbero in linea teorica provocare un effetto analogo: offrendo le azioni sul mercato, tutti gli azionisti avrebbero il vantaggio di una notevole riduzione dei costi di transazione per trovare degli acquirenti per i propri titoli. La combinazione di tali fattori potrebbe avere come risultato un calo non indifferente del WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

Vantaggi per gli stakeholders

Un altro indubbio vantaggio è ancora quello di diffondere il nome della propria società tra gli investitori e di facilitare la raccolta di capitale. Anche dal punto di vista

“pubblicitario” la quotazione migliora la visibilità dell’impresa nei mercati dove svolge le sue attività operative.

Non bisogna dimenticare poi che, essendo in linea di massima le IPO un fenomeno caratteristico di tempi di ascesa del mercato, la quotazione consente ai soci originari di ottenere un rendimento extra sul valore effettivo dei titoli (si pensi alla dot.com bubble negli USA ed al caso di Tiscali in Italia).

Vi è poi da considerare l’argomento secondo il quale attraverso la quotazione, i soci fondatori della società e coloro che ne hanno finanziato la crescita nelle prime fasi (esempio fondi di *Venture Capital*), possono effettivamente realizzare il proprio investimento attraverso la vendita di parte delle quote di loro proprietà.

Di sostegno alla quotazione è poi il ragionamento che vede realizzato attraverso la quotazione un miglioramento nella Governance societaria ed un aumento dell’impegno che il management mette nella gestione di essa. Infatti il vincolo di dover rendere pubblica un’ingente mole di dati interni, unito ad un controllo esterno molto pressante (da parte del mercato e da parte dei suoi organi di sorveglianza³), rende le relazioni tra i soggetti interni alla società necessariamente più trasparenti. Il management è oggetto di un controllo continuo, che lo porta ad impegnarsi più a fondo nelle proprie attività.

Altro fattore da tenere presente è che avere delle azioni presenti sul mercato rende visibile al management in maniera attendibile e senza oneri o costi da sostenere all’uopo il valore che il mercato attribuisce alla società.

Un ulteriore vantaggio teorico sarebbe poi quello di poter predisporre dei piani di compensazione per il personale e per il management basati sulla concessione di opzioni, c.d. piani di *stock options*. Oltre a fornire un’alternativa valida per il riconoscimento del personale al successo della società, offrono la possibilità, se ben strutturate, di allineare gli interessi del management a quello dei proprietari, riducendo i costi di agenzia⁴.

³ Vedi Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A, artt. Da 2.2.1 a 2.2.3 e Regolamento Emittenti CONSOB adottato con delibera 11.971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato da altre delibere.

⁴ “Agency costs include the costs of structuring, monitoring, and bonding a set of contracts among agents with conflicting interests, plus the residual loss incurred because the cost of full enforcement of

Cosa spinge le società ad uscire dal mercato

Se quelli elencati finora possono sembrare delle ragioni più che sufficienti per quotare e per mantenere lo status di impresa quotata, non devono tuttavia essere dimenticati tutti quei costi, diretti ed indiretti, evidenti e nascosti, che un'impresa affronta qualora decidesse di optare per la permanenza nel mercato.

Costi diretti

Innanzitutto essere quotati comporta dei costi fissi: nel caso di IPO si devono affrontare ingenti costi in consulenza finanziaria e legale per la strutturazione della stessa e per la redazione del prospetto informativo da presentare al mercato.

Vi sono poi da considerare le commissioni da pagare alla banca od al sindacato bancario di sottoscrizione per il collocamento dei titoli nel mercato, divise generalmente tra una parte fissa ed una variabile dipendente dall'andamento del titolo. Connessa a quest'ultima c'è la c.d. *greenshoe*, ovvero la possibilità per le banche di comprare ad un prezzo prestabilito un ammontare di azioni dai soci per poi rivenderlo sul mercato ad un prezzo maggiorato⁵.

Altri costi diretti molto pesanti, specialmente per le piccole e medie imprese, sono quelli derivanti dalla comunicazione periodica obbligatoria e non verso il mercato. Meetings, conferenze e riunioni con gli investitori possono incidere in maniera importante sul conto economico di una piccola società.

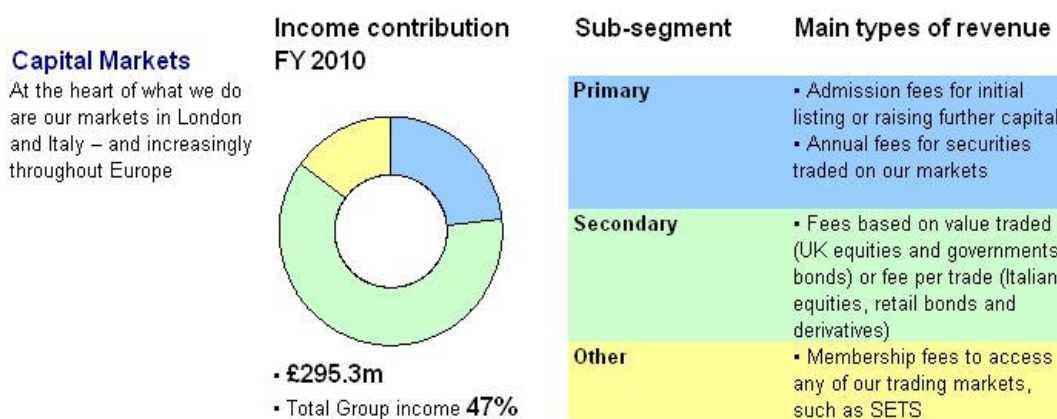
Allo stesso modo possono incidere notevolmente i costi per i servizi di auditing e revisione dei conti certificata obbligatorie per le società quotate al fine di tutelare il mercato. Anche la predisposizione di bilanci e rendiconti infra-annuali (trimestrali e semestrali) porta con sé un carico di oneri non indifferente per via delle più frequenti elaborazioni e comunicazioni di dati che in precedenza avvenivano una volta l'anno.

contracts exceeds the benefits" (Fama E.F., Jensen M.C., Agency Problems and Residual Claims, Journal of Law & Economics, Vol. 26, June 1983)

⁵ Per un approfondimento di queste tematiche vedi: Brealey, Myers, Allen, Sandri: Principi di Finanza Aziendale, Cap. 14, Quinta Edizione, Mc Graw-Hill

In ultima istanza tra i costi diretti vanno annoverate le commissioni di Borsa, sul cui ruolo alcuni studiosi sono oggi scettici. Macey e O'Hara⁶, nel loro studio sul *New York Stock Exchange*, ritengono infatti che mentre tali oneri avevano un senso una volta che le Borse fornivano in qualità di monopoli tutta una serie di servizi come la trasparenza e la visibilità del prezzo, adesso che la struttura dei mercati sta cambiando lo hanno perso. Tuttavia tali commissioni rivestono ancora un ruolo importante per il sostentamento degli Stock Exchange. Si veda la provenienza degli income del London Stock Exchange Group, di cui Borsa Italiana fa parte:

Figura 1: le fonti di entrate per il London Stock Exchange Group



Fonte: London Stock Exchange Group Website: www.londonstockexchange.com/investor-relations

Costi indiretti

Tra i costi indiretti va annoverato innanzitutto il più rilevante: l'obbligo di comunicazione al mercato di informazioni strategiche mette infatti a disposizione della concorrenza tutta una serie di dati che potrebbero danneggiare l'impresa nel proprio mercato.

⁶ J. R. Macey and Mauren O'Hara: The Economics of Stock Exchange Listing Fees and Listing Requirements; *Journal of Financial Intermediation* 11, pagg. 297-319 (2002).

Un altro costo indiretto, che in special modo affligge le Imprese di minori dimensioni, è stato efficacemente individuato da Manuela Geranio⁷ in uno dei lavori più rilevanti effettuati in Italia in tema di Delisting. Esso consiste nella bassa liquidità dei titoli per tali imprese, e la conseguente alta volatilità nei prezzi dovuta a contrattazioni occasionali. Tali transazioni di natura occasionale sono principalmente dovute allo scarso interesse che tali titoli provocano nei c.d. *market makers*⁸, i quali sono demotivati a sostenere costi di ricerca ed analisi finanziaria su piccole società che poi susciteranno scarso interesse da parte del mercato.

Altri costi indiretti da sostenere, sempre secondo Geranio, sono quelli dovuti all'impreparazione del management, soprattutto nelle società di minori dimensioni, alla gestione della quotazione e degli obblighi da essa derivanti, come quello della comunicazione al mercato ed alla CONSOB degli scambi di equity superiori al 2%⁹.

Da tenere a mente sono poi le aspettative di dividendi che con la quotazione si generano negli investitori: l'elaborazione di un'appropriata politica dei dividendi apprezzabile dal mercato potrebbe causare un'insufficienza di capitale disponibile per progetti di investimento redditizi. Una non soddisfacente politica dei dividendi avrà come conseguenza un calo nel prezzo del titolo. Inoltre è da considerare che il management avrà meno libertà nel perseguire le proprie strategie di medio-lungo periodo, data la pressione proveniente dalla comunicazione al mercato della rendicontazione infra-annuale.

Un ultimo deterrente alla permanenza nel mercato è lo stretto controllo fiscale a cui sono sottoposte le imprese quotate rispetto a quelle che non lo sono. Sia Zingales che Geranio sono infatti d'accordo nel sostenere che "l'obbligo alla trasparenza e alla certificazione elimina tutti i possibili spazi (ove ve ne fossero) per l'adozione di pratiche contabili opache a fini fiscali" (Geranio, 2004), e che "they also expose them to close scrutiny from tax authorities" (Zingales e al., 1998).

⁷ Manuela Geranio, I delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze", Paper 7/04 Newfin Università Bocconi, Milano (2004).

⁸ "Il "market maker", in particolare, è un negoziatore la cui peculiare funzione viene individuata nel fornire liquidità al mercato, attraverso la disponibilità continua a negoziare in proprio, proponendo prezzi da esso definiti." Schede di approfondimento CONSOB, Schede di Approfondimento: i Servizi e le Attività di Investimento, Alcune Nozioni.

⁹ Art. 69-quinquies regolamento CONSOB.

Il Delisting involontario

Evidenze dal mercato Statunitense

L'operazione di uscita dal mercato può anche essere imposta direttamente dallo Stock Exchange. C'è da dire che questa eventualità ricorre molto più spesso in mercati più maturi di quello italiano, come quelli di New York.

In un interessante articolo, Macey, O'Hara e Pompilio¹⁰ studiano le cause di Delisting oltreoceano, trovando che dal 1995 al 2003 più di 7350 società sono uscite dai mercati regolamentati americani¹¹, e che di queste quasi la metà lo ha fatto a causa di un intervento attivo da parte dello Stock Exchange.

Proseguendo nella lettura del loro lavoro viene criticato il set di requisiti necessari per la quotazione su tali mercati, illustrando come tali decisioni di esclusione siano di fatto arbitrarie e con due principali motivazioni: la prima, forse la più trasparente, è quella che ha l'obiettivo di tutelare il mercato da *non-performing firms*; la seconda, molto discutibile, è invece quella di evitare il trading sporadico di titoli per la cui quotazione la rispettiva autorità di mercato sostiene dei costi troppo elevati.

D'altra parte molta curiosità desta il requisito del prezzo minimo per azione di 1\$ per rimanere quotati sul NASDAQ¹², mentre sia quest'ultimo mercato che il NYSE¹³, tra le altre condizioni, richiedono il valore minimo di 4\$ ad azione per una IPO. Gli autori evidenziano come in molti casi società finanziariamente sane siano state escluse dal mercato solo perché non rispettavano tale parametro.

La decisione da parte di uno Stock Exchange di procedere all'esclusione dalla quotazione di una società si può poi riflettere in riduzioni rilevanti nel prezzo dei titoli:

¹⁰ Jonathan Macey Yale, Maureen O'Hara, David Pompilio, Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process; November 2003 (Version March 2005).

¹¹ Si tratta di: NYSE, New York Stock Exchange; NASDAQ; AMEX, American Stock Exchange; elencati in ordine decrescente di capitalizzazione.

¹² www.nasdaq.com/about/nasdaq_listing_req_fees.pdf

¹³ www.nyse.com/regulation/nyse/1147474807344.html

Chandy, Sarkar e Tripathy¹⁴, in uno studio condotto sul NSM (National Market System, un mercato OTC, Over The Counter¹⁵, significativo per numero di transazioni e connotato da un'alta liquidità) e sull'innalzamento dei requisiti minimi per la quotazione segnalano infatti che l'esclusione dalle contrattazioni ufficiali del titolo costituisce un segnale negativo sulle prospettive future della società nei confronti degli investitori.

Altre ricerche meno recenti in tale direzione sono quelle compiute Sanger e Peterson¹⁶ e da T. Shumway¹⁷. Nella loro analisi sui Delistings involontari i primi trovano una caduta media nel livello del prezzo dell' 8.44% al momento dell'annuncio da parte dello Stock Exchange, mentre per i secondi (la cui ricerca è più ampia grazie ai dati provenienti dal trading sui mercati OTC) tale valore si attesta intorno al 14%.

Abbinato al tema del Delisting involontario vi è quello dell'*insider trading*, ovvero la vendita delle azioni da parte di persone interne all'impresa, o a loro molto vicine, che sulla base di informazioni privilegiate permette di realizzare profitti illecitamente¹⁸. Tale pratica è illegale ma purtroppo frequente su tutti i mercati. A. S. Lamba e W. A. Khan¹⁹ studiano il comportamento degli insiders prima dell'annuncio di uscita dal

¹⁴ EMPIRICAL EVIDENCE ON THE EFFECTS OF DELISTING FROM THE NATIONAL MARKET SYSTEM; P.R. Chandy, Salil K. Sarkar and Niranjana Tripathy – JOURNAL OF ECONOMICS AND FINANCE - Volume 28 – Number 1 – Spring 2004.

¹⁵ Per mercati Over The Counter si intendono generalmente quei mercati in cui vi deve essere connessione diretta tra domanda ed offerta, senza intermediazione dello Stock Exchange. Risultato di ciò è l'aumento dei costi di transazione, e soprattutto l'assenza della garanzia che il Mercato acquisti i titoli oggetto di negoziazione nel caso in cui una delle controparti faccia default. Il prezzo viene determinato sulla base della legge della domanda e dell'offerta. Gli assets più rilevanti scambiati sui mercati OTC sono ad esempio i contratti derivati (Forward, Swap, Opzioni), valute e commodities come oro, argento e petrolio.

¹⁶ G. C. Sanger and J. D. Peterson; An Empirical Analysis of Common Stock Delistings – The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 25, No. 2 (June 1990).

¹⁷ Tyler Shumway, The Delisting Bias in CSRP data – The Journal of Finance, Vol. 52, No. 1 (March 1997).

¹⁸ Dall'Art. 184 del Testo Unico della Finanza: "chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio:

a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente od indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime;
b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio;
c) raccomanda od induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a)".

¹⁹ A. S. Lamba e W. A. Khan, Exchange Listings and Delistings: the Role of Insider Information and Insider Trading; The Journal of Financial Research, Vol. XXII, No. 2, Summer 1999.

mercato e ne concludono che gli insiders effettivamente si muovono sul mercato per vendere le proprie quote sulla base delle informazioni a loro disposizione; gli investitori, analizzando il comportamento degli insiders sul mercato, possono intuire le scelte future, Delisting compreso, che essi compiranno relativamente alla società.

Un altro fenomeno tipico degli Stati Uniti è il c.d. *going dark*. Leuz, Triantis e Wang²⁰ riportano nella loro ricerca questo interessante fenomeno che consiste nella deregistrazione dalla SEC (Security Exchange Commission, la CONSOB statunitense) e nell'interruzione dello scambio di azioni sul mercato regolamentato. A differenza però di ciò che accade con il Delisting, le azioni delle società *going dark* continuano ad essere trattate e scambiate sui mercati OTC, dei quali sono un esempio i c.d. *Pink Sheets*²¹. All'opposto il Delisting si riflette nella maggior parte dei casi in una ristrutturazione ed in un riassetamento della proprietà. Il vantaggio nella deregistrazione è nei minori costi di adeguamento alla stringente normativa americana in materia di reporting finanziario (inasprita nel 2002 dal Sarbanes-Oxley Act²²). Un altro effetto si ha sul management: *“by making their firms less visible and transparent, these managers may even reduce the likelihood of becoming a future takeover target”* (Leuz e al., 2006).

Il Delisting volontario

Il Delisting nelle operazioni PTP

Il Delisting volontario ricorre non solo nei casi di uscita volontaria decisa autonomamente da una società, ma anche ogni qual volta un'impresa quotata diviene oggetto di un tentativo di acquisizione o di scalata da parte di un altro gruppo proprietario o del management.

²⁰ Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistration; Christian Leuz, Alexander Triantis, and Tracy Wang – March, 2006.

²¹ Per un approfondimento corredato da esempi ed interviste: CLAUDIA H. DEUTSCH; The Higher Price of Staying Public - The New York Times, January 23th, 2005.

Per maggiori informazioni sui mercati OTC ed i Pink Sheets: www.otcmarkets.com

²² Per maggiori informazioni: www.soxlaw.com

In letteratura ci si riferisce a queste operazioni come *PTP Deals*, ovvero Public-To-Private²³ Deals. Si tratta non solo di acquisizioni, ma anche di altre operazioni straordinarie come le Fusioni, realizzabili anche tra società già facenti parte di uno stesso gruppo proprietario.

Nelle ricerche precedenti, l'ampio spazio e copertura rivolti a tale campo sono dovuti per lo più all'ondata di takeover ostili degli anni '80 (si pensi ai casi di JR Nabisco negli USA o al più recente caso Telecom Italia²⁴). Nel caso di Telecom Italia, come non è raro che accada, al cambio di controllo non ha però poi fatto seguito l'uscita dal mercato.

Molte ricerche si sono focalizzate sulle motivazioni di tali operazioni, giungendo a delle conclusioni per la massima parte concordanti tra loro e che riguardano in special modo le "condizioni di salute" finanziaria della società da portare fuori dal mercato.

In questo contesto c'è tra l'altro una maggiore disponibilità di lavori che hanno come soggetto anche i mercati europei continentali ed inglese e non già solo quello statunitense.

Nella loro ricerca, L. Rennebog, T. Simons e M. Wright²⁵ spiegano come a guidare queste operazioni siano obiettivi quali quello di sfruttare la deducibilità degli interessi passivi sul capitale di credito, il c.d. scudo fiscale²⁶. Quasi tutti gli affari PTP registrano infatti un aumento della leva finanziaria nella società-obiettivo .

Un'altra driving force sarebbe costituita poi dalla disponibilità di ingenti flussi di cassa a disposizione che sarebbero altrimenti impiegati in progetti a VAN negativo. Su questa ipotesi gli autori tracciano alcuni distinguo tra il mercato Inglese e quello Statunitense: tra questi il più rilevante è quello per cui ad essere oggetto di queste transazioni negli USA sarebbero più che altro business maturi con a disposizione enormi flussi di cassa,

²³ Nel contesto anglosassone con i termini Public e Private ci si riferisce rispettivamente ad imprese quotate o meno.

²⁴ Per un approfondimento di questi ed altri casi vedi il Cap. 31 di: Brealey, Myers, Allen, Sandri; Principi di Finanza Aziendale, Quinta Edizione, Mc Graw-Hill

²⁵ L. Rennebog, T. Simons e M. Wright: Why Do Public Firms Go Private in the UK? The impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and undervaluation; Journal of Corporate Finance 13 (2007).

²⁶ Una prima importante analisi in tale direzione si deve a: Kaplan S. N., Managements buyouts: evidences on taxes as a source of value. Journal of Finance 44, 1989.

mentre nel Regno Unito questa attività riguarda principalmente realtà imprenditoriali con buoni margini di crescita.

Tuttavia è bene ricordare che per ottenere i vantaggi appena citati non è necessario portare la società-obiettivo fuori dal mercato, ma è sufficiente ottenerne il controllo tramite il rastrellamento di un pacchetto azionario di maggioranza.

Il Delisting viene invece ad essere la soluzione accessoria necessaria in tutti quei casi in cui entrano in gioco altri fattori come la sottovalutazione del titolo, citata sia da Geranio che da Rennebog. Infatti, specialmente per le società minori, l'andamento del titolo sul mercato potrebbe riflettere un'asimmetria informativa circa il valore realizzabile dei progetti di investimento intrapresi dall'impresa, visto che *“a firm is a portfolio of projects”* (Rennebog e al., 2007). Tale asimmetria potrebbe essere causata da fattori quali una disincentivazione nella ricerca ed analisi di informazioni relative all'impresa nel caso in cui il mercato non presti la necessaria attenzione ad essa. Se il management o più in generale il gruppo di controllo si accorge di queste opportunità, ci sarebbe *“la possibilità di rilevare la società ad un costo inferiore rispetto al valore reale”* (Geranio, 2004).

Un altro obiettivo che può essere perseguito solamente attraverso l'uscita dal mercato è quello costituito dalla volontà da parte del gruppo di controllo di difendersi da eventuali takeover ostili. Entrare nella disponibilità delle azioni di controllo potrebbe infatti non essere sufficiente in caso di formazione di nuove maggioranze nella platea degli azionisti o in caso di formazione di patti parasociali²⁷ di controllo ostili.

Implicazioni delle PTP operations sulla Corporate Governance

Nel momento in cui una società deve decidere il proprio assetto proprietario, ovvero deve scegliere tra l'essere una public od una private company, altri elementi ancora, oltre a quelli già citati tra i costi ed i benefici, devono essere presi in considerazione per

²⁷ In Italia regolati dagli artt. 2341-bis e 2341-ter del Codice Civile; per le società quotate od emittenti di strumenti finanziari diffusi artt. 109-bis, 120, intero Capo II Regolamento CONSOB; inoltre artt. 122 e 207 Testo Unico della Finanza

l'effettuazione di una scelta consapevole. Tra questi spicca il tema della Governance della società.

Quando infatti un'impresa deve decidere tra l'andare o no sul mercato, oppure deve decidere se rimanere quotata o meno, non può prescindere da un'attenta valutazione delle conseguenze che queste operazioni avrebbero sulla Corporate Governance.

In questo campo, oltre al già citato articolo di Rennebog, Simons e Wright, di grande aiuto può essere lo studio della teoria elaborata da A. W. A. Boot, R. Gopalan e A. V. Thakor²⁸. Il modello che elaborano comprende: la scelta da parte del management dello sforzo da dedicare alla ricerca di progetti di investimento; la scelta tra public e private company e le conseguenze che a causa di tale scelta ricadono sugli investitori e sul management; i conflitti che sorgono tra questi ultimi e gli shareholders in merito alla bontà dei progetti di investimento.

Ipotesi alla base del modello sono quelle di una neutralità al rischio ed un tasso di interesse risk-free pari a 0.

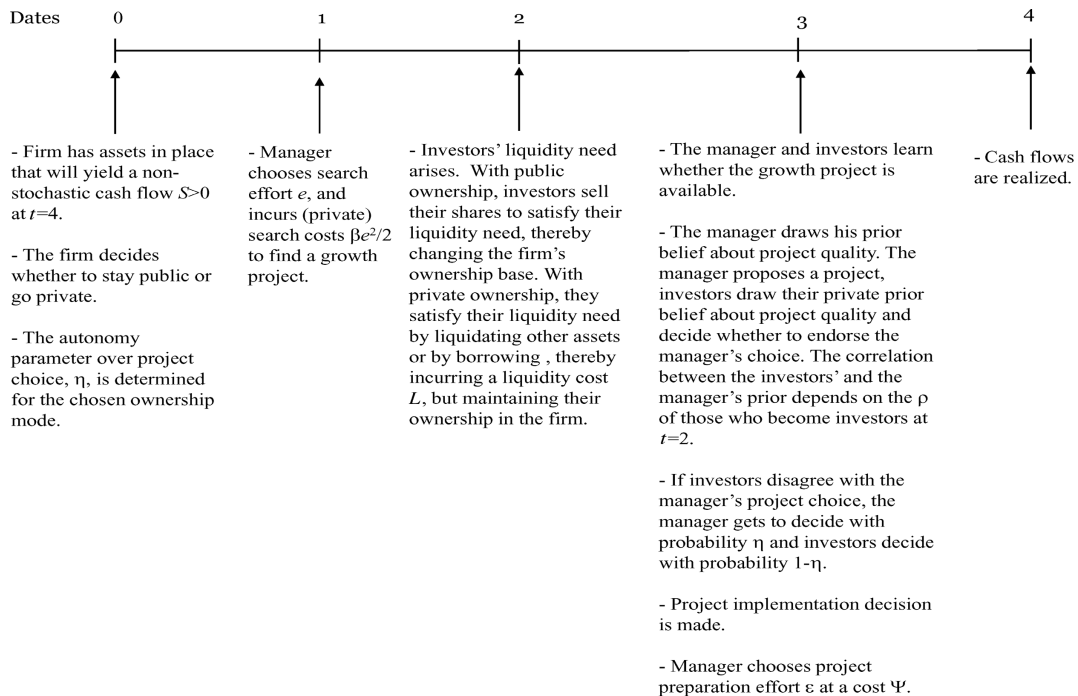
Come si deduce dallo schema in basso, in questo scenario si contano cinque periodi, ognuno associato a particolari eventi. In particolare al momento 0 iniziale vi è la consapevolezza della realizzazione di un cash flow non aleatorio al tempo finale 4, nonché la scelta tra l'uscita o la permanenza nel mercato²⁹. Al tempo 1 il manager, incorrendo in costi privati, ricerca un progetto di crescita aggiuntivo che potrebbe generare un ulteriore cash flow al tempo 4. Al tempo 2 sorge un bisogno di liquidità per gli shareholders che può essere soddisfatto senza costi di transazione nel caso in cui l'impresa sia quotata, mentre se invece non lo è sorge la necessità di liquidare altri assets inclusi nel loro portafoglio incorrendo in costi di liquidità. Al tempo 3 manager ed investitori vengono a conoscenza dell'opportunità di investimento, facendosi un'idea che potrebbe essere sia concordante che discordante sul suo esito. Viene deciso in base al livello di sintonia tra loro se investire nel progetto, ed in caso positivo il management

²⁸ A. W. A. Boot, R. Gopalan e A. V. Thakor: Market Liquidity, Investor Participation and Managerial Autonomy: Why Do Firms Go Private? - The Journal of Finance Vol. LXIII, No. 4, August 2008.

²⁹ In un altro articolo sempre gli stessi autori trattano invece della decisione di andare sul mercato o restarne fuori, sviluppando un modello analogo a quello qui trattato per costruzioni e per variabili usate. Arnoud W. A. Boot, Radhakrishnan Gopalan, Anjan V. Thakor; The Entrepreneur's Choice between Private and Public Ownership - The Journal of Finance, Vol. 61, No. 2 (Apr., 2006)

decide l'impegno da mettere nella sua preparazione. Infine, al tempo 4, vengono realizzati i cash flows.

Figura 2: lo schema temporale del modello di Boot, Gopalan e Thakor



Fonte: A. W. A. Boot, R. Gopalan e A. V. Thakor: Market Liquidity, Investor Participation and Managerial Autonomy: Why Do Firms Go Private? - The Journal of Finance Vol. LXIII, No. 4, August 2008, pag. 2026.

La scelta tra le due forme di assetto proprietario porta con sé tutta una serie di trade-off circa i benefici sul processo decisionale del management e sul benessere degli shareholders. Quello che più risalta è il seguente: nel caso in cui si opti per l'uscita dal mercato gli azionisti incorreranno in un costo per la necessità di liquidità, ma avranno un livello di intesa con il management maggiore.

Questa maggiore intesa si riflette, secondo gli autori, in un aumento degli sforzi del management nella ricerca di progetti di investimento. Tutto ciò porterà poi quindi ad un maggior valore dell'impresa. Per queste stesse ragioni anche il management preferisce tendenzialmente l'uscita dal mercato, ed un'altra conseguenza di questa scelta è la

cessazione dell'attività di *free riding*³⁰ da parte di azionisti individuali. Tutto ciò si realizza tuttavia solo nel caso in cui ad operare il buyout delle azioni sia qualcuno con un alto livello d'intesa con il management. In questo caso, sarà lo stesso management a favorire il processo di acquisto da parte dei nuovi proprietari.

Se invece la decisione presa al tempo 0 sarà quella di non procedere al Delisting dell'impresa, il management sa in anticipo che potrebbero sorgere problemi di liquidità per gli azionisti. Sono dunque coscienti della volatilità nella base azionaria. Il possibile arrivo di futuri azionisti che potrebbero essere in disaccordo con la direzione aziendale si riflette in una diminuzione degli sforzi di ricerca di progetti di investimento redditizi. Tuttavia la volatilità nella base azionaria si può efficacemente limitare attraverso appositi contratti che vincolano gli azionisti a detenere le azioni per un certo periodo di tempo, oppure con la creazione di classi di azioni fornite di diritti diversi (azioni privilegiate, ecc.).

In ultima istanza, gli autori si soffermano anche sull'influenza che l'età di una società gioca nella scelta dell'assetto proprietario. Concludono che "*a reduction in public-market investor participation will result in younger public firms going private, whereas an increase leads to younger firms going public*" (Boot e al. 2008). Un ulteriore risultato di questa ricerca consiste nella previsione che una public company diverrà più probabilemente private quanto più il prezzo del suo titolo è basso o volatile. Allo stesso modo, la probabilità di uscita dal mercato diminuirà all'aumento dei costi di liquidità per gli azionisti, all'aumento del valore degli assets correnti ed alla diminuzione di valore delle opportunità di crescita.

Gli interessi di minoranza ed il punto di vista del singolo azionista

Una questione su cui molto si dibatte in sede giuridica è la questione del coinvolgimento degli azionisti di minoranza nell'operazione di Delisting: è evidente infatti che senza la totale proprietà delle azioni, l'uscita dal mercato non è realizzabile. Il problema è che gli azionisti di minoranza sono spesso costretti a partecipare ad un

³⁰ "In presenza di una moltitudine di piccoli azionisti ognuno dei quali è detentore di una modesta quota proprietaria, il singolo investitore non ha sufficienti incentivi a spendere tempo e denaro nel monitoraggio". Brealey, Myers, Allen, Sandri; Principi di Finanza Aziendale, Quinta Edizione, Mc Graw-Hill.

affare in cui il loro potere contrattuale è molto basso. Chi infatti vuole compiere tale operazione può essere addirittura il management³¹, che in questo caso incorrerebbe anche in un conflitto di interessi, visto che ha interesse sia che gli azionisti ricevano un adeguato guadagno (come obiettivo di mandato), sia di strappare un prezzo e delle condizioni contrattuali più favorevoli (come obiettivo personale). Per queste ragioni un'analisi a tutto tondo sul tema del Delisting non può prescindere da una sintetica trattazione di tale argomento.

Il merito di aver posto una pietra miliare nello studio del fenomeno del *going private* dal punto di vista di chi in questa operazione potrebbe rivestire la parte contrattuale più debole va a Harry e Linda De Angelo³².

Nel loro studio sul mercato USA analizzano infatti la serie di eventi che porta una società ad uscire dal mercato, calcolando su di un esteso campione i guadagni ottenuti dai piccoli azionisti nel periodo di tempo successivo all'annuncio. Questo processo di uscita dalla base azionaria degli shareholders di minoranza viene definito freeze-out, definibile come quell'insieme di azioni di pressione esercitate dagli azionisti di maggioranza su quelli di minoranza al fine di escluderli dalla compagine azionaria. Significato diverso assume invece il termine di squeeze-out, che sta ad indicare la possibilità effettiva da parte degli azionisti di maggioranza di acquisire le quote in mano alla minoranza.

Come premessa indicano che comunque un piccolo azionista ha vari strumenti per difendersi da operazioni del genere. Innanzitutto, nel caso in cui disponga di un

³¹ Si tratta delle operazioni di MLBO (Management Leveraged BuyOut), in cui, tramite l'indebitamento con enti esterni, il management rastrella sul mercato le azioni della società che dirige e ne diviene proprietario. Per finanziare tale operazione vengono generalmente emessi dei junk bond, ovvero obbligazione e titoli spazzatura. La natura controversa di tale operazione risiede nel fatto che imprese sane vengono acquisite attraverso una mole di debito i cui oneri deprimeranno i risultati futuri. Il lato positivo consiste invece in una nuova spinta a creare risultati positivi ed a una rinnovata operatività dovute alla pressione che il debito esercita sulla società. Tutte le attività non redditizie e le inefficienze tendono ad essere liquidate ed eliminate.

³² Harry and Linda De Angelo: *Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth* – Journal of Economics, vol. XXVII (Ottobre 1984).

pacchetto azionario idoneo a far scattare dei quorum assembleari³³, egli ha la facoltà di opporsi a tale decisione.

Nel caso in cui questa strada non sia percorribile, gli azionisti possono rifiutarsi di cedere le azioni di loro proprietà³⁴ ad un'offerta del management. In questo modo possono evitare che la controparte si prenda tutti i benefici dell'operazione.

In ultima analisi gli autori pongono la via giudiziaria³⁵. In questo caso più che ad uno stop dell'operazione, questa sarebbe volta a far aumentare, attraverso spese legali e perdite di tempo, il guadagno atteso da parte del management.

Per queste ragioni i due studiosi concludono che in realtà le minoranze hanno una certa tutela, ed evidenziano tale risultato attraverso i dati raccolti nella loro ricerca, trovando che generalmente, in caso di Delisting volontario, il valore dei titoli in possesso degli azionisti di minoranza tende ad aumentare nei giorni successivi all'annuncio, riflettendosi in un aumento del loro benessere.

Uno studio più recente sui guadagni extra degli azionisti successivi all'annuncio di Delisting, questa volta basato su dati ed informazioni basate sui mercati continentali d'Europa, è quello svolto da Manuela Geranio e Giovanna Zanotti³⁶.

Al centro del loro lavoro si pone lo studio del CAAR (Cumulative Average Abnormal Return), definito come il guadagno totale per gli shareholders dovuto all'annuncio del Delisting. Il valore medio di tale parametro, pari al 18.78%, risulta piuttosto basso se paragonato a quello riferito al mercato inglese di Rennebog (30%).

Il valore rimane positivo per gli stessi motivi già citati in precedenza: l'undervaluation, costo della quotazione, sfruttamento della leva finanziaria e così via. Le due studiose evidenziano però una differenza fondamentale tra i mercati anglosassoni e quelli

³³ Regolati dagli Artt. 2368-2369, ma anche dal 2377 e 2379 Codice Civile riguardo l'annullabilità e la nullità delle deliberazioni assembleari.

³⁴ Fatte salve alcune eccezioni che saranno introdotte più avanti.

³⁵ Per un interessantissimo approfondimento sull'analisi e sul confronto dei sistemi legislativi in tema di diritti concessi alle minoranze in Europa e negli USA vedi: Marco Venturozzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals - Virginia Journal of International Law, Volume 50 – Issue 4 – 2010.

³⁶ Manuela Geranio e Giovanna Zanotti, Equity Market Do Not Fit All: an Analysis of Public to Private Deals in Continental Europe – European Financial Management 2010.

dell'Europa Continentale: “*the number of floating shares available on the public market for Continental Europe companies is typically low and close to the minimum requirements of the stock exchanges. Second, the average size of listed companies in Continental Europe is smaller than that in the US/UK*” (Geranio e Zanotti 2010).

Procedendo con la lettura dell'articolo, si da conto di altre variabili che potrebbero influire sulla grandezza del guadagno per gli azionisti di minoranza. Tramite l'analisi di un campione ben nutrito, si sostiene la tesi che tale guadagno risulta maggiore nel caso in cui l'offerta di acquisto sia promossa o dal management dell'impresa, o da un'istituzione finanziaria o infine dalla famiglia controllante la maggior parte del capitale (Quest'ultimo tema sarà più in là ripreso allorquando si parlerà della situazione italiana). Viceversa quando l'offerta è promossa da altre società (tenendo sempre a mente che si tratta di offerte non ostili), l'aumento del prezzo delle azioni ed il CAAR tendono ad essere minori.

Per un utile riepilogo sugli studi effettuati finora sul CAAR si veda la seguente tabella:

Tabella 1: studi precedenti sul CAAR

Author	Number of firms	Market covered and sample period	Event window (days before/after announcement)	CAAR (cumulative average abnormal return)
DeAngelo <i>et al.</i> (1984)	74	US 1973–1980	–1,0	22.27%
Lehn and Poulsen (1989)	244	US 1980–1987	–10,+10	28.05%
Kaplan (1989)	76	US 1980–1985	–1,+1	16.30%
Goh <i>et al.</i> (2002)	323	US 1980–1996	–10,+10	19.30%
Renneboog <i>et al.</i> (2005)	177	UK 1997–2003	–40,+60	26.00%
Andres <i>et al.</i> (2007)	99	Europe (with UK) 1996–2002	0,+1	12.68%
			–20,+1	21.31%
			–1,0	22.68%
			–40,+40	29.28%
			0,+1	13.83%
			–30,+30	27.01%

Fonte: Manuela Geranio e Giovanna Zanotti, Equity Market Do Not Fit All: an Analysis of Public to Private Deals in Continental Europe – European Financial Management 2010.

Si può notare come nei mercati anglosassoni il valore del CAAR sia generalmente più elevato, anche se il lavoro di Geranio e Zanotti non ha validi benchmarks basati su campioni analoghi, al contrario di quelli effettuati sulla realtà americana.

Altri studiosi si sono invece focalizzati sulla divisione dei benefici che il going private porta con sé. Bates, Lemmon e Linck³⁷, analizzando una lunga serie di dati sul mercato americano, credono che i benefici che in questi affari vanno agli azionisti di minoranza siano maggiori della parte che proporzionalmente sarebbe commisurata alla loro percentuale di proprietà. Concludono quindi che nel mercato americano la legislazione è adeguata e non c'è bisogno di garantire più tutela agli shareholders minori.

L'uscita dal mercato in Italia

Il Delisting volontario ed i vari tipi di OPA

Quando il Delisting non è imposto all'impresa dall'esterno per la violazione dei requisiti minimi di quotazione³⁸, è generalmente il gruppo di controllo della società che cerca di acquisire la totalità delle partecipazioni.

Lo strumento a disposizione per tale scopo è l'OPA (Offerta Pubblica di Acquisto), attraverso la quale viene proposto a tutti i detentori delle azioni di poter vendere i titoli in proprio possesso in cambio di un corrispettivo prestabilito superiore al prezzo di mercato corrente al fine di invogliare la vendita delle azioni. Si prenda per esempio l'andamento del titolo Parmalat nei mesi precedenti e nel tempo immediatamente successivo all'annuncio di OPA volontaria totalitaria sul 100% del capitale da parte di Lactalis, che ha offerto un prezzo di 2,6 Euro per azione (OPA tuttora in corso che si chiuderà l'8 di Luglio 2011). Si può notare l'entità del surplus che viene concesso agli azionisti per indurli ad accettare l'offerta, e come tale surplus faccia aumentare il prezzo dell'azione a quasi il valore dell'OPA il giorno dell'annuncio, il 26 di Aprile 2011.

³⁷ T. W. Bates, M. L. Lemmon e J. S. Linck, Shareholder Welfare and Bid Negotiation in Freeze-Out Deals: Are Minority shareholders left out in the cold? (Dicembre 2004).

³⁸ Si pensi alla sopravvenienza di un basso valore di capitalizzazione, nonché di una bassa liquidità dei titoli od ancora ad una riduzione del flottante, per il cui calcolo l'art. al punto b.2 all'art. 2.2.2 del Regolamento di Borsa Italiana indica come: "1) non si tiene conto delle partecipazioni azionarie di controllo, di quelle vincolate da patti parasociali e di quelle soggette a vincoli alla trasferibilità delle azioni (lock-up) di durata superiore ai 6 mesi". Altri requisiti, ancora più stringenti, vengono richiesti invece alle imprese quotande sul segmento STAR (Art. 2.2.3).

Figura 3: andamento del titolo Parmalat in occasione dell'OPA di Lactalis



Fonte: Yahoo Finance, www.it.finance.yahoo.com

L'OPA ha un limite di tempo ben definito entro il quale è possibile aderirvi, che il TUF lascia alla discrezione dell'offerente³⁹. Al fine di tutelare il mercato e gli investitori, il TUF prescrive poi tutta una serie di altre norme dettagliate al fine di garantire la correttezza e la trasparenza dell'operazione⁴⁰.

Dal punto di vista del singolo azionista, l'OPA viene a configurarsi come una specie di opzione⁴¹ americana⁴² di tipo put⁴³, che è possibile esercitare in un predeterminato intervallo di tempo. Per questo motivo gli azionisti, nel caso in cui decidano di avvalersi dell'opzione tendono di solito ad esercitarla quando la scadenza è ravvicinata.

Esistono vari tipi di OPA:

³⁹ i limiti minimo e massimo di 15 e 25 giorni (art 40 punto 2b). La CONSOB può prorogarne la durata fino ad un massimo di 55 giorni (art. 40 punto 4).

⁴⁰ Si segnalano in particolare la comunicazione da fare a CONSOB ed al mercato (art. 37), l'apposizione di idonee garanzie (art. 37-bis), la trasparenza dell'operazione (art. 41), i comportamenti generalmente ispirati da correttezza e parità di trattamento (art.42) , ed infine quelle relative ad offerte concorrenti (qualora vi sia una "guerra dei takeover") (art 44).

⁴¹ "Le opzioni sono contratti finanziari che danno all'acquirente il diritto, ma non il dovere, di comprare (opzioni call) o di vendere (opzioni put), una quantità determinata di un'attività finanziaria o reale sottostante (titoli azionari e obbligazionari, indici azionari, tassi d'interesse, futures, valute, crediti, materie prime, energia, metalli preziosi, merci, prodotti agricoli), ad un prezzo determinato". Borsa Italiana, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opzioni.htm>

⁴² È quella tipologia di opzione in cui il diritto di acquisto o vendita può essere esercitato in un momento a scelta precedente alla sua scadenza. Per opzioni "europee" si intendono invece quelle in cui l'opzione può essere esercitata in un momento unico e prestabilito.

⁴³ Si intendono quelle che danno il diritto di vendere un asset ad un prezzo fisso, mentre quelle call danno il diritto di acquisto.

- Successiva Totalitaria⁴⁴, che deve essere obbligatoriamente promossa da chiunque venga, per acquisto a titolo oneroso, a possedere più del 30% del capitale sociale. In tal modo viene resa molto più difficile l'operazione di acquisizione della maggioranza del capitale poiché c'è il rischio di acquistare azioni superflue.
- Preventiva Totalitaria⁴⁵, per la quale chi vuole arrivare a detenere più del 30% del capitale di una società quotata deve comunque fare un'offerta a tutti gli azionisti.
- Preventiva Parziale, che soddisfatte determinate condizioni⁴⁶ permette di lanciarla solo sul 60% del capitale.
- OPA "a cascata", in cui chi vuole acquisire il controllo di una società non quotata controllante una quotata, cercando in tal modo di eludere l'obbligo di OPA, è tenuto a lanciare un'offerta di acquisto anche sulla società listata sul mercato.
- OPA Residuale, in cui chi arriva a detenere più del 90% del capitale di una società ha l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto per acquisire le azioni dagli altri soci che ne facciano richiesta, garantendo così a questi il diritto di exit. Ci si può sottrarre a questo obbligo se entro 4 mesi si ricostituisce un livello di flottante idoneo al regolare svolgimento delle negoziazioni.
- Se l'offerente lo desidera, ha, nel caso in questa situazione anche il diritto di acquistare le azioni residue, secondo un corrispettivo che può essere calcolato in modi diversi⁴⁷. Ci si riferisce a questi casi con il termine di *squeeze-out*.

La direttiva europea sui takeover

La direttiva 2004/25/CE ha influito notevolmente sul grado di armonizzazione dei sistemi normativi in vigore in Europa riguardo le Offerte Pubbliche di Acquisto.

⁴⁴ Art. 106 TUF.

⁴⁵ Art. 107 TUF.

⁴⁶ Si tratta del non acquisto di partecipazioni superiori all'1% nei 12 mesi precedenti la presentazione dell'offerta a CONSOB e dell'approvazione da parte della maggioranza dell'assemblea dei soci alla quale però non partecipano il socio offerente, il socio di maggioranza relativa (se superiore al 10% del capitale) e chi è in accordo con loro (ad esempio a causa di patti parasociali). Vedi art. 107 TUF.

⁴⁷ Art. 111 comma 2 TUF.

In tale direttiva vengono elencati i principi cardine su cui gli stati europei devono poi basarsi per l'emanazione delle proprie leggi in materia. Ecco così che l'obbligo di OPA scatta ogni qual volta un azionista, da solo o di concerto con altri, arriva a detenere il 50% delle azioni della società obiettivo⁴⁸ (ma abbiamo già visto come questo limite in Italia sia del 30%).

Circa il prezzo dell'offerta, viene definito equo quello massimo pagato dall'offerente per il titolo in un intervallo di tempo che va dai 6 ai 12 mesi precedenti l'offerta a discrezione degli Stati membri⁴⁹. Viene poi data la possibilità agli stati membri di decidere che il corrispettivo per le azioni debba prevedere il contante almeno come alternativa ai titoli.

Altri elementi importanti nella direttiva sono poi quelli riguardo la c.d. neutralizzazione. Si intendono con questa parola tutti i possibili ostacoli all'offerta che potrebbero provenire dalla società obiettivo e che riguardano più propriamente le offerte ostili.

Negli articoli 15 e 16 vengono infine enunciati il diritto di acquisto (il già citato squeeze out) e l'obbligo di acquisto delle azioni (detto sell-out) da parte degli offerenti per coloro che raggiungano il 90% o il 95% delle quote azionarie di una società. Mentre nazioni come la Francia, l'Italia, e la Germania hanno scelto la soglia del 95%, altri, come Regno Unito, Spagna e Svezia hanno scelto quella del 90%.

Il Delisting tramite Fusione per Incorporazione

Un altro modo per portare una società fuori dal mercato consiste nella fusione per incorporazione in una società non quotata.

In questo caso infatti, tramite la creazione di una apposita società (newco) non quotata ed un'Offerta Pubblica di Scambio (OPS), che segue le stesse prescrizioni normative dell'OPA, ma che ha come corrispettivo i titoli azionari non quotati di tale società invece che il contante o titoli come obbligazioni, si può portare la società fuori dal listino.

⁴⁸ Art. 5 comma 1 direttiva 2004/25/CE

⁴⁹ Art. 5 comma 4 direttiva 2004/25/CE

Un requisito preliminare per l'attuazione di questa strategia è però quello di disporre preventivamente del controllo dell'assemblea straordinaria della società da delistare. Si intuisce così che questa strada è percorribile solo da chi è già controllore della società, e non già da chi ne vuole acquisire la maggioranza delle azioni⁵⁰.

Il Delisting Involontario in Italia: le differenze con gli USA

Come sarà poi dimostrato più in avanti attraverso l'analisi di un campione di società delistate da Borsa Italiana, l'incidenza di Delisting involontari in Italia è minima. Se paragonata a quella americana ci si può rendere conto come in effetti essa risulti essere molto meno ricorrente.

Ciò può essere dovuto a diversi fattori: il più importante può essere trovato senza dubbio nel diverso grado di maturità del mercato italiano rispetto a quelli anglo-sassoni. L'ingresso in Borsa viene infatti visto ancora come un passo che solo determinate società, quelle ritenute più solide, possono compiere. La platea degli investitori, anche istituzionali, non è poi sempre così accogliente nei confronti di piccole realtà in forte crescita, e preferisce tendenzialmente società più affermate e solide per strutturare i propri portafogli di titoli.

Ciò si riflette in una minore "propensione per il rischio" da parte dei managers di queste società che li porta ad esitare sulla scelta di entrare nel mercato. Rischio che può essere dovuto anche alla loro percepita inadeguatezza a guidare una società quotata, ed al conseguente timore di essere rimpiazzati al comando della società con persone più competenti.

Altre barriere all'ingresso in Borsa sono quelle che evidenziano Szego e Marchesi⁵¹ costituite da norme che sembrano voler incentivare all'accesso ai listini ma che di fatto risultano contraddittorie con altre norme quali l'abbassamento dei requisiti di

⁵⁰ Per le norme relative alle fusioni per incorporazione si vedano il Capo X del libro V del Codice Civile integrato dal TUF attraverso l'allegato 3A riguardo la relazione degli Amministratori ed altri articoli come il 90 circa la trasmissione di documenti alla CONSOB o il 158 sulla determinazione del rapporto di cambio affidabile esclusivamente a società di revisione.

⁵¹ Giorgio Szego – Maddalena Marchesi, Il nuovo diritto societario e il denaro paziente – Discussione, Università La Sapienza di Roma.

quotazione. Un esempio su tutti è la minore gravità del reato di falso in bilancio per gli amministratori delle società non quotate con una diminuzione essenziale dell'entità delle pene⁵² (che resta sempre ridicola se paragonata a quella introdotta dal Serbanes Oxley Act negli USA⁵³, come gli autori fanno giustamente notare).

Se a questi fattori si unisce poi il dato macroeconomico che vede l'Italia come una realtà economica basata fortemente sulle piccole e medie imprese si può capire come già l'ingresso nei listini di Borsa possa già di per sé costituire una specie di filtro che vada poi a limitare il numero di coloro che successivamente potrebbero non sostenere gli oneri della quotazione.

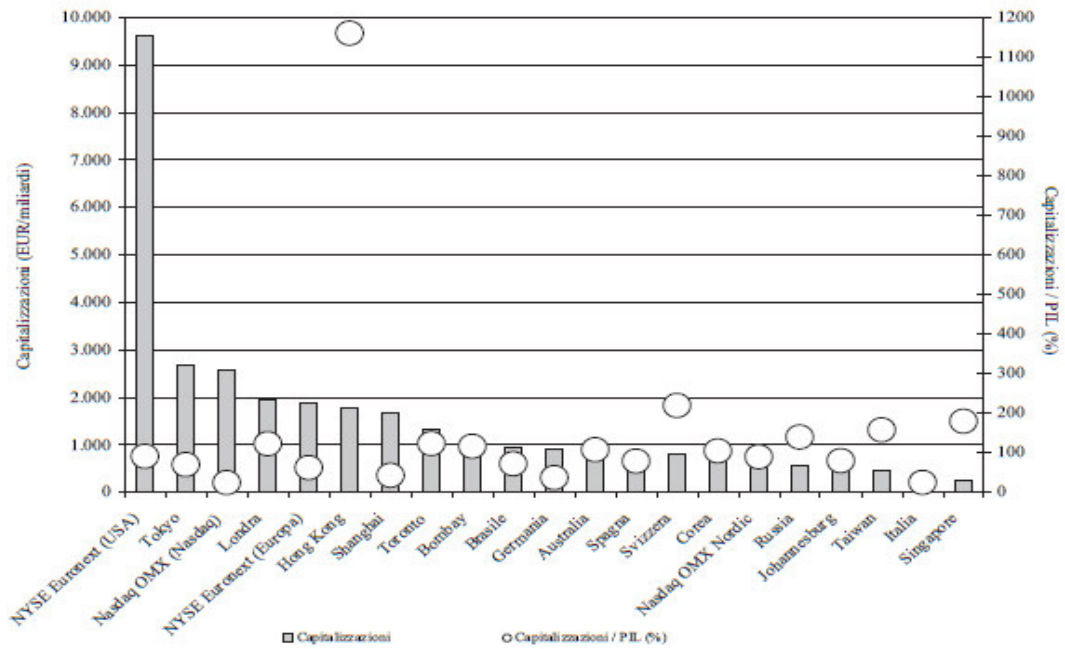
Viceversa negli USA il mercato azionario è molto più sviluppato. E non si tratta solo dei listini ufficiali, ma anche dei mercati Over The Counter semi-organizzati, come i Pink Sheets, che facilitano i passaggi di quote azionarie ed una più semplice monetizzazione degli investimenti. Gli investitori sono poi più propensi ad investire in piccole realtà con interessanti orizzonti di crescita. La quotazione in Borsa viene vista dagli imprenditori e dai manager come un passo naturale nello sviluppo delle imprese. Tutti questi fattori si riflettono in un maggior rischio di non soddisfazione dei requisiti di quotazione (anche quelli più singolari come il già discusso valore minimo di 1\$ per azione sul NASDAQ), ed ad una conseguente maggiore incidenza di uscite involontarie dai mercati.

Per confrontare l'importanza dei singoli listini in ciascuna nazione, si veda il seguente grafico in cui la capitalizzazione dei mercati è espressa in termini assoluti ed in rapporto percentuale al PIL.

⁵² Reclusione da sei mesi a tre anni.

⁵³ Reclusione fino a 25 anni e multe fino a 5 milioni di dollari, obbligo di restituire bonus percepiti da parte dei manager colpevoli e l'interdizione perpetua a svolgere funzioni dirigenziali.

Figura 4: capitalizzazioni e rapporto con il PIL nazionale delle principali borse valori mondiali



Fonte: Indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati, ricerca MedioBanca, disponibile su www.mbres.it/ita/mb_publicazioni/indici

Evidenze di Delisting dall'Italia

Incidenza del fenomeno negli ultimi anni

In questa sezione del lavoro saranno analizzati i dati provenienti da un campione selezionato di società che hanno fatto ricorso al Delisting negli anni che vanno dal 1995 al 2010. Attraverso l'uso di tabelle e di grafici si cercherà di dare conto degli aspetti salienti di questo sempre più diffuso fenomeno.

Evidenze sul campione allargato

Il campione analizzato prende in considerazione alcune tra le più significative operazioni di Delisting avvenute a Piazza Affari negli ultimi 16 anni. Questo campione è stato ottenuto dalla scrematura di un altro ben più imponente, composto da tutte le revoche di titoli occorse negli ultimi 30 anni, a partire dal 1980. In questo campione allargato è possibile evidenziare la tendenza delle revoche e delle nuove quotazioni:

Tabella 2: Numero Ammissioni, Revoche e Differenziale per gli anni 1980 - 2010.

ANNO	AMMISSIONI	REVOCHE	DELTA
1980	2	5	-3
1981	4	5	-1
1982	9	2	7
1983	7	6	1
1984	11	4	7
1985	12	3	9
1986	42	5	37
1987	23	0	23
1988	14	11	3
1989	7	0	7
1990	4	10	-6

1991	8	6	2
1992	5	7	-2
1993	4	11	-7
1994	17	16	1
1995	14	16	-2
1996	14	18	-4
1997	14	18	-4
1998	25	17	8
1999	37	9	28
2000	50	22	28
2001	18	22	-4
2002	12	13	-1
2003	10	25	-15
2004	8	11	-3
2005	13	15	-2
2006	17	17	0
2007	19	14	5
2008	4	18	-14
2009	40	13	27
2010	0	8	-8

Fonte: Elaborazione personale dati MedioBanca, disponibili su www.mbres.it/ita/mb_publicazioni/indici

Dal 1980 si sono verificati ben 347 Delsitings, mentre le nuove quotazioni sono state 464. Restringendo l'analisi ai dati più recenti, si può notare come invece dal 1995 la ricorrenza dei due fenomeni sia rispettivamente di 295 e 256. Se però da tali dati si escludono quelli relativi agli anni della dot.com bubble, il 1999 ed il 2000, si può estrapolare il dato che i Delistings sono superiori alle nuove quotazioni, rispettivamente 225 e 208. Questi dati sembrano confermare l'ipotesi che le nuove quotazioni e le uscite dal mercato tendono a seguire rispettivamente i cicli rialzisti e ribassisti del mercato.

Eccettuati gli anni della bolla di internet ed il 2009, in cui si è verificato un "ritorno di fiamma" nelle nuove quotazioni, si può osservare come vi sia un trend negativo negli ultimi anni dovuto principalmente all'aumento dei Delistings più che ad una discesa nel numero delle nuove società quotate ogni anno.

Attraverso le OPA, necessarie al fine di condurre il Delisting delle imprese, viene rastrellato il capitale flottante dei piccoli azionisti. Ci si aspetta che tutto ciò abbia come

principale effetto quello di concentrare le proprietà azionarie in pochi gruppi, facendo diminuire la quota di flottante sul mercato.

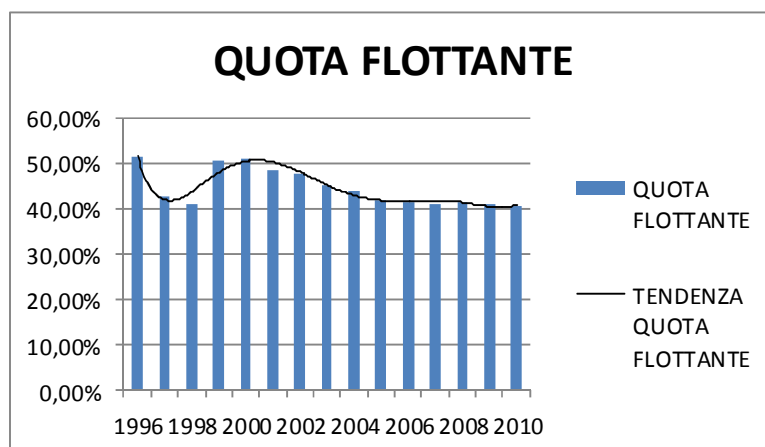
Nella prossima tabella vengono comparati il delta ammissioni-revoche con la quota ed il valore del flottante presenti sul mercato (in questo caso i dati sono disponibili a partire dal 1996 e per il 2010 si intende il 26 di giugno):

Tabella 3: Valori del Delta Ammissioni, Quota Flottante e Valore del Flottante per gli anni 1996 - 2010

ANNO	DELTA	QUOTA FLOTTANTE	VALORE FLOTTANTE(mil €)
1996	-4	51,42%	95.236
1997	-4	42,61%	176.932
1998	8	41,03%	283.746
1999	28	50,58%	352.965
2000	28	50,87%	388.607
2001	-4	48,55%	295.830
2002	-1	47,51%	236.248
2003	-15	45,24%	257.528
2004	-3	44,04%	319.425
2005	-2	41,95%	389.477
2006	0	41,16%	452.148
2007	5	41,02%	426.335
2008	-14	41,54%	215.985
2009	27	40,75%	271.159
2010	-8	40,64%	238.307

Fonte: dati MedioBanca, disponibili su www.mbres.it/ita/mb_pubblicazioni/indici

Figura 5: Andamento e tendenza della quota flottante per gli anni 1996 - 2010



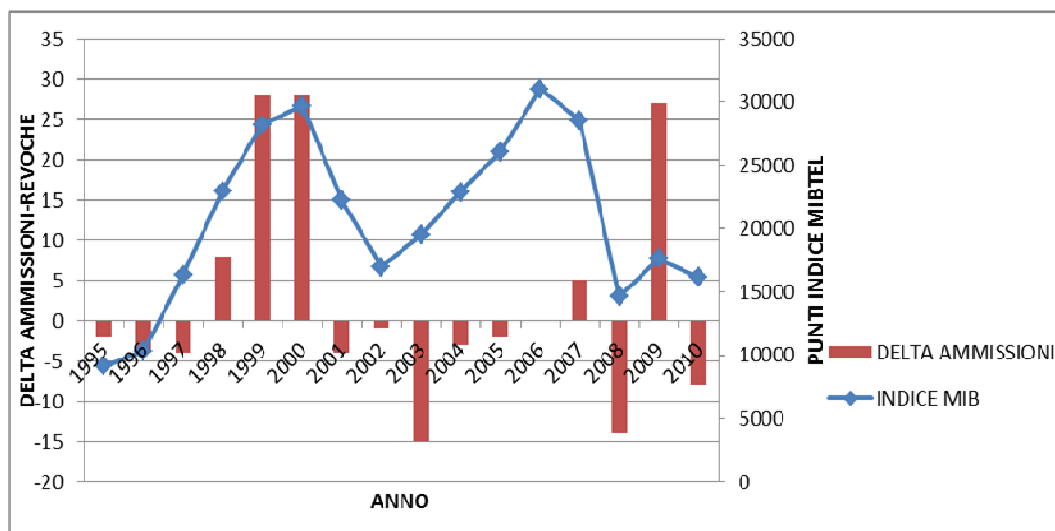
Fonte: elaborazione personale dati MedioBanca, disponibili su www.mbres.it/ita/mb_pubblicazioni/indici

Dalla tabella e dal grafico si può osservare come negli ultimi anni, caratterizzati da una maggiore incidenza di delistings, la quota di flottante disponibile sul mercato stia calando e si stia stabilizzando ad un valore intorno al 41%.

Si può notare poi come negli anni 1999 e 2000 tale valore sia schizzato al 50%, per poi successivamente ridiscendere. Tale valore può essere dovuto all'alto numero di IPO effettuate in quegli anni ed all'entusiasmo caratterizzante tale periodo. Ci si aspetterebbe dunque un valore simile per il 2009, o quantomeno una risalita nell'ammontare totale di flottante. Una possibile spiegazione per la mancata rilevazione di tale fenomeno potrebbe risiedere nella crisi finanziaria, che ha fatto perdere fiducia nel mercato, scoraggiando l'azione dei piccoli investitori e di chi è spinto a detenere piccole quote di azioni al fine di diversificare i propri portafogli di titoli.

Per il rapporto tra i cicli del mercato e le operazioni di quotazione e di uscita dal mercato si possono prendere parallelamente in considerazione l'andamento dell'indice FTSE MIB con il Delta Ammissioni dal 1995 in poi.

Figura 6: Andamento quotazione Mib e differenziale ammissioni-revoche anno 1995-2010



Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana

In blu sono indicati i livelli storici dell'indice MIB (l'indice che racchiude le azioni delle società quotate sui mercati MTA e MTAX di Borsa Italiana), mentre le barre in rosso evidenziano il delta ammissioni-delisting.

Tabella 4: Delta Ammissioni – Quotazioni sul mercato comparato con le variazioni dell'indice MIB su base annua per gli anni 1995 – 2010.

ANNO	DELTA	MIB
1995	-2	-6,88%
1996	-4	13,07%
1997	-4	58,16%
1998	8	40,70%
1999	28	22,52%
2000	28	5,37%
2001	-4	-25,10%
2002	-1	-23,74%
2003	-15	14,92%
2004	-3	17,47%
2005	-2	13,85%
2006	0	18,99%
2007	5	-8,00%
2008	-14	-48,74%
2009	27	20,71%
2010	-8	-8,67%

Coefficiente r =	0,3085
r ² =	0,0952

Fonte: elaborazione personale da dati Borsa Italiana

Conducendo una semplice regressione lineare sui valori assunti dalle due variabili (Delta Ammissioni-Quotazioni ed andamento MIB) nell'intervallo di tempo preso in esame si trova un coefficiente di regressione r² (r quadro) del 9,5%.

Statisticamente, questo valore sta a significare che circa il 10% della differenza tra le operazioni di delisting e le nuove quotazioni può essere spiegato dall'andamento dell'indice MIB, ovvero dal fatto che ci si trovi in un periodo di hot o di cold market. L'apparente debolezza di tale parametro (10%) non è affatto deludente, poiché a guidare l'uscita dal mercato di una società concorrono innumerevoli altri fattori, elencati nella prima parte di questo lavoro.

Come anche il grafico esemplifica, ciò che può accadere è che il management di un'impresa possa decidere di entrare nel mercato in una delle sue fasi rialziste per cercare di accumulare ingenti capitali dalla vendita delle azioni sul mercato. Quando poi invece il mercato crolla, (come accaduto a fine 200 per l'attentato alle Torri Gemelle e nel 2008 per la crisi finanziaria), allora il management decide di riacquistare le azioni sfruttando l'abbassamento dei prezzi provocato da shock del mercato o da fattori esogeni.

Dimostrare l'intenzionalità di tali comportamenti poco trasparenti è tuttavia impossibile. Se il mercato è efficiente, almeno in forma debole o semi-forte, allora i manager non hanno la possibilità di prevedere in quale ciclo del mercato ci si trovi e di collocare la quotazione sul mercato alla fine di un bull-period.

Le uniche informazioni di cui dispongono sono infatti solo quelle privilegiate riguardanti la loro società, nonché l'outlook che il mercato potrebbe dare ad essa in assenza di queste. Potrebbero sfruttare in tal modo l'euforia del mercato tipica di periodi rialzisti che accorderebbe alle loro imprese valutazioni esagerate.

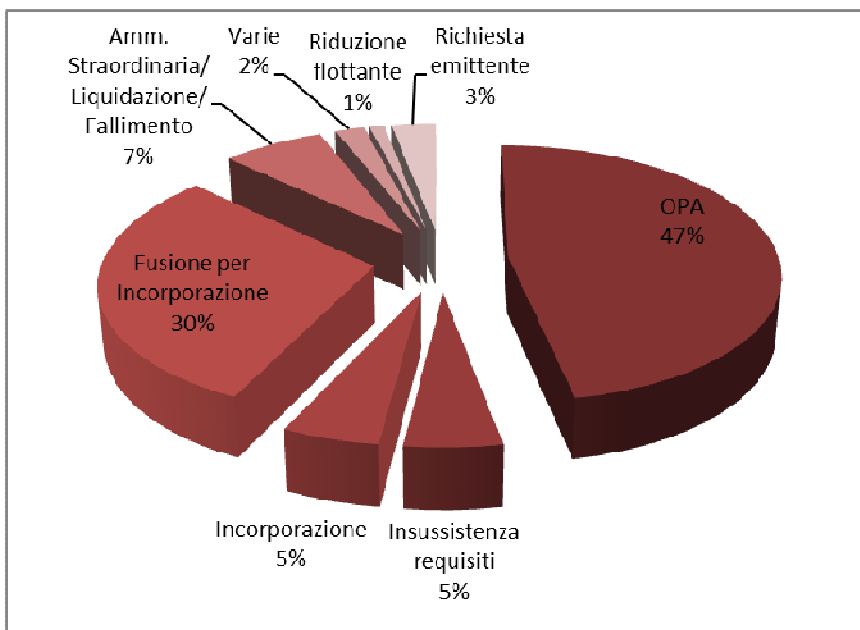
Si cercherà di dare ulteriori prove di questo fenomeno nella prossima sezione, in cui si analizzerà un campione più ristretto composto da società che hanno operato il Delisting dal 1998 in poi, focalizzando l'attenzione su quelle caratterizzate da una minore permanenza temporale sul mercato.

Evidenze sul campione ristretto

La seguente sezione è costituita dalla costruzione di un campione ristretto su cui focalizzare l'attenzione per la spiegazione dei Delisting in Italia dal 1998 al 2010.

Tornando alla tabella 1 si può vedere come dal 1998 al 2010 siano occorsi ben 204 Delisting a Piazza Affari. Le motivazioni sono le più svariate: a fare la parte del leone sono senza dubbio le Offerte Pubbliche di Acquisto e le fusioni per incorporazione, a cui si ascrive rispettivamente il 47 ed il 30% delle motivazioni. Alle loro spalle, ben distanziate, si possono trovare le principali motivazioni per il Delisting Involontario dalla Borsa Italiana, ovvero l'insussistenza dei requisiti o le procedure di liquidazione, amministrazione straordinaria e fallimento, responsabili rispettivamente del 5 e del 7% dei casi. Per un quadro riassuntivo più esauriente si può osservare il seguente grafico:

Figura 7: Motivazioni per i Delisting per gli anni 1998 – 2010



Fonte: elaborazione personale da dati Borsa Italiana

Si può ora confermare ciò che era stato anticipato nella sezione dedicata al Delisting Involontario in Italia: i dati illustrano infatti come neanche nel 15% dei casi l'operazione sia stata imposta alle società dall'esterno. Il proseguo della ricerca verterà adesso sui Delisting Motivati da un'OPA.

Delisting a seguito di OPA

Negli anni presi in considerazione si è assistito in totale a ben 91 delisting aventi come causa un'OPA. Dall'osservazione della loro distribuzione temporale si può osservare come il numero di società che escono dal mercato sia per la maggior parte degli anni stabile, con picchi raggiunti negli anni 2000, 2001 e 2008. Per maggiori dettagli si veda la seguente tabella:

Tabella 5: Distribuzione temporale dei Delisting a seguito di OPA

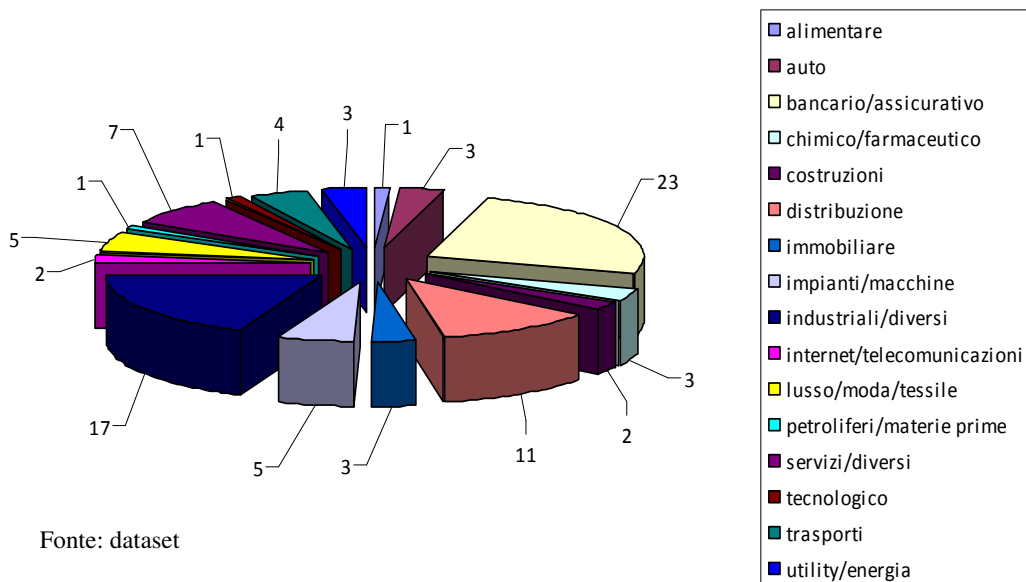
Anno	#	%
1998	6	7%
1999	1	1%
2000	10	11%
2001	15	16%

2002	4	4%
2003	12	13%
2004	4	4%
2005	5	5%
2006	5	5%
2007	6	7%
2008	14	15%
2009	5	5%
2010	4	4%
Totale	91	100%

Fonte: dataset

Un aspetto interessante da evidenziare è costituito anche dal settore economico in cui tali operazioni prendono piede. A tal fine è possibile fare riferimento al seguente diagramma:

Figura 8: Delisting a seguito di OPA suddivisi per settore di appartenenza della società target



Risulta chiaro come sia quello finanziario, con una frequenza di 23 casi su 91, ad essere il settore più ricorrente per questo tipo di operazioni, ricalcando il ruolo sempre maggiore che tale segmento gioca in Borsa.

Vale la pena di soffermarsi anche sul tipo di OPA che viene effettuata al fine di operare poi il delisting. Nel campione analizzato risulta che in 65 casi su 91 si sia trattato di un'OPA residuale, dove cioè chi ha poi acquisito la totalità delle azioni ne era già in possesso di una percentuale pari al 90%. Nei restanti 26 casi si è invece trattato di OPA volontarie e totalitarie. È interessante notare come le 62 OPA residuali siano concentrate prima del 2008, mentre solo 2 saranno poi quelle operate negli anni dal 2008 al 2010. Viceversa, solo 5 Offerte Pubbliche di acquisto volontarie/totalitarie hanno poi portato al delisting negli anni dal 1998 al 2007. I restanti 22 casi sono concentrati negli anni 2008-2010.

Un altro punto su cui estendere l'indagine è quello relativo alla durata del periodo in cui le azioni sono rimaste sul mercato. Dall'analisi dei dati si trova che il tempo medio di presenza sul listino è di 20 anni e 10 mesi. Se tuttavia si restringe il campione a quelle in permanenza da meno di 25 anni (alcune quotazioni risalgono agli anni 60-70 ed altre, come Italgas e Costa crociere, addirittura ai primi del '900), tale valore diviene di 9 anni e 3 mesi. Inoltre, come è possibile osservare nella seguente tabella, quasi la metà del campione risulta essere stato quotato in Borsa per meno di 10 anni.

Tabella 6: Distribuzione del periodo di permanenza sul mercato delle società delistate a seguito di OPA negli anni 1998 - 2010

PERIODO PERMANENZA IN ANNI	FREQUENZA
$1 \leq t < 10$	44
$10 \leq t < 20$	21
$20 \leq t < 30$	8
$t \geq 30$	14
Dato non disponibile	4

Fonte: dataset

È necessario a questo punto illustrare il c.d. fenomeno delle *sliding doors*. Con questa espressione piuttosto appropriata ci si riferisce in letteratura a quelle società che entrano

in Borsa per poi uscirne in un periodo di tempo inferiore ai 10 anni. Si ritiene che a guidare tali quotazioni-lampo siano più che altro interessi ed obiettivi di breve periodo, come quello accennato poc'anzi di cavalcare i periodi rialzisti del mercato.

Sulla base degli elementi della ricerca finora raccolti è emerso che la durata media della quotazione delle 71 società sottoposte a delisting in seguito ad OPA facenti ancora parte del campione è compatibile con il fenomeno delle sliding doors.

A questo punto è possibile restringere ancora di più il campione e focalizzare l'analisi sulle società che hanno operato attraverso il sistema delle sliding doors. Mentre adesso verrà offerta una panoramica sull'incidenza del fenomeno, verranno poi in seguito analizzate più da vicino due società che hanno usufruito di questo sistema.

Al fine di analizzare la distribuzione temporale del fenomeno delle sliding doors è utile soffermarsi sulla seguente tabella.

Tabella 7: distribuzione temporale delle sliding doors

Settore	#	%
1998	2	4,7
1999	1	2,3
2000	2	4,7
2001	2	4,7
2002	2	4,7
2003	6	14,0
2004	3	7,0
2005	3	7,0
2006	1	2,2
2007	3	7,0
2008	10	23,3
2009	4	9,2
2010	4	9,2
Totale	43	100

Fonte: dataset

È interessante confrontare questa tabella con quella precedente circa il numero delle revoche dal mercato. Sembra infatti che il già documentato innalzamento del numero dei delisting si svolga in parallelo a quello dei casi di sliding doors. Dalla tabella emerge che quest'ultimo è un fenomeno piuttosto recente (più del 40% dei casi si è infatti verificato negli anni 2008 – 2010). C'è da dire che la crisi finanziaria può aver influenzato decisamente tali numeri: imprese che avevano ottime prospettive in uno scenario macro-economico di crescita negli anni 2005 – 2006, possono aver sicuramente sofferto le ricadute di un mercato in fase di discesa. Se poi si ragiona anche sull'incidenza che tale crisi ha avuto sulla c.d. economia reale, ecco che si ha un quadro più dettagliato delle possibili spiegazioni di questo vero e proprio “boom”. Anche per il fenomeno delle sliding doors vale lo stesso discorso: il settore in cui tale fenomeno è stato più ricorrente è quello finanziario.

Procedendo ulteriormente nello studio delle sliding doors un'utile prospettiva da cui vedere la questione è quella dei prezzi di entrata ed uscita dal mercato. Può infatti capitare, come si vedrà, che il prezzo a cui un'impresa si affaccia sul mercato sia più alto di quello a cui esce. Quest'analisi sarà oggetto del prossimo paragrafo.

La distribuzione dei guadagni nelle sliding doors

Come già ampiamente discusso, ciò può essere dovuto al contesto economico e di mercato. Ma un aspetto paradossale della questione è che chi ha portato la società sul mercato, dopo aver venduto le quote di minoranza ed esserne successivamente rientrato in possesso attraverso l'OPA, torna nella disposizione assoluta delle azioni societarie ed ha inoltre ottenuto un capital gain dovuto al differenziale di prezzo tra IPO ed OPA.

È possibile definire il guadagno ottenuto in tal modo secondo questa semplice formula matematica:

$$R = \left(\frac{P_{opa} - P_{ipo}}{P_{ipo}} \right)$$

In questa formula R rappresenta il rendimento totale non annualizzato dell'operazione combinata di IPO ed OPA.

P_{opa} è il prezzo pagato in sede di OPA.

P_{ipo} è il prezzo pagato in sede di IPO.

Per ottenere il dato annualizzato si può ricorrere alla seguente formula:

$$r = \left(1 + R\right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

In cui r è il rendimento annualizzato, n gli anni di permanenza sul listino del titolo ed R il valore del rendimento complessivo che si era ricavato prima.

Prima di scremare ulteriormente il campione per analizzare le situazioni in cui ciò è effettivamente accaduto, dobbiamo notare che la maggior parte delle sliding doors siano state realizzate con un prezzo di OPA superiore al prezzo di IPO. Ciò è avvenuto in 25 casi su 46. In 6 casi manca il dato sul prezzo dell'IPO iniziale, mentre invece nelle restanti 15 situazioni il prezzo dell'OPA è risultato minore di quello dell'IPO.

La principale implicazione è che di fatto gli azionisti di maggioranza riescono ad appropriarsi del rendimento sopra indicato perché vendono le azioni ad un prezzo più basso di quello a cui poi le riacquisteranno. Realizzano in tal modo un capital gain "occulto", non dato dalla differenza a cui si acquista e a cui poi si rivende, ma da quella a cui si vende e poi si riacquista. Chi detiene le azioni di minoranza incorre invece in un rendimento negativo.

Non si deve dimenticare però che al contrario del rischio insito in ogni operazione di Borsa, in questo caso gli azionisti di maggioranza ed il management dispongono di informazioni privilegiate e piani strategici di loro esclusiva per la gestione della società. In quest'ottica comportamenti volutamente predatori non possono essere esclusi a priori, stante la già citata difficoltà di provarli.

Ciò che accade può essere paragonato in un certo senso all'acquisto di azioni proprie da parte di una società. Il management potrebbe decidere di rastrellare le azioni della società sul mercato perché crede per l'appunto che siano sottovalutate e che ci si possa trarre un profitto. Le differenze principali risiedono però nel fatto che in caso di acquisto di azioni proprie della società ci sono "barriere" da superare come la previa

autorizzazione assembleare⁵⁴ e tutte le altre limitazioni all'operazione che ne limitano il possibile uso. Per non parlare poi del fatto che il riacquisto di azioni proprie viene eseguito in vista di un'esigenza e di uno scopo comune a tutti i proprietari della società.

Dopo questa breve parentesi, tornando all'analisi del campione, si può ora evidenziare attraverso la prossima tabella l'effettiva ricorrenza delle operazioni lampo in cui si sono verificati tali casi.

Tabella 8: Delisting a seguito di Opa con delta anno Ipo-anno Opa < 10 e Prezzo Opa < Prezzo Ipo suddivisi per anno di operazione

ANNO	NUMERO	%
1998	0	0
1999	0	0
2000	0	0
2001	0	0
2002	0	0
2003	1	6
2004	1	6
2005	3	18
2006	0	0
2007	1	6
2008	5	29
2009	4	24
2010	2	12
Totale	17	100%

Fonte: dataset

Si può notare come tale operazione sia stata compiuta per la prima volta nel 2003, e come poi la sua frequenza cresce mano a mano che si avanza nel tempo, fino ai massimi livelli raggiunti negli ultimi 3 anni presi in esame.

⁵⁴ Vedi Artt. 2357 – 2357-bis e 2357-ter C.C.

Senza dubbio la principale motivazione si può ritrovare nella crisi finanziaria, che abbattendo i prezzi di mercato ha causato l'uscita da esso di titoli di società in crisi ad un prezzo più basso del consueto.

Analisi della distribuzione dei guadagni nel campione delle sliding doors

Nel campione di società delistate con un tempo di permanenza sul mercato minore di 10 anni si può osservare come il rendimento, secondo la formula sopra riportata, sia stato mediamente positivo. Si veda su questo punto la seguente tabella:

Tabella 9: statistiche sui rendimenti da delisting delle azioni per il campione totale delle sliding doors

<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Media</i>	<i>Mediana</i>	<i>Deviazione standard</i>
-31,16%	88,44%	5,87%	5,18%	0,1057

Per una migliore comprensione del fenomeno risulta più conveniente soffermarsi sul valore mediano piuttosto che su quello medio. Anche se infatti tali valori non sono poi troppo distanti tra essi, c'è da dire che il valore medio risulta "drogato" dall'incidenza di numerosi valori outlier (che cioè si discostano molto dal valor medio, come quello massimo dell'88% o ad altri superiori al 40 od anche 50%). I rendimenti negativi, cioè quelli in cui il prezzo di OPA è risultato essere inferiore a quello di IPO, sono stati generalmente concentrati su di una scala più ristretta. Si considerino sulla questione le tabelle seguenti:

Tabella 10: statistiche sui rendimenti da delisting delle azioni per il campione di sliding doors con prezzo OPA < IPO

<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Media</i>	<i>Mediana</i>	<i>Deviazione standard</i>
-31,16%	-1,41%	-11,96%	-10,95%	0,1039

Tabella 11: statistiche sui rendimenti da delisting delle azioni per il campione di sliding doors con prezzo OPA > IPO

<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Media</i>	<i>Mediana</i>	<i>Deviazione standard</i>
0,00%	88,44%	17,43%	10,72%	0,1858

N.B. il valore 0 è stato incluso tra i rendimenti positivi.

Si può notare come il valore della deviazione standard sia, nel caso di rendimenti positivi, quasi il doppio di quello che si riscontra quando si osservano rendimenti negativi. Ciò evidenzia come tali valori siano più variabili.

Si passa ora nella prossima sezione all'analisi di alcuni tra i più emblematici casi di sliding doors che hanno comportato dei disagi per i piccoli azionisti. Ove non specificato, le informazioni sono da ritenersi ottenute attraverso i prospetti di quotazione o di OPA delle società, nonché, per quanto riguarda i dati di bilancio, provenienti dai Bilanci d'esercizio approvati.

Analisi di casi pratici

Banca Italease

Storia ed IPO

Banca Italease venne fondata a Milano nel 1968 con il nome di Società Italiana Popolare per il Leasing – Italease S.p.A. da 52 banche popolari, e con lo scopo di creare una nuova entità che possa operare sull'allora recente mercato della locazione finanziaria o leasing. L'impreparazione del mercato italiano a tale nuova forma contrattuale si può ben trovare nella circostanza che da allora il primo contratto di leasing venne stipulato solo nel 1970. Da questi tempi in poi l'attività di Banca Italease si sviluppa molto, fino a divenire uno dei leader di mercato nel settore del leasing. Da segnalare è l'ingresso nell'Elenco Speciale tenuto dalla Banca d'Italia nel 1995, e l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività bancaria ordinaria, ottenuta anch'essa nel 1995. Da questo momento in poi Banca Italease inizia ad integrare i servizi di leasing, che restano il core business della società, con quelli bancari più tradizionali. Gli anni 2000 sono poi tutto un susseguirsi di fusioni con altre realtà (tra le quali spicca quella con Factorit, del 2005) e costituzioni o acquisizioni di società addette alla gestione di segmenti particolari delle attività di Italease (Mercantile Leasing, società che si occupa di leasing nel settore nautico, viene acquisita nel 2004 per 121 milioni di euro). Nel 2004 viene stipulato dai soci fondatori di Italease un "patto di stabilità", al fine di equilibrare gli assetti proprietari e la gestione della società successivamente alla crescita in corso in quegli anni.

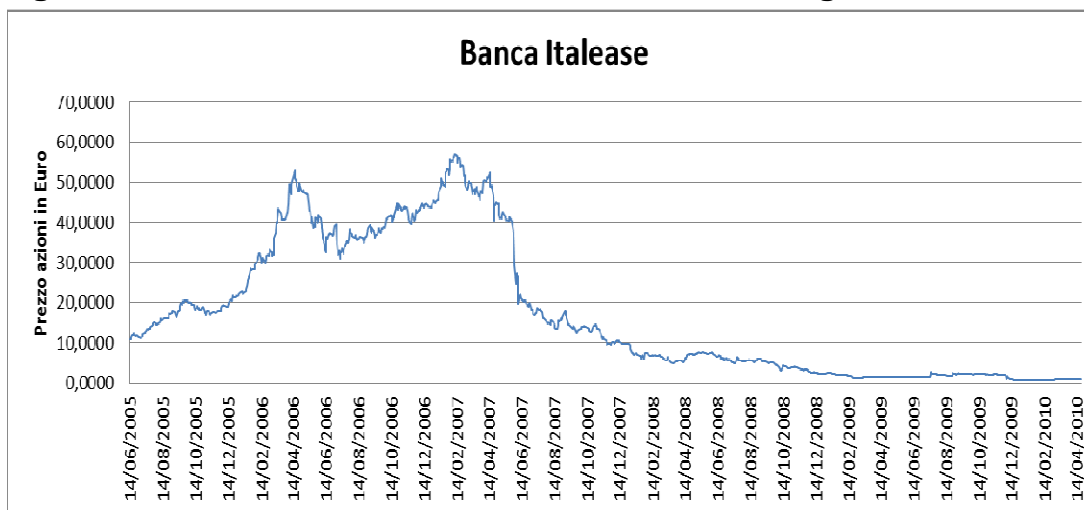
Nel momento dell'IPO, avvenuta nel 2005, Italease si presentava con i seguenti punti di forza: nel settore del leasing disponeva di una quota di mercato del 12,6% nel 2004, con una crescita su base annua molto rilevante se paragonata al 5,6% dell'anno precedente. In quello del factoring si trovava invece come terzo concorrente sul mercato con una quota di mercato del 10,9% con un aumento dell'1,8% rispetto al 2003. La situazione patrimoniale al 2004 vedeva una società molto in salute ed in forte crescita: attività per un valore totale di 8,776 miliardi di euro, in crescita del 35,5% su base annua. Un utile

netto di 44,2 milioni di euro, rispetto ai 15,5 milioni del 2003. Gli indici di bilancio vedevano quindi un ROA (Return on Assets) dello 0,5% ed un ROE (Return on Equity) del 13,78%. Anche i requisiti di capitale di sicurezza per incombenze improvvise, richiesti alle istituzioni finanziarie da accordi come quelli di Basilea, erano ampiamente soddisfatti. Si può concludere che c'erano tutti i presupposti per un'ottima performance in sede di IPO.

L'IPO è andata in scena il 6 giugno 2005, e prevedeva un totale di 18.540.414 azioni da collocare sul mercato, delle quali 15.503.876 di nuova emissione, derivanti da un precedente aumento di capitale con l'esclusione del diritto di opzione, ed altre 3.036.938 già esistenti. Delle azioni complessive poi, 3.708.163 erano destinate all'offerta pubblica, mentre le restanti 14.832.651 erano per gli investitori istituzionali. Tutte queste azioni dovevano essere sottoscritte a lotti minimi di 350. Infine, ad essere destinate alla *greenshoe*⁵⁵ erano 1.854.081 azioni. Il prezzo di IPO per ogni azione era di 9,3 euro.

Dal grafico seguente si può osservare l'andamento del titolo dalla quotazione al Delisting, avvenuto nel marzo 2010 ad opera del Banco Popolare:

Figura 9: Andamento titolo Banca Italease da IPO a Delisting



Fonte: Eurinvestor.it

⁵⁵ Con riferimento alle operazioni di collocamento dei titoli sul mercato azionario, l'opzione riservata nell'emissione di titoli ai soggetti che costituiscono il consorzio di banche incaricato del loro collocamento. A essi viene consentito l'acquisto al prezzo dell'offerta istituzionale di un numero aggiuntivo di azioni di una società. Il nome deriva dalla Green Shoe company, che per prima garanti questa opzione a un sottoscrittore. Fonte: www.treccani.it/enciclopedia/green-shoe-option/

Dal grafico si può osservare come il valore del titolo in sede di IPO sia stato oggetto di *underpricing*⁵⁶ e sia successivamente cresciuto in maniera pressochè costante fino alla metà del 2007, in cui vi è stato un crollo del 50% del prezzo delle azioni.

A cosa è dovuto questo tracollo? A partire dall'anno precedente la quotazione risulta che Banca Italease abbia venduto ai propri clienti, soprattutto imprese, contratti derivati ad altissimo rischio e con rendimenti pressochè sempre negativi. La Banca poi sottoscriveva con le grandi banche d'affari contratti derivati di segno opposto che le permettevano di realizzare ingenti ricavi. Il valore di tali contratti, nell'arco di tempo 2004-2006, è stato stimato tra gli 1,4 e 5,2 miliardi di euro. Lo scandalo esplose alla fine del maggio del 2007, quando Italease comunica perdite potenziali dovute ai contratti derivati sottoscritti per 400 milioni. L'ad Massimo Faenza, colui che era stato chiamato a guidare la crescita di Italease fino alla quotazione in Borsa, si dimette il 4 giugno, ed in seguito la Banca si trova a dover coprire perdite per 610 milioni di euro. Faenza viene coinvolto in numerose inchieste, alcune per i rapporti con l'immobiliarista Danilo Coppola, per mazzette girate in cambio di finanziamenti. La sottoscrizione spregiudicata dei contratti derivati, che ha portato a gonfiare gli attivi, è risultata anche nell'accusa di aggio, nonché di falso in bilancio, truffa ed ostacolo all'attività degli organi di vigilanza (la CONSOB). Nel gennaio 2008 scattano le manette per Faenza, un altro ex ad, l'ex vice-direttore generale e 2 intermediari. Faenza viene condannato a 7 anni di prigione il 21 ottobre 2010.

L'OPA ed il Delisting

Il crollo del valore del titolo fu un riflesso delle perdite e della diminuzione della profittabilità registratesi in Banca Italease dal 2007 in poi. Come si vede dal grafico, inizia da quel momento in poi una caduta inesorabile del valore del titolo. Vengono quindi operate delle scelte imposte dalla Banca d'Italia come quelle della sostituzione degli amministratori e del collegio sindacale, nonché la ricapitalizzazione della Banca al fine di coprire le perdite, nel 2007. Ma tutte queste operazioni sono vane: nel 2008

⁵⁶ "If the issuer is more informed than investors, the money left on the table through underpricing can work as a signal of higher quality. Alternatively, in a model where some investors are more informed than firms, for example about market conditions, firms provide a discount either to guarantee that uninformed investors break even or to induce informed investors to share information." IPO underpricing and long-term underperformance, Francisco Santos - Stanford GSB, <Job Market Paper> November 28, 2010

Italease ha perdite superiori al miliardo di euro; viene quindi deciso di procedere al salvataggio di Italease attraverso un'operazione di OPA con successivo delisting orchestrata da Mediobanca e portata a termine dal Banco Popolare.

Banco Popolare, che era il controllore di Italease insieme ad altre banche come il Banco Popolare di Sondrio, della Popolare dell'Emilia Romagna e della Popolare di Milano, lancia l'OPA con un prezzo per azione di 1,5 €. Da questo piano si astiene la Reale Mutua Assicurazioni, che pure faceva parte del sindacato di controllo con una quota proprietaria del 6,9%.

Il 12 luglio si chiude l'OPA, alla quale fa adesione circa l'88,1% del capitale, di un soffio lontano da quel 90% che avrebbe consentito al Banco Popolare di procedere al Delisting. Pertanto Italease continua a rimanere in Borsa, ed il Banco Popolare effettua un aumento di capitale per 1,2 miliardi di euro. Tale aumento di capitale, eseguito dal 7 al 23 dicembre 2009, permette a all'istituto di credito di esercitare i diritti di opzione anche per chi non sottoscrive l'aumento di capitale, portando la quota di proprietaria, all'8 gennaio 2010, al 91,3%, soglia che permette il lancio di un'OPA residuale.

Il piano di salvataggio prevede la creazione di 2 newco, rispettivamente una good ed una bad company. Nella prima andranno a confluire le attività sicure ed i crediti garantiti, mentre nella seconda andranno a finire le attività ed i crediti in sofferenza per complessivi 5 miliardi. La ripartizione delle attività tra gli ex-soci di Banca Italease non è parallela, con una maggior rilevanza del Banco Popolare nella bad company e con una più paritetica partecipazione delle altre banche nella good company.

Si giunge così all'OPA residuale, che viene eseguita tra l'8 ed il 26 marzo 2010. Per rilevare le 159.362.216 azioni ordinarie non in controllo del Banco Popolare, che costituiscono l'8,6% del totale. Per ogni azione viene deliberato un prezzo di 0,797 € per azione, per un corrispettivo totale di 127.011.686,16 €. L'8 aprile 2010 il titolo viene ritirato dal listino di Borsa Italiana.

Conclusioni

Si può ora procedere al calcolo del rendimento delle azioni di Italease secondo le metodologie e le formule prima descritte:

- Chi avesse sottoscritto l'IPO e successivamente si fosse ritirato con l'OPA di dicembre sarebbe incorso in un rendimento negativo dell'83,8% totale e del 12,9% annualizzato.
- Chi invece si fosse ritirato al momento dell'OPA residuale sarebbe incorso in una perdita del 91,4% totale e del 13,8% annualizzata.

Per non parlare di chi avesse acquistato le azioni prima dello scandalo esploso nel 2007 e le avesse conservate fino a questi due momenti. C'è da dire che queste due ipotesi sono molto poco realistiche, in quanto probabilmente pochissimi azionisti si sono ritrovati in questa situazione. Tuttavia per chi è rimasto detentore delle proprie azioni per tutto il periodo di quotazione e ne è poi tornato in possesso, si può rilevare, al netto di tutte le perdite delle iniezioni di capitale fresco e delle attività di trading dei titoli di Italease, una plusvalenza davvero notevole.

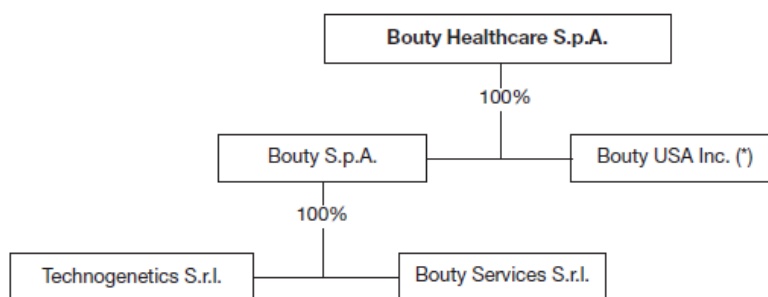
Si può concludere che in questo caso il fenomeno delle sliding doors sia stato causato da comportamenti illegali da parte del management della società. La cosciente sopravvalutazione del titolo ed il suo successivo crollo sono avvenuti grazie a non già delle asimmetrie informative, che comunque erano presenti, ma grazie all'occultamento dei dati finanziari ed ad una loro sistematica falsificazione. Questi sistemi, utilizzati dal management per nascondere le operazioni finanziarie illegali e non trasparenti, e non una comprensibile maggior disponibilità di informazioni, sono alla base dell'implosione del titolo, per cui non si può concludere che in questo caso si sia verificata una cosciente depauperazione degli azionisti di maggioranza a scapito di quelli di minoranza.

Bouty Helathcare

Storia ed IPO

L'azienda nasce nel 1898, quando il farmacista francese Bouty fonda la Italiana Laboratori Bouty con attività basata sulla ricerca e la produzione di prodotti farmaceutici. Nel 1939 Bouty fonda con un socio la Italiana Laboratori Bouty S.A., trasformata in seguito in Società per Azioni. Nel 1975 la società viene acquisita da Carter Wallace Inc., multinazionale americana che fa espandere le attività di Bouty e la porta a produrre prodotti innovativi. Negli anni '80 e '90 prosegue l'espansione di Bouty, attraverso l'acquisizione di società come la Corsel, la Technogenetics e la Sanodent. Nel 2001 il gruppo Carter Wallace la cede al gruppo multinazionale Armkel, divisione del gruppo statunitense Church & Dwight Co., Inc. Nel 2002 viene creata da alcuni soci la Bouty 2002 S.r.l., che, dopo alcuni aumenti di capitale sottoscritti dai soci, acquisisce nel 2003 la Armkel Company S.r.l., che a sua volta controllava Bouty S.p.A. al 100%. Si procede poi alla fusione inversa di Armkel in Bouty S.p.A.. Viene quindi modificata la ragione sociale nell'attuale Bouty Healthcare S.p.A. e viene costituita una società non operativa negli USA. L'assetto societario risultava così composto:

Figura 10: l'assetto societario di Bouty Healthcare alla vigilia dell'IPO



Fonte: Prospetto di quotazione Bouty Healthcare

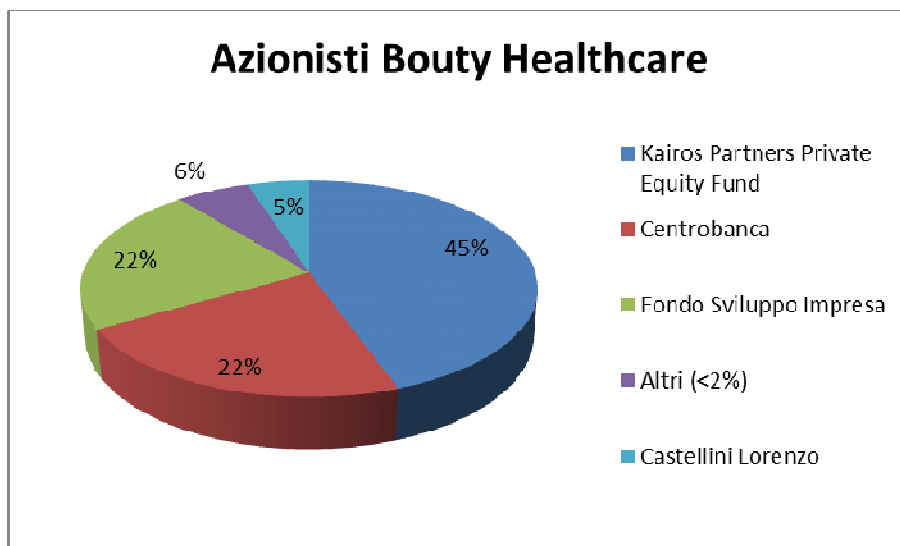
Alla vigilia della collocazione in Borsa, Bouty Healthcare risultava essere un'impresa in forma, anche dalle posizioni di vertice nei mercati in cui operava. Mancano nel prospetto di quotazione riferimenti complessivi al posizionamento strategico della società, ma il ritrovarsi tra i primi 3 o 4 players in mercati dominati dalle grandi case

farmaceutiche multinazionali rivestiva un elemento in cui gli investitori potevano confidare.

Dal punto di vista dei bilanci, risultava un buon giro d'affari della società, che nel 2006, anno precedente la quotazione, vedeva un utile netto totale di 1,14 milioni di €, con un ROA dell'1,9% ed un ROE del 7,4% da paragonare con l'utile netto di 940.000 € nel 2005, che conduceva ad un ROA dell'1,6% ed a un ROE del 6,5%. Considerato il settore di appartenenza, quello farmaceutico, connotato da alti rischi negli investimenti e da una limitata flessibilità operativa, era necessità della società di ridurre la propria leva finanziaria e di raccogliere capitali freschi per finanziare gli investimenti. L'approdo in Borsa è sembrato la soluzione ideale.

Nell'IPO sono state messe sul mercato complessivamente 11.942.667 azioni, pari al 42,82% del capitale sociale post-offerta. Di queste azioni, 11.200.000 venivano da un aumento di capitale deliberato con esclusione del diritto di opzione, mentre le restanti erano già esistenti. Si può osservare attraverso questi dati come in questo caso sia mancata la volontà di monetizzare le partecipazioni degli azionisti, scavalcata dalla necessità di raccogliere nuovi capitali, con una sostanziale diluizione delle quote degli azionisti pre-IPO. Partecipazioni riassunte nel grafico seguente:

Figura 11: gli azionisti di Bouty Healthcare prima dell'IPO



Fonte: Prospetto di quotazione Bouty Healthcare

L'opzione di greenshoe prevedeva il possibile collocamento di un ulteriore pacchetto di 1.791.400 azioni nei 30 giorni successivi la quotazione sul listino Expandi⁵⁷ di Borsa Italiana. Il collocamento si svolse dal 25 al 28 settembre 2007. Contestualmente, i precedenti azionisti si impegnavano a non deliberare aumenti di capitale, emissioni di obbligazioni convertibili e/o a vendere le proprie quote senza il consenso del *global coordinator*⁵⁸ dell'offerta per un anno da essa. Attraverso l'IPO risultano raccolti 13,9 milioni di euro. Il 6% dell'offerta, pari a 742.667 titoli, non è più stato messo in vendita⁵⁹.

L'OPA ed il Delisting

Negli anni successivi alla quotazione, l'impresa ottiene buoni risultati, anche se non paragonabili a quelli pre-IPO. ROA e ROE scendono infatti nel 2007 rispettivamente allo 0,77% e all'1,68%, per poi risalire nel 2008 all'1,41% ed al 2,7%.

A questo punto nasce l'interesse verso Bouty da parte del gruppo farmaceutico svizzero facente capo a IBSA Holding SA, controllata dal Dott. Arturo Licenziati. Questo gruppo cerca di ottenere il controllo di Bouty operando attraverso la società IBSA Farmaceutici Italia S.r.l., con capitale sociale di 10.400 euro. Attraverso tale società, controllata al 100%, IBSA acquisisce nel novembre del 2009 il 25,84% delle quote di Bouty al prezzo di 1 € per azione da Consilium SGR. Nel dicembre dello stesso anno si trova quindi costretta a lanciare un'OPA obbligatoria totalitaria sul resto delle azioni, attraverso la quale, al prezzo di 1,2 euro per azione, rastrella ulteriori azioni fino a detenere il 63,29% delle partecipazioni. Per ottenere le restanti 10.240.096 Azioni, pari al 36,71% del capitale, IBSA lancia un'ulteriore OPA che si svolge tra il 7 gennaio ed il 10 febbraio 2010. Il corrispettivo per azione è fissato ancora una volta a 1,2 euro per azione, per un esborso massimo stimato in più di 12 milioni di euro.

⁵⁷ "Il mercato Expandi nasce nel 2004, deriva dal segmento precedentemente denominato Mercato Ristretto e ospita imprese di minore dimensione, anche a controllo familiare. È un mercato con funzioni di acclimatamento e destinato alle negoziazioni dei titoli non in possesso dei requisiti per l'ammissione alla quotazione di borsa di strumenti emessi da emittenti nazionali che non hanno i requisiti per accedere al MTA o al MTAX". Fonte: sito internet Borsa Italiana

⁵⁸ Si tratta di Intermonte SIM S.p.A., con sede legale in Milano, Corso Vittorio Emanuele II n. 9. Fonte: prospetto di quotazione Bouty Healthcare

⁵⁹ Dati tratti da: BOUTY: CONCLUSA CON SUCCESSO L'OFFERTA, disponibile su www.bouty.it/area/download

A collaborare con l'offerente per la stesura del progetto di OPA è la Banca San Paolo IMI. Alla chiusura dell'OPA risultano adesioni per il 31,99% del capitale sociale, permettendo a IBSA di raggiungere il 99,24% del capitale sociale. Questo altissimo valore consente a IBSA di procedere al Delisting del titolo. In conformità al TUF ed al regolamento di Borsa Italiana, IBSA esercita poi l'opzione di acquisto della restante frazione del capitale, e procede all'uscita del titolo dal listino che avviene il 22 febbraio 2010.

Conclusioni

Nel caso appena esaminato è possibile osservare come, al contrario del precedente, chi poi acquisisce la società non rientrava nella compagine sociale al momento della quotazione della stessa sul mercato. Questo fatto di per sé limita la possibilità di comportamenti opportunistici da parte del gruppo di controllo. D'altra parte i prezzi a cui Bouty è stata quotata e poi successivamente revocata dal mercato sono molto vicini tra loro. È da porre in risalto nel caso di Bouty Healthcare anche la limitata presenza di piccoli azionisti, dato che il capitale si trovava principalmente in mano a fondi e società finanziarie. Comportamenti irregolari, o quantomeno poco etici, non avrebbero avuto conseguenze rilevanti sulla folla di piccoli azionisti e sulla reputazione del mercato in generale.

Questo caso di sliding doors evidenzia come non sempre siano fini opportunistici a dettare le scelte di entrata ed uscita dal mercato, e come anzi spesso sia l'interesse verso una società in salute a guidare tali scelte strategiche.

Italdesign Giugiaro

Storia ed IPO

Italdesign, società che ha come core business il disegno e la progettazione di automobili, nonché tutto ciò che attiene alla fase di realizzazione e di test dei prototipi di esse, affonda le sue radici nel 1968, quando fu fondata ad opera di Giorgetto Giugiaro ed Aldo Mantovano. Nella sua storia può annoverare la progettazione di auto che hanno cambiato la storia di case automobilistiche decretandone il successo, come la Golf per la WolksWagen o la Panda e la Punto per la FIAT. Tra le altre, spiccano anche le collaborazioni con marchi di lusso quali possono essere Bugatti e Lamborghini. Negli anni '90 l'Italdesign diviene un gruppo, con l'acquisizione di Sailing e l'apertura di nuovi studi ed uffici a Barcellona.

Nel 2007 gli eredi di Mantovano lasciano le redini della società completamente in mano alla famiglia Giugiaro. Nel 2010 tuttavia, dopo le vicissitudini del settore automobilistico per causa della crisi, Giugiaro vende il 90,1% delle sue quote al gruppo WolksWagen, del quale così Italdesign entra a far parte.

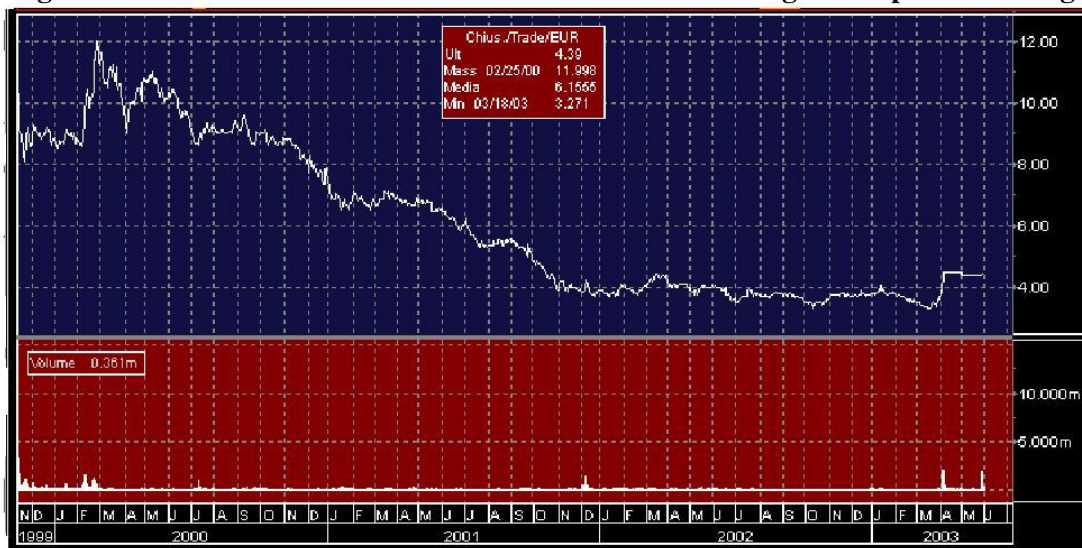
Nel 1999 le famiglie Giugiaro e Mantovano, ancora saldamente al comando della società, promuovono l'IPO della società, mettendo a disposizione del mercato il 35% delle partecipazioni societarie senza però emettere nuovo capitale. Tale fatto evidenzia come la quotazione in Borsa non sia stata effettuata tanto per raccogliere nuovi capitali per finanziare progetti di investimento, quanto allo scopo di monetizzare le partecipazioni dei vecchi soci e dare la possibilità al mercato di investire in un titolo connotato da una certa sicurezza e da ottime prospettive di redditività. Il 1999 si chiude infatti con un utile netto di 41,6 miliardi di lire, in crescita del 9,9% rispetto l'anno precedente, e ricavi complessivi per 250,9 miliardi di lire, in aumento del 22,4% su base annua. Con Banca IMI come global coordinator, viene così fissato il prezzo di collocamento in 7 euro.

Nonostante le ottime prospettive, dopo 4 anni, gli eredi dei soci fondatori, decidono di procedere al Delisting del titolo attraverso l'OPA. Quali fattori possono aver provocato questa decisione?

L'OPA ed il Delisting

Dando un'occhiata al grafico sottostante si può intuire come un fattore determinante sia stato in questo caso la discesa del prezzo del titolo ad un livello ben inferiore a quello di quotazione. Altra causa determinante si può poi riscontrare nei bassi volumi di azioni scambiate sul mercato: dal grafico corrispondente si può infatti osservare come la linea indicante i volumi di scambio sia essenzialmente piatta e abbia dei modesti picchi solamente in corrispondenza delle fasi post-IPO e nei periodi di annuncio e svolgimento dell'OPA per permetterne il Delisting.

Figura 12: andamento del titolo e volumi di scambio Italdesign dall'Ipo al Delisting



Fonte: Bloomberg

Il fatto che il prezzo poi si attesti stabilmente sotto i 4 euro, permette di giustificare, almeno dal punto di vista economico, il prezzo di 4,4 euro per la successiva OPA volontaria.

L'operazione viene svolta dal 3 al 23 giugno 2003, con la condizione che se non venisse raggiunto il limite di capitale necessario per la revoca della società dal listino allora l'offerta sarebbe da intendersi ritirata. Appare già nel prospetto informativo che nel caso in cui l'offerente raggiunga il 90% del capitale, si impegna a lanciare un'OPA residuale sulle restanti azioni ed a non ricostituire il flottante. Le azioni oggetto dell'offerta vanno da un minimo di 50.000.00 ad un massimo 51.986.000, numero raggiunto nel caso in cui alcuni lavoratori dell'impresa esercitino un diritto di opzione a

loro assegnato al termine dell'esercizio del 2002. Il controvalore totale dell'offerta poteva quindi oscillare tra 220 e 228 milioni di euro circa, nel caso in cui ci fosse stata l'adesione totale del capitale sociale. C'è da dire che oltre al 68,16% detenuto da First Design, Italdesign disponeva anche di un 4% di azioni proprie, nonché di un ulteriore 3,74% che era invece a disposizione di San Paolo IMI, lo stesso istituto di credito che ha portato il titolo sul listino di Borsa Italiana in qualità di global coordinator e che adesso ha preparato con Italdesign l'OPA.

L'operazione viene condotta attraverso una società di comodo, la Wide Design S.r.l., poi trasformata in S.P.A., che è quella attraverso cui le famiglie Giugiaro e Mantovani controllano Italdesign. Tale Wide Design è a sua volta controllata da First Design S.a.r.l., con sede in Lussemburgo. Quest'ultima è a sua volta controllata da due S.P.A. italiane controllate a loro volta rispettivamente da due società semplici totalmente in mano alle due diverse famiglie.

Qual è dunque lo scopo della revoca della quotazione? Dal prospetto informativo si legge: *“La revoca della quotazione delle Azioni ha il fine di agevolare la realizzazione del Programma (di riorganizzazione societaria, Nota dello studente), in quanto la flessibilità gestionale che ne deriverebbe consentirebbe di intraprendere con maggiore rapidità ed incisività le iniziative strutturali in via di definizione precedentemente descritte, necessarie ed opportune per il consolidamento del Gruppo Giugiaro. Inoltre la revoca della quotazione comporterà per l'Emittente una riduzione dei costi diretti e indiretti legati allo status di quotata, senza che da tale status derivino particolari benefici”*.

Su queste discutibili motivazioni si rifletterà nella piccola conclusione di questa sezione. Per ora è sufficiente analizzare l'esito dell'OPA. Il 23 giugno risultano adesioni che consentirebbero a Wide Design di raggiungere il 92% del capitale, un valore ampiamente al di là di quel 90% condizione necessaria per lanciare l'OPA residuale. Tale operazione ha luogo dal 29 settembre al 17 ottobre 2003, e prevede un corrispettivo per azione, determinato dalla CONSOB, pari a 4,40 €, lo stesso della precedente offerta totalitaria. Anche in questa situazione a coordinare l'operazione è la Banca IMI. L'offerta viene lanciata su 3.609.274, costituenti il 6,97% dell'intero capitale sociale di Italdesign. Vi è una nuova dichiarazione della volontà di lasciare il

mercato azionario attraverso la fusione per incorporazione di Italdesign in Wide Design, società non quotata. Nel prospetto informativo dell'OPA residuale vengono informati gli azionisti residui della possibilità da parte della società di avvalersi del diritto di squeeze-out nel caso in cui si raggiunga la soglia del 98% del capitale. Vengono poi ancora una volta avvisati dell'illiquidità del titolo una volta che Italdesign fosse fuori dal mercato.

Wide Design chiede tra l'altro una proroga di 5 giorni per l'OPA residuale, per permettere l'approvazione di un ulteriore documento alla CONSOB. L'OPA residuale ha successo ed il titolo esce dal listino di Borsa Italiana il 30 Ottobre del 2003.

Conclusioni

Nonostante quanto dichiarato nel documento informativo per l'OPA, l'intera permanenza sul listino da parte di Italdesign si configura come una sottrazione di valore da parte delle famiglie Giugiaro e Mantovani alla platea di piccoli azionisti che avevano deciso di investire i loro capitali nella loro società. Chi infatti avesse aderito all'IPO con la finalità di realizzare un buon investimento di medio periodo, confidando nelle comunque buone prospettive di redditività e sulla solidità di un affermato gruppo industriale, avrebbe perso una parte considerevole del proprio capitale. Tutto questo a vantaggio delle stesse famiglie.

Stante l'impossibilità di provare l'intenzionale comportamento opportunistico da parte del gruppo di controllo *a priori*, si può comunque concludere che tale comportamento si sia verificato *a posteriori*. Un qualche presentimento di una tale conclusione si sarebbe potuto avere da parte degli investitori se avessero considerato che a comporre l'IPO erano solamente azioni già esistenti, e che quindi l'obiettivo di essa sarebbe potuto essere sostanzialmente solo quello di monetizzare le partecipazioni storiche delle famiglie.

Quando infatti il valore del titolo si è stabilmente fermato a meno di 4 euro, si è intravista la possibilità di ottenere un considerevole capital gain. Ciò che le famiglie hanno ottenuto è stato inoltre la possibilità di finanziare le attività di Italdesign attraverso fonti esterne per 4 anni, dando a loro la possibilità di smobilizzare l'investimento.

Analogamente alle osservazioni compiute sul titolo Italease, dal punto di vista degli azionisti di minoranza ci si è trovati davanti ad una perdita così quantificabile:

- Chi avesse sottoscritto l'IPO e avesse poi liquidato la propria partecipazione attraverso l'OPA sarebbe incorso in un rendimento negativo del 37,14% totale, e dell'8,21% annualizzato.
- Chi invece, allettato dall'aumento del prezzo in fase post-IPO avesse acquistato le azioni nel momento del picco del loro valore, a quota 12 € circa, sarebbe incorso in un rendimento negativo del 63,3% totale, e del 13,04% annualizzato.

Per le ragioni appena elencate si è sviluppato un complesso dibattito sull'operazione: essa non presenta contorni di illegalità, ma comportamenti opportunistici di questo genere hanno l'indubbio effetto di far diminuire la fiducia da parte degli investitori, soprattutto quelli piccoli, nei confronti del mercato azionario. Discussioni nei forum di finanza online⁶⁰, articoli su giornali generici ed esposti da parte delle associazioni dei consumatori⁶¹ sono pieni di lamentele da parte di chi è caduto nella rete.

Se non si cerca di evitare il ripetersi di comportamenti come questo, allora sarà impossibile lo sviluppo del mercato italiano per un'evoluzione nella direzione dei listini più sviluppati come quelli anglo-sassoni.

⁶⁰ Per un piccolo campionario si vedano le discussioni su www.investireoggi.it/forum/italdesign-giugiario-al-via-lopa-residuale-come-finira-vt8210-2.html o su www.adusbef.it/forum/leggi.asp?id=1481

⁶¹ Un esempio su tutti pieno di spunti interessanti e da approfondire: http://investire.aduc.it/lettera/italdesign+39+opa+dello+stesso+azionista_107930.php

Conclusioni

Nel corso di questo lavoro si è innanzitutto cercato di spiegare il fenomeno del Delisting, che a mio avviso ha finora ricevuto insufficienti attenzioni da parte della comunità scientifica. Si è quindi esaminato il ruolo che tale operazione svolge nell'ambito del ciclo di vita delle imprese. In questa prospettiva si è esaminato e discusso ampiamente il rapporto tra l'entrata sul mercato e l'uscita dal listino, tentando di mettere in luce, grazie all'esame di una selezionata letteratura sul tema, i vantaggi e la sostenibilità per l'impresa della quotazione delle proprie azioni su di un mercato regolamentato. Si è inoltre mostrato come queste due operazioni abbiano sostanzialmente natura opposta: i fattori che spingono per optare per l'una funzionano da barriere nella scelta dell'altra.

Si è osservato come l'approccio alla quotazione nei paesi anglo-sassoni, connotati da un'indubbia maggiore maturità del mercato, sia molto diverso da quello italiano. Mentre infatti nei primi la quotazione sui listini è vista come il naturale proseguo dell'espansione e della crescita aziendale, con un grande numero di nuove quotazioni ogni anno, qui in Italia le imprese, ma anche la platea degli investitori, nutrono ancora una certa diffidenza verso la quotazione in Borsa.

Questa fondamentale differenza si riflette anche sulle cause di Delisting, che mentre in Italia è un fenomeno quasi interamente di natura volontaria, negli Stati Uniti ricorre per lo più a causa della sopravvenuta insussistenza dei requisiti di quotazione. Requisiti che abbiamo visto siano alquanto discutibili. Anche la presenza di mercati Over The Counter ben sviluppati e strutturati (come i Pink Sheets) ha senza dubbio offerto la possibilità alle imprese anglosassoni di optare per scelte alternative, come il *going dark*, alla quotazione sui mercati ufficiali, che porta con sé degli obblighi e dei costi non indifferenti.

Per quanto riguarda il processo decisionale e la scelta sulla permanenza sui listini da parte del management, abbiamo potuto esaminare numerosi contributi dati dalla letteratura sul tema, che affrontano l'argomento in maniera però non troppo esauriente, lasciando dei vuoti "ingombranti" da riempire con future ricerche. Uno spunto

interessante sarebbe quello di determinare e di osservare l'impatto delle normative a tutela dei diritti degli azionisti di minoranza sulla ricorrenza di tali operazioni e sulle conseguenze che hanno sul mercato. Un altro suggerimento che mi permetto di dare è l'indagine di questo fenomeno sui mercati regolamentati dei paesi emergenti, i cosiddetti BRIC (Brasile, Russia, India e Cina).

La ricerca sui dati presentati nel secondo capitolo ha cercato di determinare la portata e l'incidenza di tale fenomeno in Italia, soffermandosi più in dettaglio sui casi di Delisting a seguito di OPA, che costituiscono, insieme alla fusione per incorporazione della società quotata in una non quotata, la maggioranza dei casi registrati negli ultimi anni. I dati hanno dimostrato come quello del Delisting sia un fenomeno in crescita nel mercato italiano, e come ormai siano più ricorrenti i casi di uscita volontaria dal mercato rispetto alle nuove quotazioni di imprese.

Si è cercato quindi di indagare le motivazioni dietro alla volontà di far uscire le società dal mercato e le conseguenze di tali operazioni, che in special modo hanno inciso sui rendimenti degli azionisti di minoranza. A questo scopo si è condotta l'analisi dei rendimenti delle azioni soggette a delisting, e ci si è soffermati sul campione formato dalle cosiddette sliding doors, ovvero quelle società il cui tempo di permanenza sui listini di Borsa Italiana è stato inferiore a 10 anni.

Si è potuto notare come in una buona percentuale di casi, comunque in aumento negli anni recenti, ci sia stato un delta negativo tra il prezzo di OPA e quello di IPO, determinando così un extra rendimento per chi avesse riacquistato le quote della società una volta che il prezzo del titolo fosse sceso. Un caso che ha fatto scuola in tal senso, e che si è voluto approfondire, è quello di Italdesign-Giugiaro. Mentre infatti negli altri 2 casi analizzati (Banca Italease e Bouty Healthcare) gli azionisti di minoranza sono stati rispettivamente vittime di comportamenti illegali da parte del management o non sono incorsi in alcuna perdita, in Italdesign le famiglie che detenevano le azioni prima dell'IPO hanno consapevolmente sfruttato la differenza di prezzo per realizzare un capital gain.

Quanto queste azioni possano essere state preventivate rimane un elemento di difficilissima, se non impossibile, dimostrazione. Fatto sta che comportamenti di questo

genere fanno diminuire la fiducia degli investitori nel mercato ed impediscono la crescita e lo sviluppo di esso verso modelli più evoluti come quello anglo-sassone.

Per concludere, se si vuole evitare che simili casi si ripetano ancora, come tra l'altro è ancora oggi del tutto possibile, è urgente un intervento legislativo o regolamentare per aumentare ancora di più la tutela garantita alle minoranze in tutta Europa grazie alla già analizzata direttiva europea sui takeover. C'è da dire però che queste esigenze potrebbero trovare forti opposizioni perché potrebbero far diminuire la propensione alla quotazione in Borsa da parte delle società, avendo così come effetto finale quello di creare comunque difficoltà al mercato per vie traverse. Il bilanciamento di queste esigenze è necessario ed auspicabile, così come ulteriori studi sull'argomento, per cercare di illuminare quegli aspetti a cui questo lavoro aspira ad aver dato un piccolissimo contributo.

Bibliografia ed opere citate

Zingales, Pagano e Panetta: Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis; THE JOURNAL OF FINANCE – VOL LIII, NO. 1 – FEBRUARY 1998

Fama E.F., Jensen M.C.: Agency Problems and Residual Claims, Journal of Law & Economics, Vol. 26, June 1983

J. R. Macey and Mauren O'Hara: The Economics of Stock Exchange Listing Fees and Listing Requirements; Journal of Financial Intermediation 11

Christian Leuz, Alexander Triantis, and Tracy Wang: Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations

Manuela Geranio Giovanna Zanotti: Equity Markets Do Not Fit All: an Analysis of Public-to-Private Deals in Continental Europe, European Financial Management, 2010

Giorgio Szegö - Maddalena Marchesi: Il nuovo diritto societario e il denaro paziente; Università «La Sapienza», Roma

Arnoud W. A. Boot, Radhakrishnan Gopalan, Anjan V. Thakor: The Entrepreneur's Choice between Private and Public Ownership; The Journal of Finance, Vol. 61, No. 2 (Apr. 2006), pp. 803-836

Asjeet S. Lamba and Walayet A. Khan: Exchange listings and delistings: the role of insider information and insider trading; The journal of Financial Research, Vol. XXII, N. 2, Pages 131-146, Summer 1999

P.R. Chandy, Salil K. Sarkar and Niranjana Tripathy; Empirical evidence on the effects of delisting from the national market system; Journal of Economics and Finance, Volume 28, N. 1, Spring 2004

Harry De Angelo, Linda De Angelo and Edward M. Rice: Going private: minority freezeouts and stockholder wealth; Journal of Law & Economics, 1984

Clas Bergstrom, Daniel Nilsson, and Marcus Wahlberg: Underpricing and Long-Run Performance Patterns of European Private-Equity-Backed and Non-Private-Equity-Backed IPOs; *The Journal of Private Equity*, Fall 2006

Jonathan Macey, Maureen O'Hara, David Pompilio: Down and Out in the Stock Market: The Law and Finance of the Delisting Process; November 2003

Gary C. Sanger and James D. Peterson: An Empirical Analysis of Common Stock Delistings; *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, No. 2 (Jun., 1990), pp.261-272

Kaplan S. N., Managements buyouts: evidences on taxes as a source of value. *Journal of Finance* 44, 1989

Claudia H. Deutsch: The Higher Price of Staying Public, *The New York Times*, January 23th, 2005

C. Weir, D. Laing, M. Wright: Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private; *Applied Financial Economics*, 2005, 15

Arnoud W. A. Boot, Radhakrishnan Gopalan, Anjan V. Thakor; Market Liquidity, Investor Participation, and Managerial Autonomy: Why Do Firms Go Private?; *The Journal of Finance*, Vol. LXIII, N. 4, August 2008

Arnoud W. A. Boot, Radhakrishnan Gopalan, Anjan V. Thakor; The Entrepreneur's Choice between Private and Public Ownership - *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 2 (Apr., 2006)

Luc Rennebog, Tomas Simons, Mike Wright: Why do public firms go private in the U.K.? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation; *Journal of Corporate Finance* 13 (2007)

Tyler Shumway: The Delisting Bias in CSRP data – *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1 (March 1997)

Marco Venturozzo: Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals - *Virginia Journal of International Law*, Volume 50 – Issue 4 – 2010

T. W. Bates, M. L. Lemmon and J. S. Linck: Shareholder Welfare and Bid Negotiation in Freeze-Out Deals: Are Minority shareholders left out in the cold? (Dec. 2004).

Brealey, Myers, Allen, Sandri; Principi di Finanza Aziendale, Quinta Edizione, Mc Graw-Hill

Testo Unico della Finanza, Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58

Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A, disponibile sul sito ufficiale di Borsa Italiana

Direttiva 2004/25/CE 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto, disponibile su: www.ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids

Regolamento CONSOB

Codice Civile, edizione aggiornata

Schede di approfondimento CONSOB, Schede di Approfondimento: i Servizi e le Attività di Investimento, Alcune Nozioni

Ricerca MedioBanca, disponibile su www.mbres.it/ita/mb_pubblicazioni/indici

Prospetti di Quotazione e di OPA di: Banca Italease; Bouty healthcare; Italdesign Giugiaro.

www.nasdaq.com/about/nasdaq_listing_req_fees.pdf

www.nyse.com/regulation/nyse/1147474807344.html

www.otcm Markets.com

www.soxlaw.com

Yahoo Finance, www.it.finance.yahoo.com