



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

**Il processo IPO e il fenomeno del Delisting:
una panoramica dello scenario finanziario
europeo con focus sul contesto italiano**

Relatore

Ch. Prof. Alessandro Genovesi

Laureando

Paolo Sotera

Matricola 878862

Anno Accademico

2023 / 2024

Indice

Introduzione	1
Capitolo I - La Borsa Paneuropea: un breve sguardo allo scenario dei mercati equity in Italia	5
1.1. Il Mercato Paneuropeo e l'entrata di Borsa Italiana S.p.A. in Euronext	5
1.2. Borsa Italiana S.p.A. e la sua funzione di gestore del mercato finanziario italiano	9
1.3. Le sedi di negoziazione: il passaggio dalla MiFID alla MiFID II	10
1.4. I mercati azionari gestiti dal gruppo Borsa Italiana	13
1.4.1. <i>Euronext MIV Milan – Mercato Degli Investment Vehicles</i>	13
1.4.2. <i>Euronext Growth Milan (EGM)</i>	14
1.4.3. <i>Euronext Milan (EXM)</i>	16
1.4.4. <i>Conclusione</i>	18
Capitolo II - Il processo di quotazione in Borsa (IPO)	19
2.1. Che cosa si intende per IPO e quali sono le sue diverse tipologie.....	19
2.2. Le possibili ragioni alla base della scelta di Listing	21
2.2.1. <i>Il timing quale mezzo da cui trarre benefici</i>	29
2.3. I potenziali svantaggi e le criticità del processo di quotazione.....	30
2.3.1. <i>I costi del processo IPO</i>	31
2.3.2. <i>Le altre possibili criticità del processo IPO</i>	34
2.3.3. <i>L'incidenza della componente dimensionale sulla scelta di listing e le principali alternative fonti di finanziamento delle pmi italiane</i>	38
2.4. I requisiti del processo di quotazione.....	40
2.4.1. <i>I requisiti sostanziali</i>	40
2.4.2. <i>I requisiti formali</i>	42
2.5. Le fasi del processo di quotazione	52
2.6. Gli attori coinvolti nel processo IPO e le loro funzioni	75
Capitolo III – Il fenomeno del Delisting	85

3.1. Una definizione di Delisting	86
3.2. Le tipologie di Delisting	86
3.2.1. <i>Il Delisting involontario</i>	87
3.2.2. <i>Il Delisting volontario</i>	87
3.3. Le possibili “cause” del fenomeno di Delisting.....	87
3.3.1. <i>Le principali “cause” del Delisting involontario</i>	87
3.3.2. <i>Le principali “cause” del Delisting volontario</i>	88
3.4. Le operazioni GPT: alcune loro configurazioni.....	89
3.4.1. <i>Lo squeeze out nel contesto OPA</i>	91
3.5. Una panoramica del Delisting in termini numerici: EXM vs EGM	92
3.6. Le possibili motivazioni alla base della scelta di Delisting volontario.....	95
3.6.1. <i>La Teoria dell’Agenzia e i costi ad essa associati</i>	100
3.7. Gli effetti della regolamentazione sul fenomeno del Delisting	108
3.8. Gli effetti dell’annuncio del Delisting volontario sulla ricchezza degli azionisti e l’impatto sulla performance aziendale	114
3.9. L’incidenza del Delisting volontario sulla scelta d’entrata nel mercato	116
3.10. Il timing associato alla decisione di Delisting volontario	118
3.11. Le ragioni alla base del Delisting involontario	120
3.12. Le conseguenze del Delisting	123
Conclusioni	127
Bibliografia e Sitografia	133

Introduzione

Il mondo della finanza e, in particolare, dei mercati azionari, come si sa, risulta essere un ambiente fortemente complesso, pertanto, capirne appieno il funzionamento, non solo richiede molto tempo, ma anche un ampio portafoglio di avanzate abilità. Il mercato è un luogo altamente rischioso dove chi non è in grado di adattarsi, o comunque fallisce nel farlo, rischia di essere “mangiato” dalla feroce competizione presente tra gli operatori, la quale, per essere sconfitta, richiederebbe il possesso di un pool di strumenti e conoscenze di cui non tutti dispongono. Anche per questo motivo, spesso accade di assistere a fenomeni come il *Delisting* dalle Borse Valori, che, derivante o meno da una scelta del soggetto, portano comunque allo stesso risultato, vale a dire la perdita di quello status che fa sì che si possa parlare di società quotate.

Tuttavia, in questo elaborato, il delisting è il punto di arrivo dell’analisi. È bene quindi chiedersi quale sia, effettivamente, la sua origine, nonché in che cosa si debba identificare il presupposto della sua manifestazione. Essenzialmente, dunque, bisogna pensare che, prima di poter essere esclusa dalla Borsa o comunque prima di poter decidere di uscire da essa, la società deve farne parte. Ciò significa che è fondamentale capire in che modo un soggetto riesca ad affermarsi nel mercato, nonché quali siano le ragioni principali che possono indurlo a quotarsi. A tal fine, parlare del processo *Initial Public Offering (IPO)* risulta essere imprescindibile, essendo la più comune, nonché la più tradizionale, modalità grazie alla quale una società acquisisce la qualifica di quotata.

Allo stesso tempo però, spiegare il processo di quotazione in Borsa senza fornire una panoramica di che cosa, concretamente, essa sia, si rivelerebbe poco sensato. Di conseguenza, allo scopo di rendere quanto più comprensibile l’analisi, verrà presentato lo scenario finanziario che farà da sfondo all’intero studio relativo al processo IPO e al fenomeno del Delisting, ossia la *Borsa Paneuropea*. Nello specifico, dopo una breve introduzione della principale piattaforma finanziaria europea, conosciuta come Euronext, il focus sarà incentrato sulle due maggiori sedi di negoziazione di titoli azionari presenti nel contesto italiano, ovvero Euronext Milan (EXM) ed Euronext Growth Milan (EGM).

Borsa Paneuropea, processo IPO e Delisting, risultano quindi essere le tre tematiche centrali su cui l’elaborato prenderà forma. Progetto che si porrà come obiettivo quello di descrivere i due fenomeni contrapposti prendendo in considerazione ciascuno

degli elementi che li caratterizzano, così da poter comparare quegli aspetti che giocano un ruolo determinante in ciascuna delle due opposte scelte strategiche.

Questa breve premessa, relativa ai temi che verranno affrontati nel presente lavoro, è efficace a comprendere la scelta della struttura da esso assunta.

Il primo capitolo si potrebbe dire fare da cornice all'intero studio, rivelandosi funzionale proprio alla presentazione del *principale hub finanziario paneuropeo*, nato per far fronte alle esigenze di raccolta di capitali dei player in esso operativi. In sintesi, viene accennata l'operazione attraverso la quale Borsa Italiana S.p.A. è entrata a far parte del gruppo Euronext e gli effetti che questo significativo evento ha comportato per il tessuto imprenditoriale italiano. Prima di passare ad una breve esposizione dei mercati equity dello scenario finanziario italiano, descrivendone le principali peculiarità, viene posto l'accento sulla differenza tra le diverse sedi di negoziazione, utile, in questo caso, a comprendere la distinzione formale tra i due mercati su cui poi ci si concentrerà, ovvero EXM ed EGM, quali, rispettivamente, mercato regolamentato e sistema multilaterale di negoziazione.

Il secondo capitolo si addentra nel primo dei due fenomeni che vengono trattati nel progetto, il processo *IPO*. Questa sezione centrale dell'elaborato mira a rendere consapevole il lettore in merito alle conseguenze che una scelta come quella di *listing* possa implicare, in primo luogo, per la società, e, secondariamente, per l'ampia rete di stakeholder che nutrono un qualsiasi tipo di interesse nei suoi confronti. Dopo aver introdotto il concetto di *Initial Public Offering* e fatta menzione delle sue possibili configurazioni, sulla base della letteratura che negli anni si è occupata di studiare tale strategica decisione, viene condotta un'estesa ed approfondita analisi delle ragioni per le quali un imprenditore potrebbe trovare vantaggiosa la Borsa, enfatizzando, inoltre, come il timing della scelta possa condizionare la convenienza dell'iniziativa. Tuttavia, valutare la convenienza economica di un'operazione, qualsiasi essa sia, significa esaminare il trade off costi/benefici ad essa associato. Per questo motivo, accanto ai possibili vantaggi, vengono poi esaminate le potenziali criticità che l'impresa potrebbe dover affrontare qualora decidesse di intraprendere la strada verso la quotazione. La fase successiva, penetrando nello scenario dei mercati EXM ed EGM, ed in particolar modo all'interno dei segmenti da cui ciascuno di essi è costituito, partendo dall'analisi della distinzione tra requisiti formali e sostanziali del processo IPO, si propone di dare una visione d'insieme

dello stesso. In questa parte del lavoro, decisamente più tecnica, la procedura di quotazione viene scissa in tutte le sue molteplici fasi, che vengono poi analizzate con l'obiettivo di metterne in mostra le attività svolte e gli attori coinvolti in ciascuna di esse, ponendo inoltre l'attenzione sul ruolo di Borsa Italiana e Consob. Questo perché, per la complessità dell'iter di quotazione, la società necessita di essere affiancata da un team di consulenti e professionisti che siano in grado di supportarla prima, durante e dopo il processo, aiutandola a conseguire il buon esito dell'operazione, nonché a garantirle una duratura permanenza sulla Piazza.

La parte conclusiva dell'elaborato si dedica allo studio del fenomeno contrario al listing, cioè il *Delisting*. Il terzo ed ultimo capitolo, infatti, aprendosi dando una definizione generale del concetto in questione, procede poi distinguendone le diverse fattispecie su due livelli. In primis, vengono contrapposti delisting involontario e volontario, mentre ad un livello più specifico, internamente al caso di delisting volontario, vengono menzionate tutte le possibili configurazioni, in base alla modalità attraverso le quali vengono attuate. Specificamente, l'attenzione si concentra sulle operazioni *Going Private Transactions (GPT)*, che si dimostrano essere i metodi più diffusi, almeno a livello europeo e italiano, per conseguire l'uscita dalla Borsa Valori. In seguito, per rendere l'analisi sul fenomeno del delisting coerente con quella relativa all'IPO, vengono riportate le principali osservazioni inerenti ai molteplici aspetti che l'imprenditore dovrebbe considerare nella scelta di delisting, a cui, negli anni, gli studiosi in materia sono pervenuti. A tal proposito, viene evidenziata l'influenza che il ruolo della *Teoria dell'Agenzia* e del cambiamento della *Regolamentazione* ha giocato sulla valutazione dell'opzione di abbandonare il mercato da parte di svariati operatori. Si passa poi a parlare di delisting involontario, nello specifico citando le ragioni che potrebbero giustificare il gestore di mercato ad escludere un soggetto quotato dalla piattaforma di scambio, obbligandolo a rinunciare alla possibilità di vedere i propri titoli negoziati pubblicamente. In ultima istanza, il lavoro si chiude illustrando le potenziali conseguenze che potrebbero derivare dall'uscita dalla Borsa, alcune delle quali potrebbero coincidere con le stesse ragioni che incentiverebbero un soggetto ad abbandonare o rimanere nel mercato.

Capitolo I - La Borsa Paneuropea: un breve sguardo allo scenario dei mercati equity in Italia

Il capitolo che segue si prefigge di fornire una panoramica del complesso scenario finanziario da tutti conosciuto come Euronext, soffermandosi in particolare sulla famosa operazione attraverso la quale, nel 2021, Borsa Italiana S.p.A. è stata integrata nel gruppo. Viene poi spiegato in che modo la sua entrata si sia ripercossa sul tessuto imprenditoriale italiano, descrivendo altresì il ruolo di gestione e organizzazione che la società assume nei confronti dei mercati Euronext MIV Milan, Euronext Growth Milan ed Euronext Milan, i quali vengono poi introdotti in maniera generale, accennando alle loro differenze sul piano regolamentare.

1.1. Il Mercato Paneuropeo e l'entrata di Borsa Italiana S.p.A. in Euronext

Il gruppo Euronext è una delle principali piattaforme europee di mercati finanziari. Nasce nel 2000 dalla fusione di diverse Borse Valori europee, tra cui la Borsa di Amsterdam, la Borsa di Bruxelles e la Borsa di Parigi, con l'obiettivo principale di istituire, nello scenario europeo, un'unica infrastruttura e piattaforma per la negoziazione di azioni, obbligazioni, derivati e altri strumenti finanziari. Nei successivi anni, furono integrate al gruppo anche la Borsa di Lisbona, la Borsa di Dublino, la Borsa di Oslo e, per ultima, quella di Milano.

Euronext gestisce in maniera centralizzata i mercati finanziari in Belgio, Francia, Paesi Bassi, Irlanda, Norvegia, Portogallo e Italia, offrendo ad investitori individuali e imprese l'accesso a una vasta gamma di opportunità di investimento e di finanziamento. Il gruppo in questione risulta essere quotato in Borsa e vede le proprie azioni quotate sui mercati che gestisce. In merito alla sua missione, il gruppo mira a facilitare la crescita economica a livello aggregato, fornendo un ambiente sicuro ed efficiente per il trading di strumenti finanziari.

Tuttavia, per poter analizzare in maniera approfondita il processo di quotazione in uno dei molteplici mercati italiani gestiti da Borsa Italiana S.p.A., quale obiettivo dell'elaborato, è doveroso accennare al fatto che quest'ultima società, nata nel 1998 a seguito della privatizzazione dei mercati di Borsa italiani, come riportato sul sito della stessa Borsa Italiana, dal 2007 ad oggi ha sempre fatto parte di realtà collettive, ossia di gruppi.

Attualmente Borsa Italiana S.p.A. è parte del gruppo Euronext. Tuttavia, la sua entrata in quest'ultimo aggregato può considerarsi un fenomeno relativamente recente. La società, avente sede principale in Piazza degli Affari a Milano, si può infatti considerare parte integrante del gruppo Euronext solo dall'aprile 2021, momento in cui si concretizzò la cessione della stessa Borsa Italiana S.p.A. da parte della holding *London Stock Exchange Group (LSEG)*, controllante dell'omonimo gruppo quotato alla Borsa di Londra, all'interno del quale Borsa Italiana S.p.A. figurava quale società controllata in maniera totalitaria dal 2007.

L'operazione da 4,3 miliardi di euro (Incorvati, 2020), conosciuta anche con il nome "Operazione Euronext - Borsa Italiana", ha rappresentato la modalità attraverso cui, così come riportato nell'articolo "*L'operazione Euronext e l'italianità di Borsa*", pubblicato sul sito del MEF (Ministero dell'Economia e delle Finanze) (2021), il gruppo LSEG riuscì ad ottenere, dalla Commissione Europea, il via libera a procedere alla fusione con Refinitiv, società facente parte del gruppo canadese Thomson Reuters, e di proprietà del fondo americano di private equity Blackstone, entrambi in possesso di significative quote di partecipazione nel capitale di LSEG, e dunque, indirettamente, nel capitale di Borsa Italiana S.p.A.

L'acquisizione di Borsa Italiana da parte del gruppo Euronext, costituito già da molteplici Borse Valori quali, come precedentemente detto, la Borsa di Amsterdam, la Borsa di Bruxelles, la Borsa di Parigi, la Borsa di Lisbona, la Borsa di Dublino e la Borsa di Oslo, ha segnato la nascita del "*principale hub finanziario paneuropeo a supporto della raccolta di capitali per l'imprenditoria italiana*" (Incorvati, 2020) e, in generale, come annunciato da Stéphane Bouhnah, Chief Executive Officer e Chairman del Managing Board di Euronext, nonché riportato in un comunicato stampa pubblicato da Euronext (2020), ha costituito la "*principale piazza per la quotazione e per i mercati secondari in Europa, sia per il finanziamento obbligazionario sia per quello azionario*", con più di 1.800 società quotate e 4.400 miliardi di valore di capitalizzazione (Incorvati, 2020).

Rilevante è anche evidenziare come, contestualmente a tale operazione, vi sia stato l'ingresso nel gruppo Euronext, in qualità di azionisti di riferimento, da parte di CDP (Cassa Depositi e Prestiti) Equity¹ e Intesa San Paolo, al fine di supportare gli obiettivi di

¹ CDP Equity: holding di investimenti controllata al 100% da Cassa Depositi e Prestiti.

crescita del gruppo stesso (Comunicato Stampa Euronext, 2020); partecipazione che si è concretizzata attraverso la sottoscrizione di un *private placement*² per 579 milioni di euro (Tessa, 2021). Ai due nuovi soci, con quota di partecipazione rispettivamente del 7,3% e 1,3%, venne poi concessa la facoltà di nominare due membri del Consiglio di Sorveglianza di Euronext, tra cui il Presidente (Touati, 2020). Inoltre, guardando ai risultati, come esposto sempre dal suddetto Comunicato Stampa emesso da Euronext (2020), per il gruppo, il primo trimestre 2021 si è chiuso registrando ricavi per un valore di €249,2 milioni (+5,2% rispetto al primo trimestre 2020); crescita principalmente imputabile ad un organico andamento positivo nelle attività non inerenti al trading, nonché alle operazioni di acquisizione.

Guardando all'Italia, l'entrata di Borsa Italiana S.p.A. nel gruppo Euronext, come inizialmente ipotizzato da Anna Lambiase, Ceo e fondatore di IrTop Consulting, avrebbe contribuito allo sviluppo di sinergie sul mercato azionario italiano per tre principali ragioni:

- Incremento di investitori istituzionali internazionali interessati ad investire nelle Pmi quotate rappresentanti il Made in Italy;
- Possibilità per Borsa Italiana di sfruttare la creazione di un contesto geografico maggiormente attrattivo e diversificato, quale risultato dell'operazione Euronext - Borsa Italiana, al fine di favorire l'interesse delle società italiane verso il mondo M&A anche a livello europeo;
- Maggiore valorizzazione dell'Italia quale sistema di Pmi altamente rivolte all'innovazione e accorciamento dei tempi inerenti al processo di quotazione, quali elementi alla base di sinergie tra listini europei.

Sinergie che potremmo considerare in linea con quanto espresso anche nell'articolo rilasciato dal MEF (2021) riguardante l'operazione di acquisizione da parte di Euronext, il quale ne parla come la fonte di sinergie utili alla crescita delle imprese italiane nel contesto europeo, nonché allo sviluppo di infrastrutture di accesso ai mercati dei capitali per gli emittenti italiani e per gli investitori internazionali.

Gli effetti positivi dell'entrata di Borsa Italiana nel gruppo Euronext sono confermati dai dati esposti nel report "*Borsa Italiana per le PMI*", pubblicato a marzo

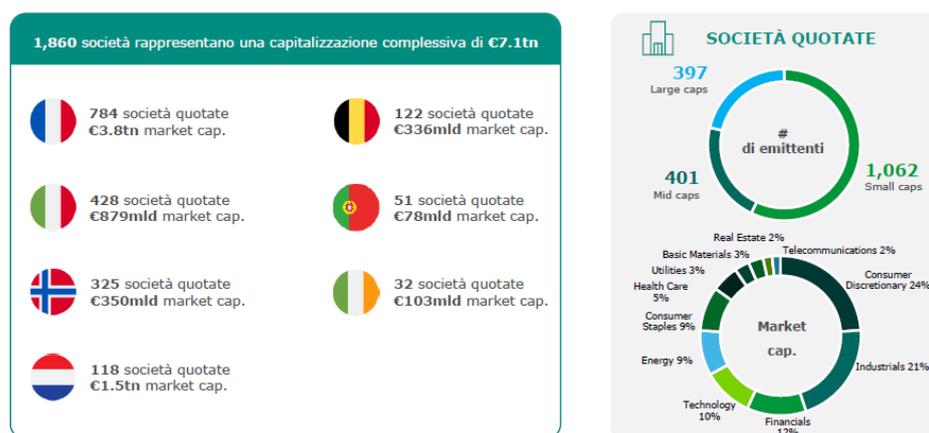
² Private Placement: una delle modalità, insieme al collocamento pubblico e al collocamento tramite asta, mediante la quale avviene l'emissione di nuovi titoli sul mercato primario.

2024 dal team “Primary Markets Italy” della stessa Borsa Italiana. Dati che, se confrontati con quelli sopra citati, risalenti all’epoca in cui avvenne l’acquisizione, mostrano un notevole cambiamento, in termini di numero di società quotate e valore di capitalizzazione aggregata, dei mercati Euronext. A marzo di quest’anno, infatti, erano circa 1.900 le società quotate, e intorno a 7,1 trilioni³ di Euro il valore della capitalizzazione di mercato stimata, a dimostrazione di come tale infrastruttura abbia assunto un ruolo chiave in materia di finanziamento tramite equity, sostenendo la crescita delle Pmi e, allo stesso tempo, creando valore per tutti gli stakeholder.

La Figura 1 evidenzia la complessità e il valore della principale Piazza azionaria europea, mettendo in luce le differenze, in termini numerici, tra le molteplici Borse parte di quella che viene definita Borsa Paneuropea. Aspetto da rilevare è come la Borsa di Parigi stacchi notevolmente, per numero di società quotate e valore di capitalizzazione (market cap.), il resto delle altre Borse Valori. A livello aggregato, invece, è bene sottolineare come la fetta maggiore di emittenti quotati sia costituita da società “small caps”, ossia da società che, in linea di principio, presentano una capitalizzazione compresa tra USD 300 milioni e USD 2 miliardi (Bruce, 2019).

Figura 1. Euronext, la principale Borsa Paneuropea (Marzo 2024)

Euronext, la principale Borsa Paneuropea



BORSA ITALIANA | Fonte: Euronext, 28.03.2024
 | Società dual-listed rientrano solo nei dati del loro mercato di riferimento.

Fonte: Borsa Italiana, PMK, dati di mercato aggiornati al 28.03.2024. Estratto da: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>

³ Trilione: unità del sistema di numerazione decimale corrispondente attualmente, in Italia, a mille miliardi, cioè 10¹².

1.2. Borsa Italiana S.p.A. e la sua funzione di gestore del mercato finanziario italiano

Una volta presentato lo scenario dei mercati facenti parte del gruppo Euronext, è interessante focalizzarsi sulla struttura di quelli gestiti da Borsa Italiana S.p.A. e quindi localizzati nel nostro Paese, l'Italia.

Innanzitutto, è fondamentale spiegare in sintesi cos'è Borsa Italiana S.p.A., quali sono le sue origini e quali le sue funzioni principali. Borsa Italiana S.p.A., nota anche come Piazza Affari, come già affermato precedentemente, nasce a Milano nel 1998 a fronte della privatizzazione e del successivo accorpamento delle dieci Borse Valori presenti a quel tempo in Italia, vale a dire: Milano, Roma, Trieste, Venezia, Napoli, Torino, Genova, Firenze, Bologna e Palermo (Zotti, 2020). A tal proposito è dunque lecito chiedersi perché il mercato finanziario italiano sia conosciuto, a livello globale, come Borsa di Milano, nonostante sia frutto dell'aggregamento delle molteplici Borse presenti sulla penisola italiana. La risposta è semplice: Milano rappresentava la Borsa principale dello scenario finanziario italiano. Si scelse pertanto di situare la sede primaria di Borsa Italiana S.p.A. proprio nella città fulcro del mondo della finanza in Italia, Milano.

Tuttavia, il 1998 non rappresenta l'effettiva data di nascita di Borsa Italiana, ma, per essere specifici, segna il momento della sua trasformazione in società per azioni. Le origini di Borsa Italiana risalgono, in realtà, al 1808, quando Napoleone Bonaparte, al tempo a capo del Regno d'Italia, decise di fondarla per dare ai mercanti un luogo dove poter scambiare merci e valute. Nel tempo ci furono vari cambiamenti che influenzarono il ruolo di Borsa Italiana, fino ad arrivare al 1998, quando, trasformata in S.p.A., la società decise di dedicarsi all'attività di gestione ed organizzazione dei mercati di strumenti finanziari. Un ulteriore aspetto da rilevare riguarda il passaggio di Borsa Italiana da singola società per azioni a vero e proprio gruppo, partecipato da soggetti quali Cassa di Compensazione & Garanzia (CC&G), Monte Titoli, MTS, ELITE e Gatelab (Borsa Italiana, 2021).

In merito alle principali funzioni svolte da Borsa Italiana S.p.A., sul sito della stessa società ne si trova un elenco:

- Vigiliare sul corretto funzionamento delle operazioni di Borsa;
- Definire requisiti e procedure di ammissione e permanenza sul mercato delle società emittenti;

- Definire requisiti e procedure di ammissione per gli intermediari operanti sui mercati;
- Gestire l’informativa sulle società quotate.

L’offerta di Borsa Italiana S.p.A. deve essere tale da permettere ad aziende differenti, sia in termini di dimensione che di interessi, di essere ammesse al mercato che meglio si adatti al loro obiettivo, nonché al mercato in cui poter collocare lo strumento finanziario utile al perseguimento di questo. Pertanto, risulta essere indispensabile analizzare le diverse categorie di mercato azionario in cui una società può quotarsi in Italia.

Nello specifico Borsa Italiana S.p.A. gestisce due Mercati Regolamentati, distinti in base alla tipologia di emittente che si vuole quotare, e un Sistema Multilaterale di Negoziazione. Tra i mercati regolamentati troviamo l’Euronext Milan, comprensivo del segmento denominato Euronext STAR Milan, e l’Euronext MIV Milan. Accanto a questi si colloca il Sistema Multilaterale di Negoziazione (MTF) costituito dal segmento ordinario, conosciuto come Euronext Growth Milan (EGM), e dal segmento Professionale.

1.3. Le sedi di negoziazione: il passaggio dalla MiFID alla MiFID II

Prima di poter presentare i caratteri principali dei vari mercati azionari gestiti da Borsa Italiana S.p.A., è bene accennare, seppur in maniera parziale, alla distinzione tra quello che può essere definito Mercato Regolamentato e quello che invece prende il nome di Sistema Multilaterale di Negoziazione, nonché menzionare i cosiddetti Internalizzatori Sistemati e i Sistemi Organizzati di Negoziazione.

È imprescindibile a tal scopo fare riferimento alla Direttiva europea 21 aprile 2004, n. 2004/39/CE (cd. “*Markets in Financial Instruments Directive*” o “*MiFID*”), la quale, come presentato da Ghielmi nella “*Rivista di Diritto Bancario*” (2015), andò a modificare alcuni aspetti della previgente Direttiva in materia, ovvero la Direttiva europea 10 maggio 1993, n. 93/22/CE (cd. “*Investment Service Directive*” o anche “*ISD*”), affiancando al concetto di Mercato Regolamento⁴, quello di Sistema Multilaterale di

⁴ Mercato Regolamentato: sistema multilaterale amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti aventi ad oggetto proprio degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi.

Negoziazione⁵ (MTF – Multilateral Trading Facilities) e di Internalizzatore Sistemático, presentandole quali alternative sedi di negoziazione (Trading Venues). Inoltre, l'introduzione della Direttiva MiFID comportò, per quelli che fino ad allora, affiancando i mercati regolamentati, erano conosciuti come Sistemi di Scambio Organizzato⁶, alternativamente, la possibilità di trasformarsi in trading venue (in particolare nella forma di internalizzatore sistemático) o di esercitare il servizio di negoziazione per conto proprio. Tuttavia, questi ultimi sistemi ricoprivano un ruolo residuale, essendo impiegati solo per le contrattazioni cosiddette “*after hours*”, ossia eseguite al di fuori degli ufficiali orari di scambio (Ghielmi, 2015).

Sebbene classificati come sedi di negoziazione distinte, i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione sono accomunati dal fatto che entrambi possono essere definiti come sistemi multilaterali. È proprio l'elemento della multilateralità che allontana queste sedi di negoziazione dalla categoria dell'internalizzatore sistemático. Il concetto della multilateralità si riflette nel ruolo ricoperto da un'impresa d'investimento/intermediario finanziario, quale controparte interposta tra acquirente e venditore, che, nel contesto di un'operazione di negoziazione, ha il compito di garantire l'incontro tra l'interesse di acquisto e quello di vendita, concetto diametralmente opposto a quello di bilateralità che contraddistingue, per contro, gli internalizzatori sistemáticos quali sistemi bilaterali⁷. A giustificare invece la distinzione tra mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione, è la non esclusività dell'oggetto sociale di quest'ultimi, la quale si ricollega alla possibilità che siano gestiti tanto da una società di gestione dei mercati quanto da un'impresa d'investimento. Proprio questa opzione portò l'MTF a poter essere considerato come servizio di investimento, anche se, di fatto, le regole di comportamento e organizzazione del suo gestore assomigliavano molto di più a quelle del gestore di un mercato regolamentato, più che di un fornitore di servizi d'investimento (Ghielmi, 2015, p.9).

⁵ Sistema Multilaterale di Negoziazione: circuito di negoziazione, gestito da soggetti privati, che permette l'acquisto e la vendita, mediante l'incontro di interessi di negoziazione provenienti da una pluralità di soggetti, in base a regole non discrezionali, di strumenti finanziari già quotati presso una o più borse nazionali.

⁶ Sistema di Scambio Organizzato: insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consentiva, in via continuativa o periodica, di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di dare esecuzione a tali proposte con le modalità previste dal sistema.

⁷ Sistema Bilaterale: sistema dove un'impresa di investimento intraprende ogni operazione per proprio conto e non come controparte interposta tra l'acquirente ed il venditore, senza l'assunzione di rischi.

Per completezza è bene accennare anche agli Internalizzatori Sistematici, i quali, come riporta Franza (2016), citando la MiFID, sono soggetti che negoziano “*per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione*”.

Tuttavia, il 3 gennaio 2018, con l’entrata in vigore della Direttiva europea MiFID II (Direttiva n. 2014/65/EU), recepita autonomamente dai singoli Stati componenti l’Unione, la figura dell’internalizzatore sistematico⁸ perse il ruolo di sede di negoziazione. Il motivo di tale scelta normativa fu riscontrabile proprio nell’aspetto di bilateralità delle operazioni associate allo stesso internalizzatore, il quale, impiegando capitale proprio, ai sensi della nuova direttiva, non poteva considerarsi una sede adatta alla combinazione multilaterale di interessi di acquisto e vendita, al pari di ciò che caratterizzava, al contrario, i mercati regolamentati e gli MTF (Ghielmi, 2015). Questo cambiamento, introdotto dalla MiFID II, permise di valutare le transazioni effettuate dall’internalizzatore per conto proprio come operazioni *over the counter* (OTC), ossia eseguite in un contesto esterno a quello di mercato regolamentato e/o di sistema multilaterale di negoziazione.

La MiFID II, per colmare le lacune normative lasciate dalla MiFID in merito alle negoziazioni OTC e alla mancanza, quindi, di effettiva trasparenza sulle transazioni, elementi che potevano lasciare spazio all’insorgenza di rischi sistemici, oltre ad introdurre nuove norme relative agli strumenti derivati non standardizzati, affiancò alle due sedi di negoziazione, mercati regolamentati e MTF, i cosiddetti Sistemi Organizzati di Negoziazione (OTF)⁹.

Ancora oggi, elemento comune a tutte e tre le sedi di negoziazione è la presenza di requisiti di trasparenza, organizzazione e vigilanza, differenti per tipologia di strumento negoziato, da rispettare sia nella fase pre-negoziazione che in quella post-negoziazione. Se la non discrezionalità con cui sono svolte le operazioni riflette come il maggior grado di similarità si riscontri tra mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione,

⁸ Internalizzatore Sistematico: impresa di investimento che, in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale, negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione, senza gestire, pertanto, un sistema multilaterale.

⁹ Sistema Organizzato di Negoziazione: sistema multilaterale che consente l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati.

a differenza di ciò che accade negli OTF, caratterizzati da una maggiore libertà attribuita al gestore, la neutralità della sede rappresenta il carattere trasversale a tutte e tre sedi di scambio. Garantire la neutralità della piattaforma di trading significa altresì garantire la neutralità del gestore della stessa rispetto alle operazioni, così da prevenire l'eventualità che quest'ultimo guadagni a discapito dei suoi clienti. La direttiva comunitaria si prefigge di perseguire proprio questo obiettivo, negando al gestore di avvalersi di risorse proprie nelle negoziazioni e facendo rientrare tra gli internalizzatori sistematici, e quindi escludendo dal novero dei trading venues, i soggetti che, al contrario, impiegano capitale proprio (Ghielmi, 2015).

1.4. I mercati azionari gestiti dal gruppo Borsa Italiana

Ora che è stata data una specificazione delle varie tipologie di sedi di negoziazione, si possono andare ad analizzare più da vicino quelli che sono i mercati equity, comprensivi di eventuali loro segmenti, gestiti ed organizzati dal gruppo Borsa Italiana ai quali si accennava alla fine del paragrafo 1.2., ossia Euronext Milan e segmento STAR, Euronext MIV Milan, Euronext Growth Milan e segmento Professionale.

1.4.1. Euronext MIV Milan – Mercato Degli Investment Vehicles

Il primo aspetto da sottolineare in merito al mercato Euronext MIV Milan riguarda la sua denominazione. Infatti, prima di essere così definito, questo mercato era conosciuto semplicemente come MIV (Mercato dei Veicoli di Investimento). Con un Comunicato ufficiale del 22 ottobre 2021, Euronext specifica come, solo a partire dal 24 ottobre dello stesso anno, il mercato in questione è noto come Euronext MIV Milan. Questo minimo cambiamento di denominazione avvenne in seguito al passaggio di Borsa Italiana al gruppo Euronext N.V., probabilmente al fine ispirarsi al “marchio” del gruppo Euronext stesso.

Nel report *“Euronext MIV Milan: the Italian Market for Investment Vehicles”* (2021), Borsa Italiana spiega come il mercato in questione sia dedicato ai soggetti cosiddetti “veicolo”, il cui obiettivo è investire nell'economia reale. Tra i veicoli d'investimento si identificano i Fondi d'Investimento Alternativi (AIF – Alternative Investment Funds) e altri soggetti che non rientrano nella categoria AIF, come, ad esempio, le SPAC (Special Purpose Acquisition Companies), ossia veicoli societari non operativi che hanno come unico intento quello di sfruttare la quotazione in Borsa per integrarsi poi più facilmente con una società non quotata, cosiddetta “target” (Paoletti,

2017), che, in caso di buon esito dell'operazione, automaticamente diventerebbe quotata (Imperatore, 2023).

Il mercato MIV si divide in due settori, uno dedicato ad investitori retail ed istituzionali e l'altro dedicato esclusivamente ai secondi, aspetto che permette la raccolta di capitali da un'ampia gamma di soggetti. In merito agli emittenti, questi possono essere sia domestici che internazionali, l'importante è che siano autorizzati a negoziare anche in Italia. Il MIV è un mercato definibile neutrale rispetto alle strategie d'investimento, nel senso che queste ultime non incidono sulla possibilità di un veicolo di entrare in tale mercato. Il soggetto potrebbe adottare analogamente una strategia di venture capital, private equity, private debt, piuttosto che seguirne una rivolta verso un settore specifico come ad esempio quello delle infrastrutture, quello immobiliare o quello delle energie rinnovabili. Questa caratteristica del mercato riflette proprio l'ampia flessibilità offerta agli emittenti in termini di scelta delle politiche d'investimento, permettendo loro addirittura di intraprendere una strategia che sia, in realtà, una combinazione delle alternative sopra citate.

1.4.2. Euronext Growth Milan (EGM)

Il secondo mercato da prendere in considerazione è l'Euronext Growth Milan (EGM), il quale altro non è che l'ex AIM Italia. Il passaggio di nome risulta, anche qui, essere giustificato dalla policy di "rebranding" adottata dal gruppo Euronext a seguito dell'entrata di Borsa Italiana nel gruppo stesso (Tessa, 2021).

Il primo aspetto da ricordare è che l'EGM non è un mercato regolamentato, ma rientra tra i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e come tale potrebbe quindi essere gestito da banche o sim (società di intermediazione mobiliare) autorizzate. Tuttavia, questo mercato viene gestito e organizzato sempre da Borsa Italiana e, come disciplina il Regolamento Emittenti, è dedicato primariamente agli strumenti azionari non complessi.

Tale mercato è la principale sede di negoziazione di capitali dedicata alle PMI dinamiche e competitive che intendono adottare un approccio di tipo regolamentare equilibrato per entrare a far parte del mercato. A queste imprese, infatti, come riporta la stessa Borsa Italiana nel report "*Borsa Italiana per le PMI*" (2024), viene offerto un percorso di quotazione fortemente modulato sulla loro struttura. Questa impostazione del segmento "standard" di EGM lo distingue dal suo segmento Professionale, il quale, pur

essendo dedicato sempre alle PMI, adotta un orientamento più graduale nel permettere a tali imprese di accedere al mercato.

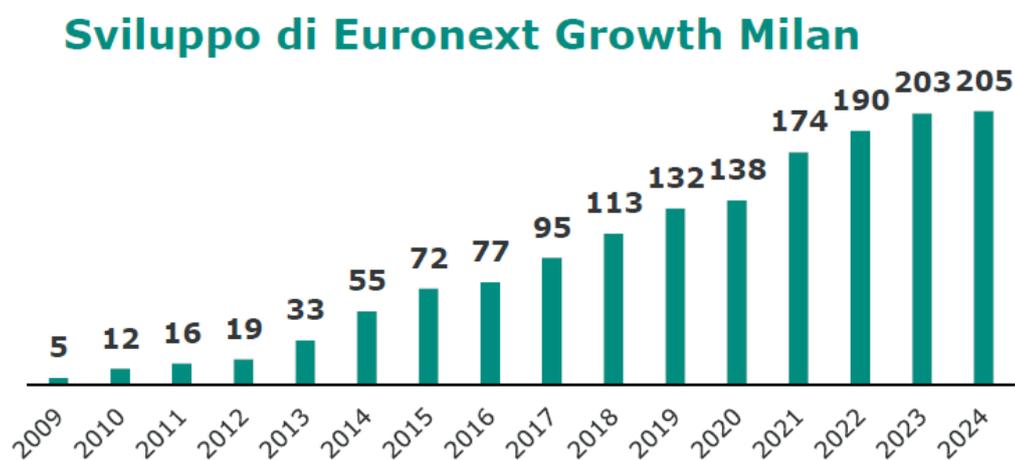
L'offerta rivolta da Borsa Italiana alle PMI è pensata dunque per soddisfare, da un lato, le esigenze delle piccole e medie imprese che già ritengono di aver messo in piedi un'azienda di successo e il cui obiettivo è quello di supportare ulteriormente la crescita di tale azienda grazie alla raccolta di risorse finanziarie attraverso un percorso semplice e flessibile; dall'altro, per rispondere ai bisogni di quelle PMI che si stanno gradualmente impegnando nel processo volto a definire delle strutture idonee a far fronte alla competitività del mercato stesso. Il segmento Professionale, inoltre, riferisce sempre Borsa Italiana, punta ad attirare l'attenzione di start-up e scale-up, che, nonostante abbiano già messo in commercio un prodotto o servizio (da meno di un anno), non hanno ancora espletato tutti i processi previsti dal modello di business.

Secondo quanto riportato su un articolo del Magazine "Crowdfundingbuzz" (2023), il segmento professionale di EGM, per la sua facilità di accesso, la minima burocrazia che lo caratterizza e la sua flessibilità regolamentare, potrebbe essere considerato per gli emittenti come la fase antecedente al passaggio sul mercato EGM, il quale, a differenza di EGM-Pro che si rivolge alla clientela professionale, si indirizza anche a quella retail. Inoltre, questo segmento è funzionale anche a quelle società che vogliono intraprendere un'operazione di *Just Listing*, ovvero, come spiegato da BDO Italia S.p.A. nell'articolo "*Il 2023 chiude con 33 IPO sul listino Euronext Growth Milan, in aumento rispetto alle 28 del 2022*", quel tipo di quotazione per la quale la società procede all'offerta solo dopo che si sono presentate condizioni di mercato migliori rispetto a quelle riscontrate in sede di ammissione, evidenziando, così, più che la necessità immediata di reperire capitali, l'intento di promuovere la propria visibilità.

Spostando l'attenzione sull'andamento del mercato EGM nel corso del tempo, ed in particolare considerando il periodo compreso tra il 2009 e il marzo di quest'anno, si riscontra un trend in crescita nel numero di società operanti in esso.

A dimostrazione di ciò, la Figura 2 mostra come dalle 5 società appartenenti al mercato nel 2009, il numero sia salito a 205 nel marzo 2024, segno di una notevole intensificazione sia dal lato dell'offerta che della domanda.

Figura 2. Sviluppo di Euronext Growth Milan (Marzo 2024)



Fonte: Borsa Italiana, PMK, dati di mercato aggiornati al 28.03.2024. Estratto da: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>

Interessante è anche notare come questi 205 business non si concentrino tutti su uno specifico settore, ma, al contrario, si distribuiscano tra ben 11 industrie differenti, con quote di capitalizzazione, chiaramente, altrettanto diverse. Tra i settori chiamati in causa, a fare da padroni con quote maggiori sono quello industriale (25,3%), seguito rispettivamente da quello cosiddetto “consumer discretionary” (22,2%) e quello tecnologico (17,3%). Complessivamente, il mercato, nel marzo 2024, risultava avere un valore di capitalizzazione di circa 7,8 miliardi di euro, con una media che si aggirava intorno ai 39,6 milioni di euro. Questa serie di dati numerici riflette come il tessuto imprenditoriale italiano si dimostri pertanto caratterizzato prevalentemente da piccole e medie imprese, che, grazie alla vasta offerta di Borsa Italiana, sono poste nelle condizioni di scegliere la strada a loro più affine per supportare la propria crescita.

1.4.3. Euronext Milan (EXM)

Ultimo mercato da esaminare è l'ex Mercato Telematico Azionario (MTA), oggi, per lo stesso motivo citato in precedenza, conosciuto come Euronext Milan (EXM). L'Euronext Milan è un mercato regolamentato che, nel contesto italiano, ricopre il ruolo di principale

sede di negoziazione gestita ed organizzata da Borsa Italiana. In questo mercato vengono negoziate azioni, azioni SIIQ¹⁰, diritti di opzione, obbligazioni convertibili e warrant.

Se l'EGM e il suo segmento Professionale sono orientati alle esigenze di tutte le pmi, l'Euronext Milan è dedicato alle imprese di media e grande dimensione, maggiormente strutturate. Tuttavia, anche le pmi possono accedere a tale mercato, ed in particolare al segmento Euronext STAR Milan, il quale, nato nel 2001, si figura, per le pmi (40Mln < Mkt Cap. < 1Mld) con specifiche caratteristiche, quale sede di negoziazione alternativa all'Euronext Growth Milan.

Come riportato nel sito di Borsa Italiana e nel report *“Borsa Italiana per le pmi”* (2024), le condizioni per essere ammessi al mercato EXM sono armonizzate alle best practice internazionali, così da fornire a medi e grandi imprenditori italiani un'ottima via per accedere alla liquidità internazionale. Parlando di cifre, il suddetto report espone come nel marzo di quest'anno il mercato Euronext Milan e il segmento Euronext STAR Milan, presentavano complessivamente una mkt cap. di 871,8 Mld di euro, distribuiti tra 223 società, di cui 142 pmi (con Mkt Cap. < 1 Mld), operanti in 11 settori differenti. Tra queste 223 realtà, inoltre, 71 risultavano attive sul segmento STAR e contribuivano al valore di capitalizzazione totale per 50,4 Mld di euro. Rilevante è anche sottolineare come dal 2011 a marzo 2024, 28 società quotate su EGM siano passate ad EXM, e di queste, 16 sul segmento STAR.

Il segmento STAR di Euronext Milan potrebbe essere definito come la parte di mercato che richiede maggiori “sacrifici” ai soggetti che desiderano accedervi. I requisiti da rispettare per poter operare in questo segmento sono infatti più stringenti rispetto a quelli caratterizzanti il comparto ordinario e riguardano tanto la liquidità, quanto la trasparenza informativa e la corporate governance. L'acronimo STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti), infatti, fa proprio riferimento alla presenza delle rigide condizioni che gli emittenti devono rispettare al fine di poter ottenere l'ammissione ed assicurarsi la conseguente permanenza nel listino in questione.

Sebbene l'accesso a tale segmento non sia così scontato, le società che vengono ammesse trovano una compensazione agli sforzi fatti per soddisfare i molteplici requisiti, ottenendo una maggiore visibilità agli occhi degli investitori, anche grazie alla possibilità

¹⁰ SIIQ: società d'investimento immobiliare quotata.

di partecipare alla STAR Conference¹¹ organizzata da Borsa Italiana stessa, iniziativa volta a facilitare la raccolta di capitali domestici e non per gli emittenti partecipanti (Borsa Italiana, 2024). Nel Comunicato “*Al via la Euronext STAR Conference 2024*” (2024), pubblicato sul sito di Euronext, viene proprio messo in evidenza questo aspetto, ovvero come il segmento STAR, per gli standard d’eccellenza richiesti alle società, oltre che per la diversificazione settoriale degli operatori da cui è rappresentato, possa essere un ottimo percorso d’investimento nel contesto delle realtà a medio-bassa capitalizzazione.

1.4.4. Conclusione

In conclusione, si può quindi affermare come i mercati sopra analizzati, gestiti ed organizzati dal gruppo Borsa Italiana, riflettano al meglio una vasta e diversificata offerta, simbolo della forza di un grande gruppo come Euronext. Offerta altresì idonea a soddisfare la necessità di risorse finanziarie delle diverse tipologie di imprese, le quali, sulla base delle proprie caratteristiche e dei propri obiettivi, hanno così la possibilità di scegliere il listino a loro più adatto.

¹¹ Euronext STAR Conference: incontro dedicato alle società quotate nel Segmento Euronext STAR Milano, agli investitori istituzionali nazionali e internazionali e all'intera comunità finanziaria in cui le aziende STAR possono presentarsi spiegando il loro business e i propri piani di crescita attraverso incontri fisici one-to-one e di gruppo con investitori istituzionali.

Capitolo II - Il processo di quotazione in Borsa (IPO)

Una volta introdotti alcuni dei mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A., è interessante capire quali siano i principali fattori che spingono una società a diventare pubblica offrendo i propri titoli sul mercato e come funziona l'iter attraverso il quale tale offerta si concretizza, ossia il cosiddetto processo di quotazione. Allo stesso tempo, però, non si può ignorare il fatto che la scelta di quotarsi sul mercato non sia immediata, ma richieda piuttosto tempo per la complessità che la caratterizza. La società intenzionata a quotarsi non si limita infatti a scegliere in quale mercato entrare, ma deve anche definire, ad esempio, l'oggetto e il volume dell'offerta con cui si rivolgerà al pubblico, nonché il momento più opportuno per procedere. Questi ed altri elementi devono essere analizzati sulla base di un approccio che permetta di valutare la convenienza economica della scelta di quotazione, ossia prendendo in considerazione non solo gli effetti potenzialmente positivi che potrebbero ricadere sulla società stessa una volta entrata nel mercato, ma anche i costi e la durata del processo, nonché eventuali ripercussioni negative che potrebbero influenzare la continuità aziendale del soggetto in questione.

Il capitolo, pertanto, si impegna a presentare in termini generali, innanzitutto, il tema della quotazione sul mercato (IPO – Initial Public Offering), tentando poi di approfondire più da vicino il processo di quotazione stesso, analizzandone le fasi, gli attori coinvolti, le tempistiche, i costi, i benefici e tutti gli aspetti inerenti che è bene che l'imprenditore valuti prima di fare la sua scelta.

2.1. Che cosa si intende per IPO e quali sono le sue diverse tipologie

La prima cosa da fare per poter studiare il processo di quotazione sul mercato da parte di un'impresa è definire il concetto di Initial Public Offering (IPO). Il glossario finanziario di Borsa Italiana definisce l'IPO come una *“particolare tipologia di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione finalizzata all'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato”*.

Analizzando questa definizione, quello che cade immediatamente sotto l'attenzione del lettore è il fatto che l'IPO possa essere alternativamente conseguita in due forme tecniche diverse: IPO quale Offerta Pubblica di Vendita (OPV) e IPO quale Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS).

Essenzialmente, come viene spiegato dalla Dott.ssa Concas nell'articolo *“L'Offerta al pubblico di prodotti finanziari”*, pubblicato nel portale giuridico online

“*Diritto.it*” (2013), entrambe, OPV e OPS, rappresentano un appello al pubblico volto ad incentivare, rispettivamente, l’acquisto e la sottoscrizione di prodotti finanziari. L’unico aspetto che distingue queste due forme di offerta riguarda il fatto che, da un lato, l’offerta pubblica di vendita prevede l’acquisto di asset già emessi; dall’altro, l’offerta pubblica di sottoscrizione contempla, appunto, la sottoscrizione di strumenti di nuova emissione. Essenzialmente, come spiega Arlotta (2008), la proprietà, inizialmente, si troverà a decidere se quotarsi attraverso la vendita di azioni esistenti (OPV) o mediante un aumento di capitale (OPS), definendo così la configurazione dell’operazione. Esiste poi un’altra forma tecnica di IPO, la quale deriva dalla combinazione delle due appena citate: l’Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS). Questa, essendo appunto una modalità mista, prevede che la società offra al pubblico parte di azioni di nuova emissione e parte di azioni già in possesso degli originari azionisti.

Un altro elemento iniziale da prendere in considerazione quando si parla di quotazione è lo strumento o gli strumenti attraverso i quali l’impresa ha intenzione di entrare nel mercato, scelta che incide sul tipo di listino in cui il soggetto si posizionerà. Le alternative, è risaputo, sono molteplici e comprendono azioni, obbligazioni, derivati, diritti di opzione ecc. Tuttavia, secondo Chemmanur T.J. et al. (2010), solitamente, un’impresa diventa “pubblica”, quotandosi nel mercato, attraverso un’offerta di natura azionaria, per poi, in un momento successivo, valutare se presentare offerte che non abbiano come oggetto l’equity. È bene specificare, pertanto, che, per scelta, questa analisi si baserà sul considerare i mercati italiani in cui una società si può quotare offrendo, alla platea di investitori, titoli di tipo azionario, ossia l’ex mercato MTA (oggi EXM), il suo segmento STAR e l’ex mercato AIM Italia (oggi EGM), comprensivo del suo segmento Professionale (Annunziata, 2022).

L’Initial Public Offering rappresenta una scelta strategica che potrebbe cambiare in maniera radicale il futuro dell’impresa e non deve, per questo, essere vista solamente come una via attraverso cui ricercare fonti di finanziamento. Quotandosi, infatti, l’impresa passa da essere privata a pubblica, permettendo alle sue azioni di essere negoziate in Borsa (Adonopoulos e Ashford, 2023) ad un determinato prezzo di scambio, che, essendo la Borsa un mercato guidato dalla legge domanda-offerta (Tesone, 2022), risulta però essere variabile e quindi determinante sull’andamento economico-finanziario dell’emittente stesso.

I titoli che vengono posti sul mercato attraverso l'IPO vanno a definire quello che prende il nome di flottante, la cui soglia può variare a seconda del listino in cui l'impresa entra. Il flottante, anticipando un tema che verrà trattato in una sezione successiva dell'elaborato, rappresenta uno dei molteplici requisiti che è necessario soddisfare per poter essere ammessi al mercato, accanto a quelli volti a garantire la trasparenza informativa verso il pubblico e quelli associati all'assetto organizzativo della società.

2.2. Le possibili ragioni alla base della scelta di Listing

Innanzitutto, è fondamentale sottolineare come, per una società, affacciarsi al mercato dei capitali rappresenti una modalità di raccolta alternativa a quella tradizionale, ossia l'indebitamento, in particolare quello bancario, e permetta, di conseguenza, al soggetto di ridurre la dipendenza dal sistema creditizio (Studio Righini, sd). La quotazione, infatti, rende possibile raccogliere capitale di rischio utile a sostenere eventuali prospettive di crescita che il management ha in mente per il futuro della società. I proventi che la società potrebbe conseguire da ciò possono, non solo essere impiegati per sviluppare e migliorare l'attività imprenditoriale, ma anche per saldare eventuali debiti che la società potrebbe avere verso terzi (Adonopoulos e Ashford, 2023).

Questo però è solo uno dei motivi che potrebbero spingere una società a quotarsi. Aprire il proprio capitale al mercato è infatti una decisione complessa, fonte di cambiamento, non solo in termini di canali di finanziamento, ma anche a livello di sistema proprietario e manageriale, di relazioni con clienti e fornitori e, in generale, con l'ambiente finanziario con cui interagisce la società.

Come riporta infatti Benedetti (2015) nella presentazione *“Il processo di quotazione in Borsa Italiana”*, pubblicata dal London Stock Exchange Group, la quotazione può essere vista come soluzione univoca di diverse problematiche. Quotarsi, sempre secondo Benedetti (2015), di fatto, permetterebbe alla società di finanziare la propria crescita, aumentare la capacità competitiva, diversificare le fonti di finanziamento, incrementare la forza contrattuale nei rapporti con i fornitori, facilitare il passaggio generazionale, attrarre risorse qualificate, dare liquidità al capitale e garantire trasparenza al valore. Inoltre, tale scelta potrebbe essere presa per accontentare quegli azionisti che vorrebbero vendere la loro quota o parte di essa, offrendo loro una via semplice e veloce. Se infatti la società non fosse quotata, gli azionisti in questione dovrebbero attivarsi nella ricerca di una controparte disposta ad acquistare la loro

partecipazione e questo implicherebbe il sostenimento di costi non trascurabili, anche in termini di tempo (Pagano et al., 1998). L' IPO, altresì, sempre secondo Pagano et al. (1998), può essere un ottimo modo attraverso cui i possessori originari delle azioni della società quotanda possono diversificare il loro portafoglio di investimenti. Nello specifico la diversificazione può avvenire, alternativamente, liquidando le azioni della società quotanda e, conseguentemente, investendo in altri asset con la liquidità ottenuta dal disinvestimento, oppure, aspettando che la società raccolga nuovo capitale di rischio a seguito dell' IPO per poi acquisire quote in altre società. Quanto appena detto può essere sintetizzato nel concetto di *exit strategy*, ossia la strategia attraverso cui gli azionisti originari della società che si quota possono uscire totalmente o parzialmente dall'investimento (Perrini, 2000), o perché spinti dal desiderio di diversificare il proprio portafoglio o perché magari non soddisfatti dell'operazione conseguita, “*senza che ciò comporti impegni finanziari per gli altri azionisti o per la società stessa*” (Capuano et al., 2001). In ogni caso, a tale tema si lega quello del passaggio generazionale, il quale, al pari di Benedetti (2015), viene considerato un vantaggio associato alla quotazione anche da Perrini (2000). Quest'ultimo crede infatti che la quotazione sia uno strumento utile a garantire il riassetto societario senza necessariamente comportare la perdita di controllo da parte degli azionisti di maggioranza, facilitando, per contro, il passaggio generazionale. Nonostante ciò, è normale che la proprietà abbia comunque un occhio di riguardo rispetto all'entrata in Borsa della società della quale detiene la titolarità.

Accanto a questa serie di ragioni, per Tesone (2022), la quotazione risulta essere anche uno dei metodi più facili per attrarre potenziali investitori. Considerando una società per azioni, nel caso in cui questa sia quotata, per l'investitore interessato sarà più semplice acquisire una quota di partecipazione acquistando alcune delle sue azioni sul mercato, rispetto che acquistandole attraverso un contratto stipulato con la società stessa, circostanza che si verificherebbe qualora quest'ultima non fosse quotata. Inoltre, sempre secondo Tesone (2022), in questo modo si riuscirebbero ad evitare gran parte dei costi di transazione previsti a fronte del coinvolgimento di figure capaci di mediare tra le parti.

Ancora poi, il *listing* fa sì che la società appaia, agli occhi degli investitori, più affidabile, per il fatto di essere soggetta al controllo di autorità indipendenti (ad esempio la Consob in Italia) e al rispetto di norme di trasparenza (Tesone, 2022). La tesi per cui gli investitori siano maggiormente attratti nei confronti di una società quando questa è quotata è condivisa anche da Adonopoulos e Ashford (2023), le quali aggiungono che chi

vuole investire sia invogliato a farlo al prezzo iniziale, il quale, qualora l'azienda fosse considerata prestigiosa, dovrebbe poi salire, garantendo agli investitori stessi un guadagno dovuto all'incremento di valore delle azioni possedute. Nonostante ciò, le stesse Adonopoulos e Ashford (2023) avvertono che, per l'investitore, investire in azioni in un contesto di offerta pubblica iniziale potrebbe anche comportare dei rischi, i quali apparirebbero superiori rispetto al caso in cui investisse in una società già quotata da tempo sul mercato. Questo perché le informazioni disponibili, relative alla società che si affaccia alla quotazione, sono fortemente limitate rispetto a quelle inerenti al soggetto che ormai da tempo conosce la Borsa. Il problema associato quindi all'alea di incertezza, tipico delle decisioni d'investimento, dimostra come il quotarsi in Borsa da parte di una società non per forza implichi, per chi investe nel suo capitale, il buon esito dell'investimento stesso.

Tuttavia, quest'ultimo aspetto menzionato, associato alla migliore immagine con cui la società che si quota viene percepita, secondo Röell (1996) è strettamente connesso al tema della pubblicità. La quotazione, per alcuni, potrebbe infatti essere ritenuta una mossa di marketing, utile a migliorare la visibilità nei confronti dei terzi. Questo perché operazioni di un certo rilievo, come può esserlo una quotazione, difficilmente sfuggono all'attenzione dei media (Capuano et al., 2001), che, in questo modo, altro non fanno che fornire pubblicità gratuita al soggetto quotato.

Anche il prezzo a cui sono scambiate le azioni una volta che la società si quota può essere considerato un elemento strettamente connesso al tema dell'immagine dell'emittente. Se pensiamo infatti al prezzo delle azioni sul mercato secondario come uno strumento che riflette il valore della società, è logico che, se questa presenta un buon andamento di mercato, ci si aspetterà che i terzi la reputino come una controparte sicura con cui relazionarsi e che i dipendenti percepiscano il loro lavoro sufficientemente stabile. Il tutto fornisce all'emittente un'ottima strada per rafforzare la propria quota di mercato, conseguendo, nel contempo, effetti positivi in termini di prestigio e affidabilità agli occhi altrui. Opportunità, questa, dalla quale anche il management aziendale potrebbe trarre beneficio. Gli obiettivi, infatti, raggiunti dalle funzioni dirigenziali, essendo queste, a fronte della quotazione, parte di una realtà esposta al pubblico, verranno divulgati al mercato in maniera tempestiva, nel rispetto degli obblighi di trasparenza informativa, e, se positivi, potranno essere interpretati come fattore di successo a livello manageriale della società (Perrini, 2000). I manager stessi potranno essere inoltre premiati attraverso

piani di stock option¹², funzionali anche ad intensificare la loro partecipazione all'attività imprenditoriale, nonché la fiducia nei confronti della società (Capuano et al., 2001).

Se da un lato comunque la quotazione, per una società, può essere vista come un supporto volto a sostenere piani di investimento e politiche di sviluppo o innovazione, dall'altro, non bisogna tralasciare il fatto che, per l'imprenditore, quotarsi significa anche impiegare risorse economiche, tecniche e umane, al fine di poter sostenere decisioni strategiche, di governance, organizzative e gestionali, richieste lungo tutte le fasi del processo di quotazione (Arlotta, 2008). Arlotta (2008) specifica come le risorse derivanti a seguito dell'entrata in Borsa potrebbero permettere all'impresa in questione, ad esempio, di espandere il proprio business in nuovi mercati, nonché di migliorare gli assetti di governance per ottemperare alle esigenze in tema di controllo e governo societario, allineando i propri processi di organizzazione aziendale alla prassi del mercato.

Tutti gli aspetti precedentemente elencati possono essere ritenuti delle motivazioni volte ad indurre una società a quotarsi, interpretabili quali potenziali vantaggi che potrebbero scaturire a seguito della suddetta decisione. Nell'articolo "*Guida essenziale per la quotazione in borsa per le pmi*", pubblicato nel portale di iCRIBIS (sd), vengono menzionati ulteriori aspetti positivi quali conseguenze che potrebbero risultare dall'entrata nel mercato. Tra questi, la già citata agevolazione all'accesso di nuovi capitali da utilizzare, oltre che per raggiungere obiettivi di business, anche per portare a termine un'eventuale operazione di acquisizione, con la possibilità di offrire le azioni quotate alla società target come mezzo di pagamento (Arlotta, 2008). Un altro vantaggio riguarda l'opportunità di migliorare il proprio standing creditizio, facilitando così l'ottenimento di affidamenti o comunque riuscendo a godere di condizioni, quali tassi, importi o termini, migliori, il tutto dovuto ad una maggiore credibilità derivante dallo status di società quotata. Idea, quest'ultima, condivisa anche da Röell (1996), la quale aggiunge, citando Pagano et al. (1995), come, per l'emittente quotato, la possibilità di ottenere migliori condizioni sui prestiti, possa essere anche considerata quale conseguenza di una maggiore competitività tra coloro che forniscono risorse finanziarie, i quali, per relazionarsi con la

¹² Stock option: strumenti di incentivazione che vengono solitamente concessi al top management e ai membri del consiglio di amministrazione di un'azienda oppure a dipendenti. Tali piani assegnano al dipendente la facoltà di acquistare (o di assegnare), nel caso si utilizzino azioni emesse in precedenza, o di sottoscrivere, nel caso si utilizzino azioni di nuova emissione, titoli rappresentativi del capitale di rischio della società. L'obiettivo è quello di vincolare una parte del salario all'andamento del titolo sul mercato, stimolando così i dipendenti ad incrementare la propria produttività al fine di migliorare l'efficienza e la redditività del gruppo.

società in questione, faranno di tutto per offrirle condizioni più vantaggiose rispetto agli altri. A tal riguardo, Pagano et al. (1998) ritengono, invece, che il minor costo del finanziamento bancario possa attribuirsi o alla presenza di un maggior numero di informazioni qualitativamente migliori, sul soggetto in questione, o ad una maggiore forza contrattuale dell'impresa nei confronti del sistema bancario, dovuta alla possibilità di reperire risorse da fonti alternative.

In aggiunta, la quotazione, come già implicitamente detto sopra, potrebbe essere un ottimo modo per accrescere la visibilità e la reputazione societaria, rafforzando così il potere contrattuale sui mercati di approvvigionamento e di prodotti/servizi. Per di più ci sono poi benefici che ricadono sulla sfera del management e dei dipendenti della società, i quali, grazie alla quotazione, che promuove l'azionariato degli stessi, possono essere maggiormente coinvolti nell'attività d'impresa, anche ricevendo notizie immediate sulle decisioni prese dal management. Questa maggiore inclusione determina, a sua volta, un incremento di fiducia e impegno nel lungo termine da parte dei dipendenti stessi della società, grazie al riconoscimento a questi ultimi della correlazione tra successo aziendale e valore della loro partecipazione. Tuttavia, dallo studio fatto da Ransley (1984), è emerso che, se per alcuni soggetti la quotazione sia fondamentale per poter motivare il management e i dipendenti, per altri, questo risultato corrisponda al normale esito del diffondersi del segnale relativo alle intenzioni di crescita dell'impresa stessa.

Infine, sebbene gli obblighi inerenti alla trasparenza informativa possano sembrar ostacolare la scelta di quotazione, in realtà fanno sì che l'imprenditore si impegni a ridefinire i sistemi di controllo societari, affinché le norme siano rispettate, rendendoli così idonei a consentire la comprensione di obiettivi e risultati del management d'azienda. Adottare sistemi di governance strutturati è reputato un vantaggio anche nell'articolo "*La Quotazione Sul Mercato AIM Italia*", nel quale viene riconosciuto come un ottimo modo per incrementare l'efficienza della struttura societaria.

Benché quelli finora nominati siano classificabili come potenziali vantaggi derivanti dalla quotazione in Borsa, per Benedetti (2015), non tutti i player possono aspettarsi di trarne beneficio. Infatti, l'autore ritiene che ci siano dei fattori chiave utili a identificare quei soggetti per i quali l'entrata nel mercato potrebbe effettivamente essere fonte di molteplici vantaggi, e questi sono:

- Orientamento alla creazione di valore;

- Piano industriale con strategie chiare;
- Buon posizionamento competitivo;
- Struttura finanziaria equilibrata;
- Autonomia gestionale;
- Marginalità crescente;
- Ottimi sistemi manageriali.

Insomma, è questo il mix di caratteristiche che, secondo Benedetti (2015), dovrebbe possedere colui che dalla quotazione potrebbe almeno sperare di trarre qualche beneficio.

Sebbene, in generale, le ragioni che spingono un soggetto a quotarsi siano per la maggior parte condivise in letteratura, come riporta Röell (1996), ci possono essere pensieri differenti in merito all'importanza che queste motivazioni ricoprono nel ruolo di fattori volti ad incentivare l'entrata nel mercato. Röell (1996), studiando il perché un'impresa dovrebbe diventare "pubblica", nel lavoro *"European Economic Review"* (1996), espone come alcuni studiosi ritengano, quale ragione principale alla base della scelta di quotarsi, la possibilità di crescere attraverso una successiva acquisizione, seguita da quella di raccogliere risorse per una crescita organica, facilitando il rifinanziamento dei debiti correnti. Al contrario, per altri, far parte di un listino borsistico significa, in primis, poter implementare nuove politiche d'investimento, e solo dopo, risulta essere una via per ripagare i debiti. Infine, ci sono coloro che condividono l'ipotesi per cui la quotazione faciliti l'attuazione di operazioni straordinarie, benchè ritengano sia più sensato sfruttare il listing per sviluppare programmi d'investimento già avviati, piuttosto che per intraprenderne di nuovi.

Nonostante l'ordine di importanza delle molteplici ragioni che spingono alla quotazione possa essere eterogeneo per i diversi studiosi, anche Röell (1996) è d'accordo con l'idea che, in ogni caso, l'entrata nel mercato sia tale da permettere all'impresa di ottenere più facilmente nuove risorse finanziarie da utilizzare nella maniera che più ritiene opportuna, aggiungendo oltretutto come la raccolta possa avvenire in modi tra loro differenti. Tuttavia, se da un lato l'autrice crede che da tale scelta l'equity dell'impresa si possa rafforzare e il debito in eccesso limitare, dall'altro pensa che, a meno che non ci sia una buona base di liquidità, quotarsi non possa essere sufficiente per garantire la sostenibilità di tale risultato. Röell (1996) è convinta del fatto che il listing porti nuova

finanza a favore dell'impresa, ma sostiene anche che, qualora si collocassero le azioni nelle mani di pochi grandi investitori, le negoziazioni avverrebbero con poca frequenza e il costo per entrare nel mercato, probabilmente, verrebbe coperto solo parzialmente, anche a causa di ingenti spese per la ricerca di un'eventuale controparte disposta a comprare ampi pacchetti azionari, rendendo così la quotazione poco conveniente. Al contrario, un'impresa orientata alla collocazione di titoli in favore di una pluralità eterogenea di investitori, vedrà con molta probabilità nell'entrata nel mercato un'ottima opportunità per trarre benefici. Avere dunque un buon grado di diversificazione a livello di collocamento, e quindi un'estesa base azionaria, implica poi una maggiore capacità di ridurre la rischiosità dell'operazione, grazie allo stesso principio su cui era incentrata la teoria di portafoglio di Markowitz, ovvero la condivisione del rischio tra più soggetti. Sulla base di ciò, Chemmanur e Fulghieri (1995) definiscono la decisione di quotarsi come un trade-off tra costi d'informazione e condivisione del rischio. Capire quale tra i due fattori prevale sull'altro permette all'imprenditore di fare la scelta economicamente più conveniente tra prendere parte o meno al mercato.

Accanto al binomio diversificazione-condizione del rischio, Pagano e Röell (1995) sostengono che ci sia un'altra ragione per cui sarebbe preferibile avere tanti piccoli azionisti rispetto ad averne pochi, ma di grandi dimensioni, e cioè un minor rischio per i proprietari originari della società di veder nuovi forti azionisti interferire eccessivamente nelle decisioni, suscitando lo scoppio di eventuali conflitti d'interesse.

Röell (1996), ancora, sempre a sostegno della tesi iniziale per cui la quotazione sia uno strumento per raccogliere capitale, afferma come avere un attivo mercato dell'equity in cui le proprie azioni vengono scambiate tra le parti, agevoli anche la raccolta di risorse finanziarie differenti dal capitale di rischio. Ipotesi sostenuta anche da Anderson (1994), il quale giustifica ciò condividendo l'opinione per cui il prezzo a cui le azioni di una società quotata sono vendute nel mercato rifletta il valore della stessa società emittente. Di conseguenza, ad un mercato attivo corrisponde una maggiore domanda di azioni; maggiore sarà la domanda più alto sarà il prezzo; più alto sarà il prezzo e maggiore sarà il valore della società; maggiore sarà il valore della società e più semplice sarà per questa reperire capitale.

In conclusione, Ransley (1984) ritiene ci siano ulteriori benefici associati al processo di quotazione, ad esempio la possibilità di creare strette relazioni professionali

con consulenti e broker che interagiscono con l'impresa durante il processo stesso, piuttosto che riuscire a sviluppare una solida struttura manageriale e finanziaria volta a supportare l'impresa nella sua attività.

La quotazione, come specificato ormai più volte, sì, può essere un mezzo attraverso cui raccogliere risorse finanziarie, parte delle quali potrebbero essere utilizzate per sviluppare e/o implementare eventuali politiche d'investimento che l'impresa fino ad allora non era riuscita a sostenere finanziariamente; tuttavia, questa affermazione non sempre, a livello pratico, trova concretizzazione. Pagano et al. (1998), ad esempio, analizzando il tema IPO in Italia, sono giunti alla conclusione che molte delle imprese, a seguito della quotazione, subiscono una contrazione dei profitti e degli investimenti, nonché della leva finanziaria, contrariamente a quanto esposto in precedenza, elencando i possibili benefici conseguenti all'IPO. Gli autori, addirittura, aggiungono come, viceversa, spesso, l'IPO possa essere utilizzata al fine di ribilanciare la struttura finanziaria a seguito di un periodo di ampi investimenti e alta crescita. Questo aspetto, dicono, sulla base del campione da loro analizzato, è condiviso con altri Paesi europei, come Spagna e Svezia e si contrappone, invece, a ciò che avviene negli Stati Uniti d'America, dove difficilmente gli investimenti delle imprese quotate decrescono.

Sempre attraverso il loro studio, Pagano et al. (1995) dimostrano, in questo caso, di essere d'accordo con l'ipotesi per cui, quotandosi, l'impresa potrebbe accedere al finanziamento bancario sostenendo un costo d'indebitamento inferiore rispetto a prima dell'entrata nel mercato, anche se non sempre risulta essere così, come afferma Planell (1995) studiando il contesto IPO in Spagna. Pagano et al. (1995) sottolineano inoltre che quello che spesso accade dopo il listing è essenzialmente un'estensione nel numero di soggetti verso cui l'impresa prende a prestito, unitamente alla riduzione del rischio di concentrazione. Vien da sé quindi immaginare che l'IPO sia maggiormente attraente per quelle imprese che si sono sempre trovate a pagare alti tassi d'interesse verso pochi e concentrati fornitori di credito.

Sebbene gran parte di quanto esposto nel paragrafo in questione tratti gli effetti positivi che potrebbero ricadere sull'impresa che decide di quotarsi, non bisogna dimenticare che buona parte di questi sono però solo potenziali e, pertanto, non è detto si verifichino in maniera assoluta, o per scelta dell'impresa o per fattori ad essa esterni.

2.2.1. Il timing quale mezzo da cui trarre benefici

Un altro tema che è bene analizzare quando l'imprenditore mostra l'intenzione di affacciarsi al mercato per la prima volta, è quello del timing. Esiste un momento migliore di altri per quotarsi e trarre benefici o gli effetti della quotazione sono completamente slegati dal momento in cui questa avviene? Una risposta esaustiva a tale domanda è difficile da trovare. Tuttavia, molti studiosi hanno cercato di rispondere, almeno in parte, al suddetto quesito, approfondendo la questione.

Ritter (1991) suppone che il mercato presenti delle fasi in cui risulta essere più conveniente quotarsi. Questi momenti vengono definiti, per l'appunto, "finestre di opportunità", che, se sfruttate, possono permettere alla società quotanda di cogliere molteplici benefici. Specificamente le "finestre di opportunità" si identificano in quei frangenti in cui le azioni dei *comparables* sul mercato tendono ad essere sopravvalutate dagli investitori. Questo fenomeno prende il nome di *mispricing* (disallineamento di prezzo) e può manifestarsi quando il mercato è percepito come sufficientemente vivace. Per capire quando ciò avviene, Pagano et al. (1998), nel loro studio incentrato sulle imprese italiane, utilizzano il *Mark to Book Ratio*¹³, multiplo di mercato costruito come rapporto tra valore di mercato e valore contabile del patrimonio netto. Secondo questa teoria, un valore di mercato elevato della mediana di questo indice corrisponde ad un momento favorevole per quotarsi perché gli investitori razionali vedono buone prospettive di crescita per il settore considerato. Al contrario, un valore basso rispecchia un sentimento pessimistico verso il mercato, tale per cui sarebbe meglio aspettare ad entrarci.

L'ipotesi di Ritter (1991) sulla profittabilità associata all'entrare nel mercato quando questo risulta essere favorevole è menzionata, in un certo senso, anche da Brau e Fawcett (2004), i quali parlano di mercati rialzisti come fase da sfruttare per entrare in Borsa. Citando vari lavori i due autori espongono le variabili sulla base delle quali il mercato può dirsi *bull*: condizioni correnti del mercato, condizioni correnti del settore, condizioni attese del mercato, condizioni attese del settore e recenti condizioni storiche del mercato. Fondamentalmente, quando queste condizioni risultano essere positive è come se si presentasse una tipica "finestra di opportunità" che l'impresa potrebbe cogliere

¹³ Mark to Book ratio: rapporto tra valore di mercato e valore contabile del patrimonio netto. Il valore di mercato è dato dal prodotto del prezzo di mercato di un'azione per il numero di azioni in circolazione, mentre il valore contabile del patrimonio netto è dato dalla differenza tra il valore netto contabile delle attività e il valore netto contabile delle passività.

per quotarsi in Borsa, collocando i titoli ad un prezzo “pompatto”. Nonostante ciò, Capuano et al. (2001) avvertono che, se da un lato periodi in cui vi è un diffuso sentimento ottimistico da parte degli investitori possono figurare da timing perfetto per quotarsi, dall’altro *“momenti di particolare euforia possono anche essere pericolosi in quanto possono comportare delle valutazioni iniziali troppo elevate e destinate a calare in fase di recessione con conseguente disaffezione degli investitori”*. Pertanto, idealmente, la società quando valuta il timing per listarsi dovrebbe adottare un’ottica che non si limiti a guardare l’esito dell’operazione nel breve periodo, ma, piuttosto, dovrebbe capire se quella situazione di mercato favorevole sia scaturita da una percezione, almeno in parte, distorta degli investitori o se invece possa essere considerata attendibile.

Filone di pensiero diverso, anche se per certi versi simile, è quello di Lowry e Schwert (2002), per i quali il timing ottimale dipende direttamente dalla performance conseguita nel primo giorno di quotazione da parte di imprese dello stesso settore. Essenzialmente la società interessata a quotarsi dovrebbe analizzare l’andamento di mercato delle azioni di altre società al primo giorno in cui operano in Borsa e basarsi su questo aspetto per decidere se entrare o attendere una situazione più conveniente.

Ancora poi, Choe et al. (1999) sono dell’idea per cui il listing sia un’operazione fonte di vantaggi principalmente per le imprese che hanno ormai raggiunto una fase matura del ciclo di vita e che, perciò, utilizzano il mercato per ottenere nuovo equity per crescere ulteriormente. Secondo questi studiosi, pertanto, il momento perfetto per rendere negoziabili nel mercato le azioni coinciderebbe con uno specifico stadio del business aziendale. Interessante è notare come quest’ultima opinione, al pari di quella ad essa precedente, rappresentino i fattori primari nella valutazione sul timing ottimale per quotarsi per le imprese di minori dimensioni (Brau e Fawcett, 2004).

2.3. I potenziali svantaggi e le criticità del processo di quotazione

Come qualsiasi altra delicata operazione, anche la quotazione è caratterizzata da potenziali svantaggi che, affiancati ai vantaggi, la rendono una scelta da valutare in maniera attenta e rigorosa. L’imprenditore deve dunque adottare una prospettiva volta ad accertare la convenienza economica dell’entrata nel mercato e il modo più opportuno per farlo è tenere conto di entrambi i “lati della medaglia” dell’operazione.

2.3.1. I costi del processo IPO

Innanzitutto, è prioritario andare ad analizzare i costi che riguardano il processo di quotazione, i quali possono avere molteplice natura. Röell (1996) evidenzia come infatti si possa parlare di costi diretti, costi associati agli obblighi di trasparenza informativa, costi intesi in termini di underpricing e di vincoli sulle decisioni di business, nonché costi di tipo tributario.

Per poter capire i costi dovuti all'underpricing, è necessario prima spiegare il significato di tale concetto. Per *underpricing*, come affermato nel glossario finanziario di Borsa Italiana, si intende “*il fenomeno tipico delle operazioni di OPV e IPO che si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento della quotazione*”. In poche parole, una società che decide di quotarsi può scegliere che i suoi titoli vengano collocati sul mercato ad un prezzo minore rispetto a quello presumibilmente realizzabile al momento della quotazione. Questa scelta potrebbe essere motivata o causata da più fattori come, ad esempio, il desiderio che i titoli trovino la massima diffusione tra un ampio pubblico, l'eventuale presenza di asimmetrie informative tra chi è coinvolto nell'operazione o semplicemente l'intento di attirare l'attenzione degli investitori. Il concetto di underpricing è stato in parte studiato anche da Chemmanur e Fulghieri (1999), i quali, analizzando la relazione tra la decisione di quotarsi e le caratteristiche del prodotto offerto nel mercato, sono giunti alla conclusione che tale fenomeno potesse essere interpretato come espressione della duplicazione dei costi di informazione che gli outsiders avrebbero dovuto sostenere a fronte della quotazione della società per avere informazioni su di essa. In altre parole, i due studiosi credevano che l'entrata di una società nel mercato, se per gli insiders non implicasse il sostenimento di nessun costo informativo, essendo questi in possesso di informazioni private, comportasse invece, per i soggetti esterni alla stessa (o outsiders), costi doppi per poter reperire informazioni a loro utili. Costi che però venivano implicitamente sostenuti dalla società, la quale, per attrarre l'interesse degli investitori carenti di informazioni, avrebbe dovuto offrire le proprie azioni ad un prezzo ridotto, provocando così il fenomeno di *underpricing*. La possibilità che i titoli azionari vengano collocati ad un prezzo minore, situazione dovuta alla presenza di asimmetrie informative tra emittente ed investitore, che secondo Pagano et al. (1998) risulta essere fonte dei cosiddetti costi di selezione avversa, rappresenta quindi un ulteriore elemento che l'imprenditore è bene tenga in considerazione nel momento della scelta tra pubblico o privato.

Guardando l'Italia, ci sono poi i costi che, in generale, Borsa Italiana S.p.A. distingue in due categorie: costi fissi e costi variabili. In particolare, i costi fissi sono associati al servizio offerto dai consulenti che entrano in gioco durante le fasi della quotazione, i quali sono in parte differenti a seconda del mercato in cui ci si quota. Per quanto riguarda i costi variabili, questi sono legati al collocamento delle azioni presso gli investitori e figurano come percentuale del capitale raccolto; si dicono quindi variabili perché dipendono essenzialmente dall'esito positivo del collocamento dei titoli. Rientrano poi tra i costi anche le commissioni che devono essere corrisposte a Borsa Italiana nel caso di prima quotazione/ammissione, che dipendono dalla mkt cap. della società. In ogni caso queste fees presentano delle soglie minime pari a 35.000€ e 15.000€ a seconda che ci si quoti, rispettivamente, nel mercato Euronext Milan o Euronext Growth Milan.

Pagano et al. (1998) parlano inoltre di spese che la società deve affrontare al fine di rispettare quanto richiesto dal processo di quotazione. In particolare, gli autori identificano costi legati all'auditing a cui la società deve essere sottoposta in fase valutativa, alle certificazioni che deve possedere, alla diffusione di dati contabili e, in generale, alle commissioni previste dal mercato stesso. Costi che nel loro lavoro vengono riconosciuti come fissi, essendo che la maggior parte di questi non varia proporzionalmente alla dimensione del soggetto che si quota, facendo così sì che ad essere maggiormente penalizzate siano le piccole società. Contrari a questa tesi sono Capuano et al. (2001), i quali ritengono che i costi di revisione, come anche quelli legali, varino a seconda della dimensione dell'emittente. Questi, inoltre, analizzando il listing nel contesto italiano, citano molte altre tipologie di costi inerenti alle varie fasi e ai diversi soggetti che partecipano al processo di quotazione. Tra questi troviamo i costi del consorzio di collocamento¹⁴ (qualora l'emittente abbia deciso di usufruirne), variabili in base alla dimensione del collocamento e del settore in cui è operativa la società, i costi di comunicazione, le spese per supportare la fase di road show, le commissioni da pagare a Borsa Italiana S.p.A. e Consob e altri oneri classificati sotto la voce "altri costi".

¹⁴ Consorzio di collocamento: gruppo di intermediari autorizzati al collocamento di strumenti finanziari di nuova emissione, oppure già in circolazione.

La Figura 3 riassume anche in termini quantitativi i suddetti costi secondo l'analisi di Capuano et al. (2001).

Figura 3. Quanto costa la quotazione? (Giugno 2021)

Quanto costa la quotazione?	
Costi del consorzio	2% - 4% del controvalore collocato
Spese legali	300.000 - 500.000 Euro
Società di comunicazione	circa 50.000 Euro
Società di revisione	250.000 - 500.000 Euro
Road Show	50.000 - 100.000 Euro
Altri costi (stampa etc.)	circa 50.000 Euro
Costi Borsa Italiana	75 Euro per ogni 500.000 Euro di capitalizzazione (min. 10.000 Euro)
Costi Consob	2 ‰ dell'offerta pubblica

Fonte: Guida alla quotazione, Giugno 2001. Estratto da: <https://finanziendale.myblog.it/media/01/00/3324644626.pdf>

Sempre in tema di costi, la famosa società di consulenza Pwc, nell'approfondimento intitolato *“Considering an IPO? First, understand the costs”*, pubblicato nel suo sito, afferma come il costo che fa da padrone nel processo di quotazione sia quello di sottoscrizione (o costo di underwriting), il quale viene sostenuto dall'emittente come forma di commissione per il servizio offerto da coloro che sottoscrivono i titoli azionari (solitamente banche d'investimento) al fine di collocarli presso gli investitori. Pwc, esaminando dati pubblici di 1.175 società statunitensi, è giunta alla conclusione che, in media, i costi di sottoscrizione si aggirano tra il 4,1% e il 7% dei proventi lordi derivanti dall'IPO, dove la percentuale di tali costi cresce al diminuire del valore del deal.

È dunque normale che il costo complessivo per entrare nel mercato possa essere diverso da caso a caso e stimarlo risulta essere molto complicato data la sua dipendenza da molteplici variabili. Tuttavia, nell'articolo pubblicato da Sciarra.Biz *“La quotazione AIM Italia: costi, benefici, pro e contro”* (2020), viene stimato l'ammontare totale per poter mantenere lo status di società quotata nel mercato di Borsa Italiana S.p.A. dedicato alle pmi, il quale risulta aggirarsi sopra ai 200 mila euro annui. Cifra importante, specialmente se si pensa che dalla stima è stato escluso il costo del tempo che soggetti, quali ad esempio AD e CFO, potrebbero dover dedicare ad eventuali problematiche e necessità che potrebbe riscontrare una società quotata.

Non potendo analizzare in maniera dettagliata ciascun costo inerente al processo di quotazione, dato che richiederebbe troppo tempo ed uscirebbe dall'obiettivo

dell'elaborato di presentare il tema nel suo complesso e non, invece, focalizzandosi su uno solo dei molti aspetti che lo caratterizzano, ci si può limitare a dire come, anche solo in questo modo, si possa capire che, per la complessità dell'IPO e l'elevato numero di soggetti che ve ne partecipano, i costi che la società quotanda deve sostenere per entrare nel mercato sono tanti e possono variare in base a fattori diversi, quali il mercato scelto e i soggetti coinvolti. Pertanto, starà alla società stessa giudicare il peso che il fattore "costo" occuperà nella valutazione concernente la scelta di quotarsi o meno.

2.3.2. Le altre possibili criticità del processo IPO

Sebbene il tema dei costi occupi uno spazio rilevante nello studio del processo di listing, è bene spingersi oltre e prendere in considerazione altre potenziali criticità ad esso associate.

In precedenza, è stato sottolineato come quotarsi sia una decisione che implica cambiamenti non solo dal punto di vista operativo, ma anche sotto l'aspetto organizzativo e gestionale. L'impresa che entra nel mercato deve essere pronta ad affrontare la necessità di una ridefinizione dei sistemi informativi e dei meccanismi operativi, nonché di un adeguamento a livello di cultura manageriale nel suo complesso. Queste esigenze nascono dall'impegno, per un'impresa quotata, di rispettare una serie di requisiti di corporate governance, che, se non soddisfatti, potrebbero essere sufficienti a farle perdere lo status acquisito. In termini operativi, i cambiamenti riguardano la nomina e il ruolo del Collegio Sindacale e del Consiglio di Amministrazione, oltre che l'aggiustamento dello Statuto alle regole del Codice di Autodisciplina delle società quotate¹⁵(Capuano et al., 2001). L'imprenditore deve quindi occuparsi anche di questo aspetto, affinché, oltre che un costo, non si traduca in un vincolo al buon esito del processo. Tematica, questa, sulla quale anche Arlotta (2008) si è espresso, trattandola nel contesto degli interventi preliminari alla quotazione, in relazione ai quali, secondo lui, la società quotanda dovrebbe essere affiancata dalla consulenza di un professionista, quale un dottore Commercialista.

¹⁵ Codice di Autodisciplina delle società quotate: codice redatto nel 1999 dal Comitato per la Corporate Governance promosso da Borsa Italiana e contenente raccomandazioni volte a costituire un modello di "best practice" per l'organizzazione ed il funzionamento delle società quotate italiane.

Interventi preventivi, inerenti alla sfera della corporate governance societaria, sintetizzati nella Figura 4.

Figura 4. Gli interventi preliminari (2008)

Gli interventi preliminari
Individuazione di una più adeguata <i>struttura societaria/ di gruppo</i> .
Definizione di <i>sistemi di governance</i> attraverso la definizione di adeguati modelli organizzativi, di gestione e controllo, l'introduzione di sistemi di controllo interno e di gestione e controllo dei rischi, compreso quello di <i>compliance</i> , ecc.
Definizione di un <i>sistema di controllo di gestione</i> che consenta di misurare il raggiungimento degli obiettivi aziendali perseguiti
Sviluppo di un adeguato <i>sistema di comunicazione</i> a supporto di tutta l'attività di pre e post IPO

Fonte: Il processo di quotazione delle PMI tra presente e futuro. Il ruolo del dottore commercialista in questa fase di cambiamento, 2008. Estratto da: <https://www.odcec.mi.it/quaderni/n-17---il-processo-di-quotazione-delle-pmi-tra-presente-e-futuro---carlo-arlotta>

Un'altra potenziale problematica questione, forse quella dalla quale gli azionisti originari dovrebbero principalmente tutelarsi, riguarda la possibilità che questi perdano il controllo una volta che la società di cui fanno parte diventa quotata. L'apertura al mercato, come riportano Capuano et al. (2001), e quindi l'ingresso nella compagine sociale di soggetti finora estranei ad essa, implica, nella maggior parte dei casi, la diluizione della quota di controllo degli azionisti esistenti. L'assetto proprietario viene dunque ridefinito e l'imprenditore, che spesso è titubante a portare a termine l'operazione per paura di potenziali "scalate" da parte di nuovi soci, dovrà impegnarsi a garantire il rispetto delle norme di mercato volte a tutelare tutti gli azionisti. Il rischio di perdita di controllo sarà più probabile quanto più alta sarà la quota di capitale collocata sul mercato, e/o quanto peggiore sarà l'andamento del titolo; tuttavia, non sempre questo rischio si concretizzerà. Questa situazione, anzi, come già esposto in precedenza analizzando i possibili vantaggi della quotazione, secondo Perrini (2000), può essere vista come un'opportunità per facilitare il passaggio generazionale in quei casi in cui l'assetto proprietario risulta essere eccessivamente fossilizzato.

Al fine dello studio degli svantaggi della quotazione, interessante è quanto riportano Chemmanur T.J. et al. (2010) nel loro lavoro, ossia la tesi sostenuta da Maksimovic e Pichler (2001). Questi ultimi, analizzando la decisione di quotarsi,

giunsero alla conclusione tale per cui la quotazione portasse l'impresa a divulgare informazioni riservate che nello status di società privata mai avrebbe rivelato, facendo così crescere la concorrenza nel mercato. Da ciò si capisce come, in settori in cui il livello di confidenzialità risulta essere maggiore perché magari percepito quale fattore strategico, come potrebbe ad esempio essere l'industria high-tech, le imprese siano meno propense ad entrare nel mercato, perché preoccupate di subire una competizione più feroce. Lo stesso punto di vista lo assumono Spiegel e Tookes (2008), i quali spiegano come per un'impresa che sta valutando la possibilità di quotarsi, e contemporaneamente dispone nelle proprie mani di una forma di innovazione, sia quasi impossibile trarre beneficio da entrambe le cose. Essenzialmente una società di questo tipo si trova di fronte ad una sorta di trade off tra finanziare l'innovazione privatamente o pubblicamente. Se restasse privata potrebbe beneficiare di un vantaggio economico derivante dall'esclusività di ciò che possiede, rinunciando però ai vantaggi del mercato; al contrario, se decidesse di quotarsi, potrebbe finanziarsi ad un costo minore, permettendo però ai competitors di disporre dell'innovazione da lei in possesso, al fine di adempiere ai requisiti di trasparenza previsti dal regolamento di mercato. In relazione a tale aspetto, anche Pagano et al. (1998) si trovano d'accordo col fatto che la perdita di confidenzialità sia una possibile criticità della quotazione, in particolare per le imprese che operano in un settore dove l'attività di ricerca e sviluppo (R&D) assume un ruolo fondamentale. In quest'ambito, infatti, detenere informazioni sensibili può essere ciò che fa da spartiacque tra una società e le altre; di conseguenza, divulgare dati di questo tipo comporterebbe la possibilità, per i concorrenti, di fare propria la fonte del vantaggio competitivo di qualcun altro, andando così ad azzerare tutti gli sforzi compiuti dalla società che per prima è riuscita a disporre di tali dati.

Accanto a questa serie di potenziali svantaggi, Capuano et al. (2001) tengono a precisare altri due aspetti critici che potrebbero figurare, più che da svantaggi, come potenziali rischi riconducibili al listing. Il primo elemento si riferisce alla possibilità che le previsioni di crescita richieste ai manager ad inizio processo, e presentate nel prospetto informativo¹⁶, non siano corrette e gli obiettivi non siano raggiunti, il che comporterebbe

¹⁶ Prospetto informativo: documento che deve essere obbligatoriamente redatto e pubblicato dall'emittente che intende svolgere attività di sollecitazione del pubblico risparmio. Il prospetto deve contenere le informazioni che, a seconda delle caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto di offerta e dell'emittente, sono ritenuti necessari affinché gli investitori possano formulare un giudizio fondato sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici

una reazione negativa da parte del mercato. In secondo luogo, tenendo a mente che il prezzo del titolo sul mercato rispecchia il valore della società stessa, nonché il fatto che questo prezzo è altamente volatile, si potrebbero creare delle situazioni per le quali il binomio prezzo-valore risulti essere inattendibile, non rispecchiando debitamente le strategie dell'impresa, con effetti negativi su di essa.

Ferragina (2007) cita poi tra i limiti della quotazione anche la necessità di garantire una netta separazione tra patrimonio personale dell'imprenditore e patrimonio aziendale. L'impresa che entra nel mercato non è più famiglia, perciò, è opportuno che gli interessi familiari e societari vengano distinti al fine di assicurare un'adeguata gestione e un assetto sufficientemente professionale per l'azienda (Capuano et al., 2001). La suddetta scissione può essere sintetizzata nel concetto chiamato impropriamente "sfamiliarizzazione" dell'impresa, che, a sua volta, è connesso, anche solo parzialmente, al tema della possibile perdita di controllo, a fronte della quotazione, di cui si parlava prima.

In aggiunta, secondo Ferragina (2007), la società che si quota non deve sottovalutare l'aspetto relativo agli obblighi informativi che è richiesto vengano rispettati. Quotarsi implica uno sforzo maggiore nell'informare periodicamente tutti gli azionisti in merito alle scelte strategiche e all'andamento gestionale della società, prestando particolare attenzione alla diffusione di informazioni *price sensitive*, ossia quelle informazioni riguardanti la società o un titolo che, all'atto della diffusione, inducono una modifica del prezzo dello strumento finanziario. Sempre nel contesto degli oneri di comunicazione rientra la responsabilità di redigere il bilancio in base ai principi contabili IAS/IFRS, attività che, oltre ad essere necessariamente seguita da un'opportuna revisione contabile, potrebbe comportare un incremento dei costi di consulenza (Ferragina, 2007).

Infine, come riportato nel portale iCRIBIS, un ulteriore rischio è che il management operi adottando un approccio rivolto al breve periodo, perché influenzato dalla continuità con cui gli investitori monitorano il proprio investimento. Promuovere la performance di breve termine, perseguendo risultati economici immediati, non è la strategia migliore da seguire, dato che l'andamento del titolo sul mercato è strettamente connesso alla capacità dell'impresa di conseguire progressivamente i propri obiettivi e di

e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente, nonché sugli strumenti finanziari e sui diritti ad essi connessi.

mantenerli nel tempo. Il management dovrebbe quindi agire al fine di garantire una performance sostenibile dell'oggetto della sua offerta, prediligendo un approccio orientato al lungo termine.

Quanto sopra analizzato permette di riaffermare come la decisione relativa all'entrata nel mercato sia delicata e debba, perciò, articolarsi sulla base di un'attenta valutazione preliminare che la società deve svolgere con la massima accortezza. Basarsi esclusivamente sui punti di forza che possono caratterizzare la quotazione non è esauriente; è necessario prendere in considerazione anche eventuali punti di debolezza connessi all'IPO, nonché i molteplici fattori di rischio a cui l'impresa potrebbe essere esposta.

Al fine di comprendere al meglio le criticità inerenti alla suddetta scelta, a titolo d'esempio, basti considerare il trade off che l'impresa si trova ad affrontare quando deve decidere se finanziarsi privatamente o tramite il mercato. Da un lato, quotarsi e ricevere capitale grazie alla sottoscrizione di azioni da parte degli investitori potrebbe, in alcune situazioni, dar luogo al fenomeno di underpricing, effetto di una maggiore onerosità del reperimento di informazioni sulla società da parte degli outsiders, causato dalla presenza di asimmetrie informative; dall'altro, per contro, raccogliere capitale privatamente potrebbe comportare la necessità di soddisfare le ragioni degli investitori che richiedono un premio al rischio maggiore sul costo del finanziamento, a fronte del rischio da essi assunto verso la società (Chemmanur e Fulghieri, 1999). Questo semplice esempio permette di rendersi conto di come entrambi i percorsi possano nascondere delle rischiosità che non sempre il soggetto è in grado di rilevare. È chiaro, quindi, che ogni situazione sarà unica e spetterà all'imprenditore valutare quale tra le due alternative sia economicamente più conveniente.

2.3.3. L'incidenza della componente dimensionale sulla scelta di listing e le principali alternative fonti di finanziamento delle pmi italiane

Un altro aspetto su cui soffermarsi, formulando le conclusioni del paragrafo, deriva sempre dallo studio del problema della selezione avversa e quindi dell'imperfezione informativa presente tra emittenti e investitori, sulla base del quale Chemmanur e Fulghieri (1995) sono giunti all'ipotesi per cui esista una stretta relazione tra l'intensità dell'esposizione al rischio di selezione avversa e la dimensione del soggetto che ha intenzione di quotarsi. Nello specifico, per loro, sono le società più piccole e giovani a

subire maggiormente gli effetti delle asimmetrie informative ed è per questo che risultano essere meno incentivate ad entrare nel mercato. Inoltre, ritengono anche che buona parte delle spese e dei costi della quotazione assumano un peso maggiore per le imprese di piccola dimensione, evidenziando ancora la presenza di un possibile legame tra costi/spese e dimensione dell'emittente.

Da ciò potrebbe venire spontaneo chiedersi se il minor numero di IPO caratterizzante l'Italia, il cui tessuto imprenditoriale, come è risaputo, è costituito principalmente da piccole e medie imprese, sia dovuto alla presenza di maggiori vincoli alla quotazione per le società di minori dimensioni, o se invece il motivo debba essere ricercato nella presenza di canali alternativi che queste imprese prediligono per finanziarsi. La risposta a questo quesito non è chiara; tuttavia, è possibile cercare di indagare su quelle che sono le principali barriere che le pmi devono abbattere per poter far parte del mercato, oltre che gli eventuali mezzi alternativi alla quotazione attraverso cui raccogliere risorse ad esse necessarie. Pagano et al. (1998), confrontando il contesto italiano con quello statunitense, caratterizzato primariamente da grandi imprese, hanno identificato tra gli ostacoli principali la presenza di una maggiore pressione del sistema fiscale italiano e di istituzioni regolamentari più invadenti, aspetti disincentivanti l'entrata in Borsa per le pmi, che, quotandosi, sarebbero esposte ad una maggiore attenzione da parte delle autorità legali e tributarie. Per quanto riguarda eventuali vie alternative alla quotazione, Capuano et al. (2001) ne citano qualcuna, precisando però che più che essere forme alternative al listing nel suo complesso, lo sono solamente sotto il punto di vista della sua funzionalità di reperimento di risorse finanziarie. In particolare, gli autori presentano il venture capital e il private equity come le modalità che più si possono definire alternative rispetto alla quotazione, per il fatto che, come quest'ultima, incidono in parte anche a livello di cultura aziendale e vita societaria. Essenzialmente, queste sono forme di finanziamento a medio-lungo termine attraverso le quali la società può ricevere risorse solo da operatori specializzati, i quali possono, principalmente, acquisire partecipazioni al capitale sociale o sottoscrivere obbligazioni convertibili in azioni. Tuttavia, rispetto al listing, queste modalità, oltre che fungere da canale temporaneo di finanziamento, sono più snelle nel numero di soggetti che entrano in gioco nell'operazione in questione e, per questo, meno complesse. Forme come il ricorso al debito e l'aumento di capitale sociale sottoscrivibile dai soci preesistenti sono invece considerate, più che alternative, strategie complementari alla quotazione. Questo perché

la prima non risulta essere sufficientemente flessibile rispetto all'andamento gestionale della società; la seconda, nonostante con la quotazione condivida alcuni obiettivi da perseguire, potrebbe non essere adatta ad ambiziosi piani di crescita o comunque potrebbe non trovare l'adesione dei soci attuali.

La questione inerente alle piccole-medie imprese italiane è dunque delicata, tuttavia, come spiega Ferragina (2007), rispetto al passato, ci sono stati una serie di cambiamenti che hanno portato le pmi ad essere più facilmente accolte nel mercato. La cultura finanziaria necessaria alla quotazione, che all'epoca risultava essere un elemento mancante nelle pmi, si è costruita progressivamente nel tempo, anche a fronte del bisogno da parte delle imprese *“di adeguare la propria struttura finanziaria a parametri più oggettivi, in linea con le richieste degli istituti di credito”*. Fattori poi come la globalizzazione a livello finanziario e le riforme del mercato mobiliare sono stati fondamentali per rendere il mercato italiano più competitivo a livello europeo, anche per le imprese di minori dimensioni, molte delle quali, grazie all'entrata in Borsa, sono riuscite a riscuotere discreto successo.

2.4. I requisiti del processo di quotazione

Una volta introdotti e analizzati i pro e i contro della quotazione ci si può dirigere verso il passo successivo, uno step forse più tecnico che permette di andare a comprendere le reali dinamiche del processo attraverso cui l'impresa raggiungerà lo status di società quotata. Tuttavia, prima di studiare le molteplici fasi e gli attori coinvolti nel processo di quotazione nel suo complesso, nonché le eventuali differenze che si possono riscontrare tra mercato EXM ed EGM di Borsa Italiana S.p.A., è determinante, soprattutto in relazione all'ultimo aspetto citato, definire quelli che sono i requisiti formali e sostanziali richiesti a coloro che sono intenzionati a far parte del mercato.

La principale differenza tra requisiti formali e sostanziali è data dal fatto che, se da un lato i primi sono stabiliti dal gestore del mercato, Borsa Italiana S.p.A. in questo caso, attraverso una serie di regolamenti, i secondi possono essere considerati elementi caratteristici di una società.

2.4.1. I requisiti sostanziali

I requisiti sostanziali, interessando aspetti intrinseci dell'azienda, si basano su fattori qualitativi e quantitativi che l'impresa quotata dovrebbe rispecchiare, come ad esempio delle buone prospettive di crescita, un'efficace capacità di attrarre investitori, un ottimo

posizionamento competitivo, la sostenibilità finanziaria del business, nonché aspetti che garantiscano la compliance e la trasparenza verso il mercato. Capuano et al. (2001) parlano di tali requisiti definendoli “*un insieme di caratteristiche strategiche, organizzative, finanziarie e gestionali*” idonee a contribuire al successo dell’operazione. Gli autori, in merito, sostengono che la società quotanda debba essere vista dal mercato come un soggetto capace di cogliere favorevoli prospettive di crescita e caratterizzato da un forte potenziale in termini di sviluppo dimensionale, redditività e liquidità. Pertanto, per capire se effettivamente la società che si appresta alla quotazione possa soddisfare queste caratteristiche, ci si può basare sul cosiddetto *track record*. Il concetto in questione si riferisce all’insieme delle performance storiche dell’impresa, le quali, appunto, possono essere utilizzate per avere un’idea sul potenziale andamento futuro della stessa e la sua capacità di creare valore. Tuttavia, quando si utilizzano informazioni passate per fare previsioni future, è comunque bene adottare un approccio critico; per questo, al track record dovranno essere affiancati altri elementi utili a delineare la possibile evoluzione dell’impresa.

Altresì la società dovrebbe garantire agli investitori un’adeguata remunerazione attraverso la distribuzione dei dividendi, così da rendere il titolo maggiormente desiderabile, sia in fase di collocamento, che successivamente. La credibilità è un altro decisivo aspetto su cui la società dovrebbe puntare, soprattutto al fine di attirare a sé l’attenzione del mercato. Per essere credibile, la coerenza tra obiettivi prefissati e risultati ottenuti è essenziale e può essere raggiunta solo a fronte di una pianificazione che rifletta una buona compatibilità tra risorse disponibili e obiettivi stabiliti.

Un altro requisito sostanziale fa riferimento alla trasparenza nei confronti del mercato. La relazione tra emittente ed investitore deve essere continuativa ed esaustiva, e questo è possibile solo se la società comunica tempestivamente e correttamente le informazioni di diversa natura a sua disposizione. Comunicazione e trasparenza sono dunque sinonimi in tale contesto e rappresentano un fattore cruciale all’accrescimento e alla diffusione del valore del soggetto, rendendolo inoltre più facilmente valutabile.

C’è poi da considerare l’aspetto manageriale, altro importantissimo elemento incluso nei requisiti sostanziali dell’IPO. Entrare in Borsa richiede all’impresa una configurazione gestionale i cui membri rispecchino motivazione, capacità e indipendenza, al fine di fronteggiare al meglio le molteplici responsabilità richieste al

management di una società quotata. L'assetto organizzativo della società quotanda deve identificare con chiarezza i molteplici ruoli e le diverse funzioni all'interno dell'impresa, affinché sia garantita un'elevata professionalità dirigenziale. Rimane, infine, facoltativa l'adesione ai principi del codice di autodisciplina.

Questi sono dunque i requisiti sostanziali in fase IPO, ma è bene ricordare che, qualora l'impresa raggiungesse il buon esito dell'operazione, dovrebbe poi impegnarsi a rispettarne altri, per mantenere la propria presenza nel mercato. I requisiti sostanziali post IPO, come espone Lambiase (2016), riguardano, tra l'altro, la capacità dell'impresa e dei consulenti a cui questa si appoggia, di promuovere la visibilità della stessa sul mercato, nonché l'abilità di comunicare secondo “*best practice*”¹⁷ nazionali e internazionali, così da migliorare le relazioni con gli investitori.

2.4.2. I requisiti formali

I requisiti formali, detti anche requisiti ufficiali, si suddividono in due macrocategorie: quelli relativi al soggetto e quelli relativi allo strumento finanziario offerto sul mercato. Inoltre, a seconda del mercato che si considera, i requisiti formali potranno essere, per certi aspetti, eterogenei. Essenzialmente si tratta di requisiti normativi e amministrativi che è necessario soddisfare per poter essere ammessi al mercato da parte di Borsa Italiana S.p.A., nonché per mantenere, successivamente all'ammissione, lo status di società quotata.

I requisiti generali inerenti all'emittente sono comuni ad entrambi i mercati EXM e EGM e prevedono, essenzialmente, che il soggetto richiedente l'ammissione alla quotazione sia regolarmente costituito e presenti uno statuto conforme alle norme di legge e regolamentari a cui è sottoposto. Qualora l'emittente sia esterno alla Repubblica Italiana, ma voglia quotarsi in uno dei mercati italiani, è necessario verificare che la quotazione in Italia non sia incompatibile con l'ordinamento del suo Paese di appartenenza (Rizzi, 2024).

Passando ai requisiti generali per l'ammissione relativi allo strumento finanziario, si riscontrano cinque importanti condizioni:

¹⁷ Best practice: tipologia di metodo utilizzato da un'organizzazione per generare risultati migliori rispetto ad altre tecniche simili. Consentono di ridurre i costi e i rischi, nonché di ottimizzare le responsabilità come gli accordi sul livello di servizio, rendendole il metodo preferito per l'esecuzione di un compito specifico.

- Emissione nel rispetto di leggi, regolamenti e di ogni altra disposizione applicabile;
- Conformità a leggi e regolamenti ai quali lo strumento è sottoposto;
- Libera negoziabilità/trasferibilità (eventuali restrizioni alla trasferibilità che però non ostacolano il mercato vengono trattate come se non ci fossero);
- Liquidabilità;
- Idoneità ad essere negoziato in modo equo, ordinato ed efficiente.

Accennate le condizioni generali attinenti ad emittenti e strumenti finanziari per l'ammissione alla quotazione, si prosegue ora verso un esame più mirato ai requisiti formali richiesti in fase pre e post IPO. Per semplificare il più possibile l'analisi, è efficace trattare separatamente il mercato Euronext Milan e il mercato Euronext Growth Milan, tenendo a mente che ciascuno di essi si suddivide in segmenti e che, pertanto, ci saranno ulteriori differenze in termini di requisiti ufficiali anche tra segmenti diversi dello stesso mercato. Inoltre, è bene sottolineare che questo elaborato prenderà in considerazione lo studio dei suddetti requisiti per una sola categoria di strumenti finanziari, le azioni.

Il mercato EXM, come precisato nel capitolo 1, si divide in segmento ordinario (Euronext Milan) e segmento STAR (Euronext STAR Milan). Di questi, il primo è dedicato principalmente alla quotazione di imprese di media/grande dimensione, mentre il secondo è pensato per quelle imprese di piccola/media dimensione che vogliono dimostrare di essere in possesso di caratteristiche d'eccellenza in tema di liquidità, trasparenza e corporate governance.

I requisiti di ammissione e permanenza alla quotazione in EXM sono allineati alle best practice internazionali, al fine di permettere alle realtà imprenditoriali italiane di medie/grandi dimensioni di accedere a pool di liquidità internazionali. Tra i requisiti ufficiali del segmento "standard" di EXM, definiti nel *"Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A."*, troviamo una capitalizzazione minima pari a 40 milioni di euro e un flottante¹⁸ di almeno il 25% del capitale sociale della società quotanda. Per accedere al segmento STAR, invece, la capitalizzazione deve essere compresa tra 40 milioni e un miliardo di euro e il flottante minimo deve essere pari

¹⁸ Flottante: quantità di azioni di una società che non costituiscono le partecipazioni di controllo e che sono quindi disponibili per la negoziazione in Borsa. Il flottante rappresenta la parte del capitale sociale effettivamente in circolazione sul mercato azionario.

almeno al 35% del capitale societario, a dimostrazione di regole più stringenti rispetto al segmento ordinario. Queste le principali differenze tra i due segmenti in termini di requisiti formali in fase IPO, mentre le altre condizioni sono per la maggior parte analoghe. In particolare, è necessario che la società presenti almeno tre bilanci certificati (sottoposti a revisione contabile completa) da riportare nel prospetto informativo, adotti i principi contabili internazionali, nonché che rivolga la propria offerta sia ad investitori istituzionali che retail (Leo, 2022). In fase di ammissione alla quotazione, l'impresa deve inoltre presentare altre tipologie di documenti: prospetto informativo, SCG, piano industriale e QMAT.

Il prospetto informativo è il documento attraverso cui l'emittente fornisce una serie di informazioni utili a permettere agli investitori di formulare un giudizio inerente alla sfera economico-patrimoniale-finanziaria della società quotanda, nonché di valutare l'oggetto dell'offerta. Questo fascicolo deve altresì indicare le modalità attraverso cui l'operazione verrà svolta ed altri elementi definiti nel Regolamento CONSOB 11971, relativo alla disciplina emittenti, attuativo del TUF. Spetterà poi proprio alla Consob visionare il prospetto informativo prima della sua pubblicazione.

Documento più incentrato su aspetti di governance è invece il Memorandum sul SCG, il quale descrive, in sintesi, il Sistema di Controllo di Gestione della società (Borsa Italiana, 2011). A tal fine, è ragionevole spiegare, almeno in maniera definitiva, cosa si intende per Sistema di Controllo di Gestione. Nella *“Guida al Sistema di controllo di gestione: Listing Guides”* (2014), pubblicata da Borsa Italiana S.p.A., per SCG si intende *“l'insieme degli strumenti tecnico-contabili, delle informazioni e delle soluzioni di processo utilizzato dal management a supporto delle attività di pianificazione e controllo”*. Essenzialmente, si tratta di un sistema attraverso il quale la società si impegna a rendere disponibili le informazioni necessarie al migliore svolgimento delle attività di pianificazione e controllo, garantendo così al management di attenzionare anticipatamente sulle conseguenze strategiche delle decisioni e delle conseguenti azioni intraprese.

Infine, la società quotanda deve presentare il piano industriale e il QMAT (Quotation Management Admission Test), i quali non devono essere considerati come documenti separati, ma l'uno parte dell'altro. Nello specifico, come indicato nella *“Guida al piano industriale: Listing Guides”* (Borsa Italiana, 2014), il QMAT è compreso nel

piano industriale e copre tutto ciò che riguarda il Business Model, gli stakeholder e il settore di appartenenza dell'impresa. Il glossario finanziario di Borsa Italiana S.p.A. lo definisce come quel documento che, redatto in forma di questionario, funge da test di autovalutazione per la società quotanda, permettendole di verificare la sussistenza dei requisiti sostanziali per la quotazione. Il piano industriale è un documento più ampio attraverso cui la società si impegna ad *“illustrare le intenzioni strategiche del management, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei key value driver e dei risultati attesi”* (Borsa Italiana, 2014), consentendo, al contempo, la definizione delle modalità attraverso cui si vuole creare maggiore valore per gli azionisti. L'attività di redazione del piano industriale, tipicamente parte della pianificazione strategica, mantiene le modalità e le logiche che presenta abitualmente, anche nel contesto relativo all'ammissione alla quotazione, assumendo un ruolo centrale nell'ottica del miglioramento delle performance. Ancora poi, in ambito IPO, il piano industriale è indispensabile per supportare la comunicazione finanziaria obbligatoria pre e post quotazione, nonché la preparazione del prospetto informativo.

Ci sono poi altri due identici requisiti formali per l'ammissione al mercato EXM e al suo segmento STAR. Il primo è l'obbligo di disporre di un sito web, che garantisca agli interessati la possibilità di reperire informazioni economico-finanziarie e sulla struttura organizzativa della società. Il secondo riguarda la necessità di avere come advisor principale la figura dello Sponsor (oggi Listing Agent)/Global Coordinator, che accompagnerà l'impresa durante tutte le fasi del processo di quotazione. Per il segmento standard del mercato Euronext Milan è inoltre raccomandato il possesso di:

- Un certo numero di amministratori indipendenti (numero indicato nel codice di corporate governance);
- Uno o più comitati con funzioni propositive e consultive, costituiti da almeno tre membri;
- Un Comitato Controllo e Rischi;
- Un Comitato Remunerazione;
- Incentivi a favore del Top Management e degli amministratori esecutivi;
- Figura dell'Investor Relator (per la gestione delle relazioni con gli investitori).

Requisiti che, data la maggiore rigidità del segmento STAR, per quest'ultimo, hanno figurato per lungo tempo come obbligatori.

Tuttavia, a partire dal 3 ottobre 2022, le cose sono cambiate anche per il segmento dei Titoli con Alti Requisiti. Sono infatti entrate in vigore una serie di modifiche relative ad alcuni dei suddetti obblighi formali del mercato Euronext Milan, che hanno parzialmente semplificato la procedura di ammissione in Italia, con l'obiettivo di allinearla maggiormente agli standard europei e globali. Nello specifico, la riforma ha toccato quattro tematiche principali: la documentazione da fornire in fase di ammissione, le competenze di Borsa Italiana S.p.A. in materia di ammissione, il ruolo ricoperto dallo Sponsor e la disciplina dello specialista.

In merito al primo punto, la documentazione da presentare obbligatoriamente in fase di ammissione al mercato EXM si è ridotta al solo prospetto informativo. La modifica normativa ha infatti eliminato l'obbligo di fornire documenti quali, ad esempio, il Memorandum sul Sistema di Controllo di Gestione e il piano industriale, comprensivo di budget, che, in passato, dovevano affiancare necessariamente il prospetto informativo. Dal 3 ottobre 2022 le società che mostrano l'intenzione di quotarsi nel segmento standard o STAR dell'EXM possono limitarsi a *“rilasciare una mera dichiarazione sul Sistema di controllo di gestione, avvalendosi delle verifiche condotte da un revisore legale o una società di revisione legale o da altro soggetto qualificato”* (Borsa Italiana, 2022). Il piano industriale, relativo all'anno in corso e ai due anni successivi alla quotazione, non deve più essere depositato insieme al prospetto informativo presso Borsa Italiana, ma può essere fornito al listing agent, il quale lo utilizzerà nelle proprie valutazioni durante il processo di ammissione. Questi, i due documenti più rilevanti per i quali l'obbligo di presentazione è venuto meno, ai quali poi si aggiunge altra documentazione, come riportato nell'*Avviso n. 36399*, emanato da Borsa Italiana il 22 settembre 2022.

Per quanto riguarda le competenze affidate a Borsa Italiana, è stato eliminato il novero delle casistiche che prevedevano la possibilità per il gestore del mercato di respingere la domanda di ammissione. Al contrario, ai motivi giustificativi del rigetto all'ammissione, si è aggiunto il caso in cui quest'ultima potrebbe comportare il rischio di compromettere la reputazione del mercato nel suo complesso e/o di Borsa Italiana. È previsto poi che Borsa Italiana possa valutare la contrarietà all'interesse degli investitori dell'ammissione a quotazione sulla base di quanto emerso dal confronto con il listing agent, nonché in virtù del possesso di documenti e/o altre informazioni che possano dare prova di tale contrasto.

Passando alle modifiche apportate al ruolo e alle responsabilità dello Sponsor, soggetto incaricato a presentare la domanda di ammissione a Borsa Italiana S.p.A., è bene innanzitutto sottolineare il mutamento di natura formale, ossia la denominazione, che da Sponsor, appunto, è diventata Listing Agent. Le nuove disposizioni hanno poi previsto di far confluire nel ruolo di quest'ultimo almeno una tra le funzioni di Global Coordinator e Bookrunner, dei quali si parlerà in una fase successiva dell'elaborato, in sostituzione del ruolo di Lead Manager dell'offerta al pubblico o del collocamento istituzionale. Il listing agent deve poi fare da interlocutore tra emittente e gestore del mercato nell'ambito della procedura di ammissione. Sebbene, quindi, questo possa far intuire ad un'estensione delle mansioni dell'ex sponsor, per completezza, è doveroso accennare al fatto che parte delle sue passate funzioni sono venute meno, a fronte dell'alleggerimento delle competenze di Borsa Italiana, di cui sopra si è fatto cenno.

Infine, la modifica ha riguardato anche la figura dello specialista, quel soggetto il cui compito è garantire la liquidità e la stabilità del titolo una volta inserito nel mercato. Precisamente è stato stabilito che, per le società con capitalizzazione di mercato prevedibile inferiore ad un miliardo di euro, lo specialista dovrà svolgere anche le funzioni del listing agent per i tre anni successivi alla quotazione.

Complessivamente, la rettifica del "*Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*" ha permesso di semplificare il processo di ammissione alla quotazione nel mercato Euronext Milan, alleggerendolo degli elevati costi che lo caratterizzavano rispetto a quello di altri Paesi e riducendo il carico di lavoro, nonché i tempi di accesso, per gli emittenti interessati a quotarsi. Il risultato di tutto ciò è stato un incremento della competitività dello scenario finanziario italiano, il quale si è ancor di più presentato come una finestra di opportunità di investimento agli occhi di stakeholder nazionali e internazionali, nonché un luogo di facile accesso per emittenti locali e non.

Ugualmente a quanto detto in merito ai requisiti sostanziali, una volta che la società è stata ammessa alla quotazione, dovrà adempiere ad altri requisiti, in questo caso formali, necessari a farle mantenere lo status acquisito.

Per il segmento ordinario di EXM gli obblighi principali sono di natura informativa. La società, come riportato da Leo (2022), non ha l'obbligo di presentare la relazione di bilancio trimestrale, ma solo quella semestrale e annuale, le quali devono essere pubblicate rispettivamente entro 90 e 120 giorni dal termine del periodo

considerato. È poi necessario che vengano comunicate tutte le operazioni di natura straordinaria, oltre alle cosiddette informazioni price sensitive, al fine di garantire un'adeguata *disclosure* verso il mercato. Di Diego (2023) parla anche della presenza di procedure e obblighi informativi inerenti alle operazioni con parti correlate all'impresa, mentre spiega come, solo passati tre anni dalla quotazione, per le imprese con capitalizzazione inferiore al miliardo di euro, sia facoltà della società stessa decidere se affidarsi ad uno specialista che garantisca, quando manca, la liquidità del titolo (liquidity provider).

Gli obblighi informativi post IPO nel segmento STAR di EXM sono per la maggior parte gli stessi. Le uniche differenze riguardano l'abbreviazione, rispettivamente a 75 e 90 giorni, del termine entro cui pubblicare la relazione di bilancio semestrale e annuale, nonché la presenza obbligatoria del liquidity provider, il quale dovrà incontrare gli investitori almeno due volte l'anno e compiere due o più ricerche l'anno sull'emittente. Si aggiunge l'obbligo di pubblicare, entro 45 giorni dalla fine del trimestre considerato, i dati trimestrali di bilancio per il primo e il terzo trimestre, mentre non sussiste per il quarto trimestre, qualora la relazione annuale sia stata pubblicata nei 90 giorni successivi alla fine dell'anno.

Essenzialmente, nonostante qualche differenza tra i due segmenti del mercato Euronext Milan, i requisiti ufficiali, pre e post IPO, possono essere fatti rientrare in tre macrocategorie, trasparenza, liquidità e governance, ad alcune delle quali apparterranno anche i requisiti formali dei segmenti del mercato Euronext Growth Milan.

In maniera speculare al mercato EXM, l'EGM si ripartisce in due segmenti differenti, quello ordinario (conosciuto semplicemente con la sigla EGM) e quello Professionale (o EGM-Pro). Come anticipato nel capitolo precedente, entrambi i comparti si rivolgono alle imprese di piccola-media dimensione, ma ciò che li differenzia è l'approccio attraverso cui le imprese stesse vogliono affacciarsi al mercato. Se da un lato il segmento ordinario attrae realtà maggiormente dinamiche e competitive, offrendo loro un processo modulato sulla base della loro struttura, dall'altro, il segmento Professionale meglio si addice alle pmi che ricercano un inserimento progressivo, nonché alle start-up e alle scale-up companies¹⁹. La progressività che caratterizza l'entrata nel segmento

¹⁹ Scale-up company: società innovativa che ha già sviluppato il suo prodotto o servizio, ha definito il suo business model (scalabile e ripetibile), opera sul mercato e presenta alcune

Professionale risulta essere un aspetto riscontrabile anche dalla possibilità che lo stesso segmento offre alle imprese, ossia quella di poter separare il momento dell'ammissione da quello della raccolta di capitali (ammissione diretta).

Il mercato EGM, essendo un Sistema Multilaterale di Negoziazione, e non rientrando perciò nella definizione di Mercato Regolamentato, è soggetto a vincoli normativi meno stringenti rispetto al mercato principale (EXM). Questo aspetto rende l'Euronext Growth Milan un'alternativa più accessibile alle piccole e medie imprese, che ritrovano in esso un ottimo compromesso tra la possibilità di accedere al mercato dei capitali e la ricerca di requisiti normativi più flessibili.

La minore pressione a livello normativo non implica l'assenza di controllo. Anche EGM è sottoposto all'attività di vigilanza svolta dalla Consob, che garantisce, in questo modo, anche qui, la presenza di principi condivisi dai vari mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A., ossia trasparenza, liquidità e correttezza, ai quali, in questo caso, si aggiunge una maggiore flessibilità che permette di rispondere al meglio alle esigenze delle pmi. L'ex mercato AIM Italia è quindi contraddistinto da un processo di quotazione semplificato e calibrato sulla struttura delle imprese ad esso interessate (Omegna et al., 2016).

La semplificazione regolamentare del mercato Euronext Growth Milan si rispecchia nella presenza di requisiti formali meno severi, tanto per il segmento "standard", quanto per quello Professionale. Questi requisiti sono principalmente contenuti nel "*Regolamento Emittenti del Mercato Euronext Growth Milan*" di Borsa Italiana S.p.A., la quale riporta informazioni altrettanto importanti inerenti alle figure dei consulenti che affiancheranno la società durante le varie fasi della quotazione e ai requisiti che devono possedere per ricoprire determinati ruoli, nel "*Regolamento Euronext Growth Advisor*". Accanto a questi documenti, importante è citare anche quello contenente i dettagli sulle procedure operative e i requisiti aggiuntivi specifici per il mercato (*Istruzioni al Regolamento dei Mercati*).

Confrontando i requisiti ufficiali dei due segmenti di EGM richiesti in fase IPO, le differenze non sono molte e gran parte dei requisiti caratterizzanti il mercato EXM, qui, non esistono. Per poter accedere alternativamente ad uno dei due segmenti di EGM,

caratteristiche di successo che le permettono di ambire a una crescita internazionale in termini di mercato, business, organizzazione, fatturato. Una Scale-Up è quindi quella Start-Up che sta perfezionando il product-market fit, fornendo ai potenziali investitori un progetto che ha all'attivo un team affidabile e una buona opportunità di mercato.

alle imprese non è richiesto nessun obbligo di capitalizzazione minima, e il numero di bilanci certificati da presentare si riduce da tre ad uno. Tuttavia, la società deve essere in grado di destinare al mercato almeno il 10% del valore del suo capitale e, in particolare, nel segmento “ordinario”, almeno il 7,5% del flottante deve fare capo a cinque o più investitori istituzionali. Il restante 2,5% può essere sottoscritto da qualsiasi altro investitore, ad eccezione di soggetti che figurino quali parti correlate o dipendenti della società o del gruppo. Nel segmento Professionale il vincolo prevede invece che il flottante minimo, pari a 10% del capitale, debba essere ripartito tra almeno cinque investitori che non siano parti correlate né dipendenti della società o del gruppo, anche non aventi natura istituzionale o professionale.

Ancora poi, se da un lato nel segmento Professionale l’offerta risulta essere non obbligatoria²⁰, dall’altro, nel segmento “ordinario”, essa deve essere principalmente indirizzata ad investitori istituzionali, con la possibilità che venga destinata anche alla clientela retail solo qualora il suo valore fosse inferiore a otto milioni di euro.

In entrambi i comparti del mercato la società ha poi la facoltà di scegliere quali principi contabili utilizzare nella redazione dei documenti di bilancio, tra quelli italiani, interazionali o americani, e ha l’obbligo di possedere un proprio sito internet che permetta, a chi interessato, di accedere gratuitamente a informazioni di diversa natura sull’emittente.

In merito ai documenti che è necessario fornire al fine dell’ammissione, il mercato EGM prevede esclusivamente il cosiddetto documento di ammissione, il quale deve contenere informazioni relative all’attività della società, al management, alla compagine sociale e ai dati economico-finanziari. Questo documento, nonostante abbia un contenuto ridotto rispetto al prospetto informativo, è redatto secondo il medesimo modello e ricopre un ruolo altrettanto fondamentale ai fini informativi e comunicativi.

La normativa prevede poi che la società venga seguita da un consulente, autorizzato da Borsa Italiana S.p.A., che garantisca, durante tutto il processo di quotazione e successivamente, che la stessa rispetti gli adempimenti dettati dal Regolamento Emittenti. Questo si identifica nell’Euronext Growth Advisor se si

²⁰ Offerta non obbligatoria: condizione per la quale la società ha la possibilità di quotarsi senza necessariamente effettuare un’offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione delle azioni (Just Listing). L’ammissione alla quotazione, in questo caso, può avvenire in via diretta garantendo ugualmente il rispetto di requisiti di trasparenza e informativa agli investitori.

considera il segmento Professionale, e, alternativamente, nell'Euronext Growth Advisor o nel Global Coordinator, nel segmento "standard". Le imprese che decidono di quotarsi nel segmento "ordinario" devono inoltre essere supportate dall'Investor Relations Manager nella gestione delle relazioni con gli investitori. Inoltre, una volta ammesse, devono avvalersi di uno specialista che si impegni ad esporre continuamente sul mercato proposte in acquisto e vendita, garantendo la liquidità dei titoli della società, e che svolga almeno due ricerche l'anno sull'emittente.

A livello di corporate governance, l'unico requisito richiesto riguarda la presenza di almeno un amministratore indipendente nel Consiglio di Amministrazione per le società che si quotano nel segmento "standard", mentre nessun onere è previsto nel segmento Professionale. Non è nemmeno quindi richiesta la presenza di comitati interni come quello per le retribuzioni o per il controllo interno.

Passando poi ad analizzare i requisiti formali nella fase successiva all'IPO nei segmenti del mercato Euronext Growth Milan, si riscontra nuovamente una generale semplificazione degli obblighi a cui la società deve adempiere per mantenere lo status di quotata. Nello specifico, in entrambi i comparti, è previsto che l'emittente pubblichi entro tre e sei mesi, rispettivamente, la relazione di bilancio semestrale e annuale, con l'obbligo solamente per quest'ultima di essere soggetta a revisione. Viene quindi meno l'impegno a presentare resoconti trimestrali che è invece caratterizzante del segmento STAR del listino principale. Anche per le operazioni con parti correlate l'informativa si snellisce, mentre persistono gli obblighi volti a garantire una rapida comunicazione delle informazioni price sensitive e relative ad operazioni straordinarie.

L'analisi dei requisiti formali e sostanziali che devono essere soddisfatti da parte degli emittenti che manifestano l'intenzione di quotarsi in un mercato gestito da Borsa Italiana S.p.A., dimostra come lo scenario dei mercati finanziari italiani sia caratterizzato da forte eterogeneità. Ogni soggetto potrà identificare il mercato, ed in particolare il segmento, che più si addice alle sue caratteristiche e alle sue esigenze. Indipendentemente dalla scelta, saprà, però, che dovrà adempiere ad una serie di obblighi regolamentari, prima per essere ammesso nel mercato, poi per potervi rimanere. Se, ad esempio, l'emittente volesse quotarsi nel comparto STAR del mercato EXM, saprebbe di dover affrontare regole più severe, in virtù del fatto che in tale segmento gli investitori necessitano di un maggior livello di garanzia. D'altra parte, però, potrebbe acquisire un

più alto tasso di visibilità e credibilità, consolidando anche la propria forza contrattuale nei rapporti con i terzi.

Altro aspetto da considerare è quello dei costi. Quotarsi in un segmento piuttosto che in un altro comporta oneri differenti, non solo nella fase di domanda di ammissione, ma anche nella fase successiva alla quotazione. I consulenti che entrano in gioco sono molteplici e devono essere remunerati per il servizio offerto alla società interessata; altrettanto numerosi sono gli obblighi informativi da osservare una volta acquisito lo status di società quotata. Tuttavia, come accertato sopra, non tutti i segmenti richiedono la presenza obbligatoria delle medesime figure, né la divulgazione degli stessi documenti utili a fini di trasparenza. Di conseguenza, ciò comporta una certa misura di diversità in termini di costo, che dovrà essere tenuta in considerazione da parte dell'emittente nella fase valutativa della scelta.

Nonostante sia evidente come in alcuni comparti del mercato i requisiti risultino essere meno rigidi, la regolamentazione li fissa con l'obiettivo di garantire la presenza di mercati in cui gli strumenti finanziari mantengano un certo grado di liquidità, in cui le informazioni vengano comunicate in maniera tale da limitare la possibilità che ci siano asimmetrie informative e in cui il contesto possa dirsi sufficientemente trasparente. Questi elementi si rivelano pertanto cruciali per l'intenzione di allineare i listini borsistici italiani a quelli degli altri mercati del gruppo Euronext, evitando così la creazione di un considerevole divario tra di essi in termini di competitività.

2.5. Le fasi del processo di quotazione

Passati in rassegna i requisiti formali e sostanziali necessari all'ammissione al mercato, si può ora studiare più da vicino il processo di quotazione in sé. Il percorso, il cui risultato è la possibilità di vedere negoziati i propri titoli sul mercato, si compone di molteplici fasi, eterogenee in termini di durata ed attori coinvolti, ma ciascuna parte necessaria al completamento di quel puzzle avente come protagonista la società quotanda²¹.

Come messo in evidenza nel report *“Borsa Italiana per le PMI”*, pubblicato dal team *“Primary Markets Italy”* di Borsa Italiana (2024), l'iter di quotazione nei mercati

²¹ In merito alle fasi del processo IPO si veda il manuale accademico “mercati e strumenti finanziari”, seconda edizione, Università Ca' Foscari di Venezia, Dipartimento di Management.

Euronext Milan ed Euronext Growth Milan è scomponibile, rispettivamente, in quattro e tre fasi. Specificatamente nel mercato EXM gli step sono i seguenti:

1. Preparazione alla quotazione;
2. Due diligence e pre-marketing;
3. Istruttoria e ammissione;
4. Collocamento.

Nel mercato EGM, invece, le fasi sono:

1. Preparazione alla quotazione;
2. Due diligence e raccolta ordini;
3. Ammissione.

Tuttavia, queste possono essere considerate delle macro-fasi, essendo che poi, all'interno di ciascuna, le attività che vengono svolte sono variegate. Inoltre, è bene sottolineare che lo step finale, successivo all'ammissione, per entrambi i listini si individuerà nella fase di negoziazione dei titoli, indispensabile per garantire la liquidità degli stessi.

La fase zero è quella di preparazione, durante la quale l'emittente seleziona la figura dell'advisor principale, Nomad o Euronext Growth Advisor (EGA) nel mercato EGM e Listing Agent (ex Sponsor) nel mercato EXM, il quale supporterà la società durante tutto il processo di ammissione alla quotazione e anche successivamente, in base a quanto stabilito da contratto. Tra le tante responsabilità, questo consulente aiuta l'impresa nello studio di fattibilità dell'operazione, la affianca nella preparazione della documentazione da presentare per portare avanti la domanda di ammissione e la assiste nella pianificazione generale della quotazione- Quest'ultima si compone di attività quali la definizione della strategia, la predisposizione dei dati finanziari e del piano industriale, nonché la determinazione della struttura dell'offerta. Listing Agent o EGA che sia, questo soggetto è la figura che si interpone tra emittente e autorità regolamentari (Borsa Italiana e Consob), garantendo la presenza di una relazione continuativa tra le parti. In questa fase la società deve anche individuare altri consulenti che, specializzati in campi differenti, le offriranno il supporto necessario relativamente ai diversi aspetti che caratterizzano il processo nel suo complesso.

In merito all'analisi di fattibilità, essenzialmente si tratta di uno studio volto a dimostrare che l'emittente rispetti tutti i requisiti formali e sostanziali richiesti per essere

ammesso al mercato d'interesse, nonché la sua capacità di generare in futuro flussi di cassa idonei a soddisfare gli stakeholder e, in ultima analisi, che le condizioni di mercato si possano ritenere congiunturali all'operazione. Sempre nella fase preparatoria, la società quotanda dovrà dotarsi di sistemi manageriali coerenti alla rilevanza dell'operazione, eventualmente apportando delle modifiche all'originaria struttura di governance. Questa attività, che trova sempre il supporto da parte dell'advisor principale, può essere considerata come parte di un più ampio progetto di autovalutazione, nonché di studio della convenienza strategica dell'operazione, che si rispecchia in tutta la fase preliminare alla richiesta di ammissione. La preparazione alla quotazione si conclude con una prima riunione di avvio lavori, detta *kick off meeting*, durante la quale vengono assegnate effettivamente le responsabilità e si condividono tempistiche e principali aspetti della procedura di quotazione.

Focalizzando l'attenzione sul Listing Agent o Euronext Growth Advisor (EGA), a seconda del mercato, questo è un soggetto che, selezionato dalla società quotanda, prima di poter operare deve comunque ricevere l'autorizzazione da parte di Borsa Italiana S.p.A. Può capitare poi che a svolgere questo ruolo sia un altro soggetto importante nell'operazione, il Global Coordinator. In ogni caso, solitamente questa mansione viene affidata ad una banca d'investimento, piuttosto che ad una banca d'affari o ad un qualsiasi altro intermediario finanziario autorizzato ai sensi del TUF, che avrà una grande responsabilità nei confronti del gestore del mercato. Tuttavia, come anticipato precedentemente, oltre a questa figura, in questa fase, vengono nominati altri advisor che supporteranno la società durante il processo di quotazione, assistendola nelle molteplici attività che lo caratterizzano. Tra questi troviamo:

- Società di revisione contabile;
- Advisor finanziari;
- Global Coordinator (se diverso da Listing Agent o da EGA);
- Consulenti legali e fiscali;
- Specialista (se previsto);
- Investor Relations Manager (se previsto);

Le attività che consentono di affermare che la fase preparatoria al processo di quotazione sia stata correttamente assolta sono riassunte nella Figura 5, che riporta gli ambiti sui quali la procedura preliminare dovrebbe appunto soffermarsi.

Figura 5. Il Processo di Quotazione: Preparare l'azienda

Strategia	Definire le strategie di creazione di valore per gli attuali e futuri azionisti
Settore e posizionamento competitivo	Analizzare il settore industriale in cui opera la società e il posizionamento competitivo raggiunto
Dati finanziari storici	Certificare bilanci ed eventuale semestrale, nonché dati pro forma in caso di recenti operazioni straordinarie
Dati finanziari prospettici	Predisporre un piano industriale pluriennale della società quotanda
Struttura del gruppo	Identificare il perimetro di quotazione più adatto, garantendo autonomia gestionale alla società quotanda
Struttura organizzativa e manageriale	Presentare una squadra manageriale con profili dotati di adeguata professionalità ed esperienza, capaci di garantire la realizzazione dei piani strategici e degli obiettivi presentati al mercato
Governo societario	Implementare procedure e prassi per una sana e corretta gestione aziendale, tutelando gli interessi degli azionisti di minoranza e la trasparenza decisionale nei confronti del mercato
Equity Story	L'insieme di questi elementi è utile per definire il profilo della società quotanda che verrà presentato agli investitori al fine di indurli ad aderire all'offerta delle azioni

Fonte: sito web di Borsa Italiana. Estratto da: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>

Una volta terminata la fase preliminare, la cui durata, solitamente, varia da un minimo di due mesi ad un massimo di cinque mesi, viene avviata la due diligence e si iniziano a predisporre i documenti da presentare per poter essere ammessi al mercato (variabili a seconda del listino scelto). La due diligence, come definita nel glossario finanziario di Borsa Italiana, è quell' *“attività di indagine e di acquisizione di informazioni su una società con lo scopo di valutarne punti di forza e di debolezza in vista di operazioni straordinarie come acquisizioni, cessioni, investimenti, finanziamenti, IPO”*. Nel contesto della quotazione, la due diligence viene svolta al fine di reperire tutti i dati propedeutici alla redazione del prospetto informativo, nel mercato EXM, e del documento di ammissione, nel mercato EGM. In genere, l'incarico di svolgere la due diligence viene affidato al global coordinator, il quale viene poi affiancato da altri consulenti, come ad esempio quelli che operano nell'ambito legale, ma non solo. L'assistenza da parte dei professionisti è fondamentale perché l'attività in questione è complessa e tende ad essere frazionata in più parti che richiedono appunto conoscenze

eterogenee. Nello specifico, comunemente si parla di: Management Due Diligence, Legal Due Diligence, Financial Due Diligence e Tax Due Diligence.

La management due diligence si compone di una serie di incontri con la direzione della società, finalizzati ad affrontare strategie ed intenzioni future dell'impresa, sia a livello operativo che finanziario. Questo tipo di due diligence viene svolta in maniera continuativa, prevedendo un costante scambio di informazioni utili ad esaminare aspetti quali la potenzialità di sviluppo, i punti di forza e le eventuali criticità dell'azienda. Tuttavia, data la notevole portata che potrebbe acquisire quest'analisi se priva di confini, spetta al global coordinator definirne il perimetro, affinché risulti adeguata ed esaustiva.

Per quanto riguarda la legal due diligence, svolta dai legali della banca d'investimento a cui si affida l'emittente durante il processo, coordinati dagli avvocati dell'emittente stesso, è l'attività attraverso la quale viene studiato tutto ciò che interessa la sfera giuridica e contrattualistica dell'operazione.

Segue poi la financial due diligence, la quale, chiamando in causa la società di revisione a cui si affianca la società quotanda, si focalizza sull'analisi qualitativa dei dati finanziari, sull'adeguatezza della loro rappresentazione nei documenti di offerta, nonché sulla loro sostenibilità. Con la due diligence finanziaria viene inoltre verificato che l'emittente sia *compliant* in merito ai principi contabili previsti dal regolamento del mercato di riferimento e vengono esaminati i sistemi di controllo interno, nonché la *comfort letter*²² presentata dagli auditor.

Da ricordare anche la due diligence fiscale, il cui obiettivo è quello di verificare che vi sia compliance anche sotto il punto di vista tributario. A svolgerla è l'advisor incaricato della situazione contabile e fiscale della società, solitamente la società di revisione o un dottore commercialista, che, fondamentalmente, ha il compito di svolgere l'analisi dei bilanci, accertando che siano conformi alle norme civilistiche e fiscali. Inoltre, questo soggetto si impegna di verificare la regolarità dei libri contabili, dei libri IVA e delle dichiarazioni dei redditi della società (Migliorini, 2022).

In sintesi, l'attività di due diligence nel suo complesso è propedeutica al fine di reperire tutte le informazioni utili alla predisposizione del prospetto informativo e del documento di ammissione, quali documenti che dovranno poi essere resi pubblici e quindi

²² Comfort letter: lettera attraverso la quale la società di revisione attesta la correttezza dei dati contabili della società quotanda.

disponibili a tutti coloro che dimostrano di avere un minimo interesse verso la società quotanda.

L'attività di due diligence risulta pertanto ricoprire un ruolo cruciale nel processo di ammissione alla quotazione. Questo perché la sua utilità non riguarda solamente la società quotanda, che attraverso la due diligence è in grado di predisporre i documenti da presentare al fine della quotazione, ma anche gli investitori e il listing agent/Euronext Growth Advisor. Una due diligence svolta accuratamente consente infatti agli investitori di avere a disposizione un patrimonio informativo idoneo alla conoscenza dell'emittente e dell'operazione, nonché alla valutazione della convenienza insita nella sottoscrizione/acquisto delle azioni oggetto dell'offerta. Se poi consideriamo la figura del listing agent o del EGA, l'attività in questione, toccando anche aspetti legati alla governance e alla contabilità, è propedeutica ad accertare il rispetto dei requisiti formali e sostanziali richiesti all'emittente. Requisiti della cui sussistenza dovrà farsi garante lo stesso listing agent/EGA, mediante il rilascio di una dichiarazione nei confronti di Borsa Italiana (Giustiniani et al., 2022).

Un ultimo aspetto non trascurabile, relativo alla due diligence, è la sua durata. Nonostante questa attività prenda inizio nella fase appena successiva a quella preliminare, sarebbe erroneo pensare che termini una volta depositato il documento di offerta presso l'autorità competente. La due diligence deve infatti progredire fino alla fase della negoziazione delle azioni, attraverso l'aggiornamento del prospetto informativo/documento di ammissione, dal momento che potrebbero verificarsi fatti potenzialmente compromettenti per il valore dei titoli immessi nel mercato (Giustiniani et al., 2022).

Pertanto, svolgere con la massima attenzione la due diligence, in tutte le sue componenti, risulta essere un mezzo decisivo per la tutela degli investitori. Questa attività, come già affermato, permette loro di acquisire gran parte delle informazioni di cui hanno bisogno, riducendo, parzialmente, le asimmetrie informative presenti nel processo di quotazione tra il lato della domanda e quello dell'offerta, oltre che consentire all'emittente di adempiere agli obblighi di veridicità e completezza informativa richiesti dalla regolamentazione di Consob e Borsa Italiana.

Acquisita una quantità sufficiente di informazioni, si passa alla predisposizione del prospetto informativo o, alternativamente, del documento di ammissione. Questa

attività prende avvio dai dati raccolti attraverso la due diligence, che vengono così sfruttati per portare alla luce quel documento necessario agli investitori per conoscere l'emittente, la sua situazione economico-finanziaria, le sue prospettive future, nonché la struttura dell'offerta (Capuano et al., 2001). A tal fine, è richiesto lo sforzo di più soggetti che, operando in maniera sinergica, danno vita a ciò su cui si baserà una consapevole scelta d'investimento. L'operazione non coinvolge, infatti, solo la società quotanda, ma anche buona parte dei soggetti che la assistono nell'iter di quotazione. Tra questi, la società di revisione, i consulenti legali, finanziari e fiscali e il global coordinator, i quali, ciascuno svolgendo mansioni differenti, contribuiscono a fornire un'immagine trasparente dell'emittente e dell'offerta.

Prima della vera e propria redazione del prospetto informativo/documento di ammissione, è necessario che il Consiglio di Amministrazione, con formale delibera, convochi l'assemblea dei soci affinché l'approvazione del progetto di quotazione, ed eventuali operazioni ad esso correlate, vengano trattate quali ordini del giorno.

L'approvazione da parte dell'assemblea dei soci fa "scattare", come già anticipato, la redazione del suddetto documento, la quale richiede una buona capacità di selezione delle informazioni, che permetta, al contempo, di mantenere il giusto grado di disclosure preteso dalle linee guida Consob. Selezionare i dati, essenzialmente, significa riuscire ad attribuire la giusta enfasi a tutte le informazioni, senza, al contrario, pesarle indistintamente.

Un elemento di fondamentale importanza nel documento di offerta interessa la struttura di quest'ultima. L'elemento in questione è il prezzo al quale le azioni verranno sottoscritte/acquistate dagli investitori. Nello specifico, in una sezione del documento considerato, l'emittente deve indicare un intervallo di prezzo, definito anche *range* di prezzo, entro il quale verrà individuato quello effettivo al momento della distribuzione dei titoli tra il pubblico. Questo intervallo, come precisa Lops (2017), è solo orientativo, *"il prezzo effettivo verrà fissato solo pochi giorni, talvolta poche ore, prima dell'effettivo suono della campanella sul mercato azionario"*. Questo aspetto risulta particolarmente significativo perché rende, fin da subito, conscio l'investitore del fatto che l'importo che dovrà realmente sostenere gli sarà rivelato solo dopo aver accettato i termini dell'offerta. Nonostante, dunque, le molteplici informazioni utili a garantire disclosure nei confronti del mercato, il pubblico risparmiatore si troverà a dover decidere se aderire o meno all'offerta

in un contesto non completamente trasparente, a causa della mancata definizione di uno dei fattori forse più rilevanti, il prezzo.

La redazione del prospetto informativo e del documento di ammissione è seguita dall'attività di pre-marketing, nel mercato EXM, e da quella di raccolta ordini nel mercato EGM. Entrambe queste fasi, insieme all'attività di due diligence e di redazione dei documenti, occupano un periodo di circa 2-3 mesi, dato che prevedono al loro interno una sequenza di attività diverse, alcune delle quali comuni.

La prima di queste attività prevede che la società fornisca una panoramica complessiva di sé stessa, dell'offerta e del mercato di riferimento, agli analisti, in particolare a quelli degli intermediari finanziari che costituiscono il consorzio di collocamento, di cui si parlerà successivamente. Questa presentazione serve essenzialmente a permettere loro di conoscere aspetti inerenti alla struttura societaria e all'attività operativa dell'emittente, nonché al mercato di riferimento e al posizionamento competitivo in quest'ultimo, trattando inoltre la struttura dell'offerta rivolta al pubblico. Con tutte le informazioni che ottengono, gli analisti possono poi compiere ulteriori ricerche sulla società stessa, al fine di acquisire tutti i dati a loro necessari.

Una volta elaborate le ricerche, gli analisti procedono a presentarle alle cosiddette "forze di vendita", ossia ai membri del consorzio di collocamento, se presente. Le banche d'investimento, i broker e gli altri intermediari finanziari che rientrano tra i "venditori", esaminati i dati sull'emittente e sull'offerta, si interfacciano con i potenziali investitori, al fine di raccogliere quanto più consenso possibile. Questa attività rientra nella fase di pre-marketing proprio perché l'obiettivo è di ricevere un feedback positivo sul grado di accoglienza dell'operazione da parte di coloro che stanno valutando se partecipare o meno al capitale della società quotanda. In poche parole, attraverso l'incarico assegnato alle forze di vendita, ci si vuole fare un'idea su quella che potrà essere la compagine di investitori che, una volta quotata la società, ne riceveranno le azioni, diventando così soci. I consensi preliminari vengono poi trasmessi al global coordinator del processo di quotazione, il quale, sulla base delle statistiche ricevute, insieme alla società, delinea l'ammontare dell'offerta e il range di prezzo dei titoli. Nello specifico, per quanto concerne l'intervallo di prezzo, è bene soffermarsi, almeno parzialmente, sulla metodologia adottata per identificarlo. Tra i criteri riconosciuti dagli operatori, a tal proposito, si trovano il metodo *Discount Cash Flow* e quello dei *Multipli di Borsa*

(Arlotta, 2008). Entrambi gli approcci sono idonei a definire, almeno approssimativamente, il valore dell'impresa, il quale dovrà essere rispecchiato proprio dal prezzo al quale i titoli verranno poi collocati.

Altra attività che viene svolta durante il periodo di marketing, almeno in EGM, è definita *roadshow*. Il roadshow consiste nell'organizzazione di incontri in cui il top management presenta pubblicamente la società agli investitori. Questi meeting possono essere tenuti anche all'estero e sono pensati per rivolgersi, alternativamente, a una vasta platea di investitori, a un gruppo circoscritto di essi, o anche a singoli interessati. Durante questi ritrovi, la società quotanda si avvale di molteplici strumenti al fine di risultare il più appetibile possibile agli occhi del suo pubblico. Attraverso la diffusione di stampe/volantini e la trasmissione di spot televisivi e radiofonici, inoltre, l'emittente cerca di rendere gli stakeholder quanto più possibile partecipi al progetto lanciato, rendendosi anche disponibile a chiarire eventuali dubbi e a rispondere alle domande dei presenti, qualora ve ne fossero. Per questo, secondo Capuano et al. (2001), il roadshow "*è la fase in cui all'imprenditore viene richiesto il maggiore sforzo di comunicazione ed il totale coinvolgimento*" del pubblico. Per di più, spesso accade che, per garantire una comunicazione efficace, venga nominato un Public Relations advisor, consulente al quale viene assegnato l'incarico di gestire e seguire tutto ciò che riguarda, appunto, la presentazione delle informazioni durante il roadshow. Sempre Capuano et al. (2001), in merito all'assetto organizzativo di questa attività, specificano che, in media, ogni incontro occupa circa quaranta minuti, così da permettere alla società di concentrare nell'arco dell'intera giornata un numero cospicuo di colloqui.

Come già anticipato in precedenza, il report "*Borsa Italiana per le PMI*" (2024) differenzia i mercati EXM ed EGM, attribuendo una denominazione diversa alla fase che succede la due diligence. Se nel primo, infatti, si parla di "pre-marketing", nel secondo il termine usato è "raccolta ordini". Tuttavia, nonostante appellativi diversi, gran parte delle attività svolte al fine di promuovere l'immagine della società quotanda, suscitando al contempo l'interesse di quanti più investitori possibili verso l'offerta delle azioni sul mercato, risultano essere condivise in entrambi i mercati. Ciò che quindi giustifica l'utilizzo di termini differenti è il fatto che, in EGM, la raccolta degli ordini avviene prima della fase di ammissione, mentre nel mercato EXM ha luogo durante la fase di collocamento, la quale succede quella di istruttoria ed ammissione (così come denominate nel report stesso). Di conseguenza, la procedura di ammissione alla quotazione nel

mercato rivolto alle pmi si rivela così più snella, anticipando il momento di incontro tra emittente e potenziali investitori, durante il quale vengono raccolte le richieste e si va a formare il prezzo, a quello in cui viene avanzata l'effettiva domanda di ammissione. Il cambiamento che differenzia i due listini non è, dunque, sostanziale, essendo le attività le stesse, ma riguarda la denominazione e la collocazione temporale che alcune di esse presentano nel procedimento complessivo. In sintesi, quello che accade è che, se da un lato, nel mercato EGM, l'attività di roadshow, volta a far interloquire la società con i potenziali investitori, viene svolta prima che la società comunichi formalmente a Borsa Italiana la sua volontà di essere ammessa nel mercato, dall'altro, in EXM, la medesima attività ha luogo solo dopo che l'emittente è stato ammesso al listino.

Nel mercato EGM, una volta conclusasi la due diligence e la raccolta ordini, si apre la fase di "ammissione", la quale risulta essere composta da tre sottofasi: comunicazione pre-ammissione, domanda di ammissione, ammissione e allocazione delle azioni. Queste tre attività occupano complessivamente un arco temporale di circa dieci giorni ed è proprio dieci giorni di mercato aperto prima della data prevista per l'ammissione al mercato, che l'Euronext Growth Advisor, per conto della società quotanda, presenta la comunicazione di pre-ammissione a Borsa Italiana S.p.A. Si tratta di un documento che l'emittente è tenuto a compilare indicando una serie di informazioni generali inerenti sé stesso e l'offerta oggetto dell'operazione. Tra queste viene inoltre richiesto di specificare il segmento EGM in cui ci si vuole quotare, nonché il nome e l'indirizzo del EGA e dello specialista nominati. Qualora prima della data di ammissione sorgesse la necessità di apportare delle modifiche ai dati dichiarati attraverso la comunicazione di pre-ammissione, l'emittente ha l'obbligo di segnalare, senza indugio, tale esigenza a Borsa Italiana, la quale potrebbe decidere di posticipare di dieci giorni di mercato aperto la data di ammissione rispetto a quella prefissata, laddove considerasse la rettifica imprescindibile.

Si passa poi al momento di presentazione della domanda di ammissione, durante il quale la società quotanda presenta a Borsa Italiana il documento di ammissione, contenente tutto ciò che è richiesto dal regolamento. Fondamentale, come già citato precedentemente, è che l'emittente alleggi, qualora esistesse, l'ultimo bilancio o rendiconto annuale sottoposto a completa revisione legale. Il documento di ammissione viene inoltrato al gestore del mercato almeno tre giorni prima della data di ammissione e, contestualmente, la società deve dare evidenza dell'avvenuto pagamento dei corrispettivi

per l'ammissione in EGM. Tuttavia, affinché sia correttamente inviato, il documento in questione deve essere affiancato dalla dichiarazione del EGA, richiesta dal "*Regolamento Euronext Growth Advisor*" e da quella degli amministratori dell'emittente, con la quale questi certificano completezza e correttezza del documento di ammissione. L'aspetto di cui non si può non tenere conto in merito a tale documento riguarda il fatto che, a differenza di quanto accade per il prospetto informativo nel mercato EXM, il suo contenuto non necessita dell'approvazione formale da parte dell'autorità di vigilanza Consob e nemmeno da parte del gestore del mercato Borsa Italiana, particolare che riflette proprio la maggiore semplicità e celerità del procedimento per la quotazione su EGM.

Verificata, da parte di Borsa Italiana, la completezza e la conformità al regolamento del documento di ammissione, si apre la fase di ammissione ed allocazione delle azioni, durante la quale, come suggerito dalla stessa denominazione, l'emittente riceve l'ammissione alle negoziazioni e le sue azioni vengono distribuite agli investitori. Se il contenuto del documento di ammissione risultasse essere conforme e completo, viene reso pubblico sul sito della società quotanda e su quello di Borsa Italiana, così che tutti i soggetti interessati possano prenderne, in ogni momento, visione.

Al contrario, l'analisi della fase successiva alla due diligence e al pre-marketing nel mercato Euronext Milan rivela una maggiore complessità del procedimento, data dal fatto che in questo caso Borsa Italiana e Consob sono tenute a portare avanti una vera e propria attività di istruttoria nei confronti della società quotanda. Al termine dell'istruttoria, la società riceverà, dal gestore del mercato, l'autorizzazione all'ammissione alla Piazza, dall'autorità di vigilanza, il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo. Tuttavia, è importante sottolineare che la durata di questa fase si estende per circa due mesi, essendo che le verifiche da eseguire, oltre che richiedere svariate competenze, risultano essere piuttosto articolate.

Il legale rappresentante dell'emittente, congiuntamente al listing agent, sottoscrive la domanda di ammissione e la presenta all'ufficio di Borsa Italiana dedicato a verificarne la completezza. Quest'ultimo, eseguita l'analisi e non riscontrando alcun tipo di criticità, conferma alla società e a Consob la completezza della domanda e la sua conformità al modello riportato nelle "*Istruzioni al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*". A Borsa Italiana S.p.A. vengono concessi due mesi dal ricevimento di tutta la documentazione, durante i quali dovrà eseguire il controllo

relativo alla sussistenza di tutti i requisiti necessari all'ammissione per poi pronunciarsi circa la sua decisione di permettere o negare l'accesso al mercato alla società che ne ha fatto richiesta. Il verdetto deve essere comunicato all'emittente e, se previsto, al listing agent, nonché all'autorità di vigilanza, e pubblicato mediante "*Avviso di Borsa Italiana*". Il Regolamento in questione specifica poi la facoltà del gestore del mercato di sospendere il termine sopra indicato, qualora ritenesse opportuno chiedere ulteriori informazioni e documenti, funzionali a permettergli di esprimere un responso. In questo caso, il termine decorrerebbe dal momento dell'acquisizione dei nuovi documenti, senza alcuna modifica. Il provvedimento di ammissione alla quotazione ha efficacia per sei mesi ed è comunque subordinato alla presentazione della domanda di ammissione alle negoziazioni, ivi non ricompresa nella domanda di ammissione alla quotazione. A riguardo, è bene pertanto ricordare quando queste due domande debbano essere presentate separatamente, ossia nel caso in cui si tratti della prima ammissione sul mercato EXM. Al di fuori di questa circostanza, la domanda di ammissione alle negoziazioni viene considerata parte di quella di ammissione a quotazione ed entrambe vengono gestite in un'unica procedura. In caso contrario, la domanda di ammissione alle negoziazioni viene trasmessa successivamente alla comunicazione della sentenza di ammissione alla quotazione emessa da Borsa Italiana, ma non oltre un giorno di Borsa aperta dal ricevimento di tale comunicazione, a pena della decadenza della sentenza stessa. Laddove i requisiti di ammissione alle negoziazioni fossero rispettati, Borsa italiana ne disporrebbe l'ammissione, stabilendone altresì la data di inizio e il segmento di mercato nel quale si svolgeranno. La Consob verrebbe informata tramite apposito comunicato e il pubblico attraverso specifico Avviso, in modo analogo a quanto avviene per l'ammissione alla quotazione.

Ricevuto il nulla osta all'ammissione nel mercato da parte di Borsa Italiana S.p.A. e l'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo da parte di Consob, l'emittente potrà poi procedere al deposito dello stesso prospetto presso l'autorità di vigilanza, che, successivamente, lo renderà pubblico nel proprio sito internet, così come la stessa società. Tutto ciò renderà così il documento di pubblico dominio, e quindi facilmente reperibile.

Tuttavia, un aspetto su cui ci si deve soffermare durante la fase di istruttoria e ammissione, fa riferimento alla possibilità di Borsa Italiana di revocare dalla quotazione, come anche, in seguito, dalle negoziazioni, uno strumento finanziario. Specificatamente, assistere ad un intervento del genere da parte del gestore del mercato, potrebbe verificarsi

quando, eseguita un'attenta analisi secondo determinati parametri di valutazione, Borsa Italiana ritenesse sussistere una condizione di *“prolungata carenza delle negoziazioni”* o vi fosse uno scenario che non renderebbe possibile *“mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento”*. Analogamente, Borsa Italiana potrebbe optare per la temporanea sospensione dalle negoziazioni dello strumento finanziario qualora ritenesse temporaneamente mancante, o comunque vi fosse il rischio che possa mancare, la regolarità del mercato dello strumento stesso, o ancora, se considerasse la sospensione stessa un'operazione necessaria per garantire la tutela degli investitori.

Una quindicina/ventina di giorni prima della data che attribuisce formalmente lo status di società quotata all'emittente, nel mercato EXM prende avvio l'ultimo stadio prima del vero e proprio momento in cui verranno scambiate le azioni. Ci si sta riferendo alla fase di *“collocamento”*, comprensiva di attività quali roadshow e bookbuilding.

Prima di passare in rassegna queste due attività, è doveroso riprendere quanto detto in precedenza relativamente alla differenza tra i due listini a livello di terminologia e collocazione temporale di alcune attività del processo di quotazione. La fase cosiddetta di collocamento, analizzando gli step dell'iter di quotazione dal report *“Borsa italiana per le PMI”* (2024), sembra non essere presente nel mercato EGM; tuttavia, non considerarla vorrebbe dire compiere un grave errore. Questo perché nel listino dedicato alle piccole e medie imprese, il collocamento, così definito (dal report) nel mercato EXM, coincide con l'attività di allocazione delle azioni, che, nell'EGM, precede l'ammissione alle negoziazioni. Fondamentalmente nulla cambia, se non l'utilizzo di espressioni differenti che possono essere considerate sinonimi idonei a descrivere la stessa attività di distribuzione delle azioni agli investitori.

Fatta questa precisazione, si può procedere nell'analisi delle attività sopra nominate, vale a dire roadshow e bookbuilding. Considerando che la prima delle due è stata già precedentemente trattata, si può focalizzare l'attenzione sulla seconda, nota come bookbuilding.

Con bookbuilding, come specificato nel glossario finanziario di Borsa Italiana, si intende letteralmente il *“processo di redazione della scheda di domanda degli investitori istituzionali che hanno presentato un ordine relativamente ad un'operazione di offerta di titoli e che porta alla fissazione del prezzo dei titoli”*. Essenzialmente, si può dire che il bookbuilding è quel procedimento che, comprendendo la raccolta di ordini, la successiva

definizione di un price range (conosciuto anche come “forchetta di prezzo”) per le azioni e la finale allocazione dei titoli, permette all’emittente di avere un’idea chiara su quella che è l’effettiva domanda rappresentata dagli investitori ai quali l’offerta si rivolge. Fondamentale è precisare che il bookbuilding viene svolto dai sottoscrittori delle azioni dell’emittente, ossia dalle banche d’investimento e dagli altri intermediari finanziari che compongono, qualora fosse previsto, il consorzio di collocamento. Questi, incontrando gli investitori, raccolgono gli ordini in funzione di parametri quali prezzo, dimensione e ordine temporale, e, una volta collezionate tutte le richieste, tenendo altresì conto di eventuali limiti di prezzo indicati dagli interessati, definiscono una vera e propria curva di domanda, nella quale, ad ogni livello di prezzo, è associato uno specifico volume di richieste. Questa attività, tendenzialmente, vede come obiettivo quello di raccogliere le singole domande di investitori istituzionali, ma, alcune volte, capita che venga indirizzata anche verso la sfera degli investitori retail. L’insieme di ordini degli investitori istituzionali costituisce il *book istituzionale*, strumento che permette alla società quotanda di avere consapevolezza su qualità e quantità della domanda complessiva.

Un interrogativo che potrebbe sorgere a tal proposito è: cosa si intende con “qualità della domanda”? Chiederselo è lecito, essendo, in questo caso, il concetto di qualità meno scontato rispetto a quello di quantità, che si riferisce sostanzialmente al numero di azioni che ciascun investitore è disposto a sottoscrivere. Per spiegare il concetto di qualità della domanda è necessario precisare che, spesso, la stessa domanda viene scissa tra i singoli investitori, con l’obiettivo di individuare più facilmente quelli che ne rappresentano la componente più duratura, ossia coloro che mostrano una maggiore propensione all’investimento di lungo termine e che, per questo, è più probabile garantiscano il buon andamento del titolo sul mercato secondario. Questa ripartizione, nota anche con il termine “*ranking*”, ricopre un ruolo chiave nel definire il livello qualitativo della domanda in ambito IPO, il quale, a sua volta, è funzionale all’individuazione di un adeguato prezzo di collocamento, nonché del gruppo di investitori su cui poter contare per eventuali operazioni future.

Quello che accade nel mercato Euronext Milan ed Euronext Growth Milan è essenzialmente uguale. Nel primo, il processo di bookbuilding prende atto nella fase di collocamento, successiva all’ammissione alla quotazione; nel secondo, questa serie di attività viene svolta analogamente dopo i roadshow, che, però, come detto, si tengono prima della fase di ammissione. In ogni caso il risultato è lo stesso, vale a dire la capacità

di determinare una forchetta di prezzo sulla base delle indicazioni fornite dagli investitori, della stima della domanda del pubblico e delle condizioni di mercato, per poi procedere con l'allocazione dei titoli azionari.

In questo contesto è bene distinguere due tipologie di price range che potrebbero, alternativamente, riscontrarsi, cioè quello fisso e quello variabile. Nel primo caso, il prezzo finale di offerta cadrà all'interno dell'intervallo di prezzo fissato all'inizio del bookbuilding. Nel caso di intervallo variabile, o *open price*, la fascia di prezzo inizialmente definita è più ampia e flessibile. Il prezzo, durante il bookbuilding, essendo più sensibile alle possibili variazioni della domanda dei sottoscrittori, tende ad oscillare più liberamente, adattandosi alle dinamiche del mercato. Tuttavia, nonostante il range inizialmente fissato sia solo una stima e possa risentire, appunto, dell'influenza del mercato, vengono comunque poste delle soglie limite, al fine di poter rendere determinabile il prezzo di collocamento. Quest'ultimo viene delineato principalmente sulla base del numero di azioni richieste, nonché del numero di richiedenti e della loro elasticità al prezzo.

Il passo successivo alla fissazione del prezzo finale, nel mercato EXM, riguarda l'allocazione delle azioni, momento che nel mercato EGM si colloca, come precisato, nella macro-fase definita "ammissione". Innanzitutto, la prima operazione da compiere è la quantificazione dei titoli azionari che devono essere assegnati agli investitori istituzionali e quelli che, al contrario, andranno a soddisfare la domanda del pubblico retail. La società emittente, in questo frangente, potrebbe voler applicare la clausola di *clawback*, attraverso la quale andrebbe a modificare la struttura dell'offerta delineata durante la fase di preparazione alla quotazione. Nello specifico, se prevista nel prospetto informativo o nel documento di ammissione, questa clausola può essere utilizzata in sede di allocazione per adeguare, in termini dimensionali, la struttura dell'offerta alla domanda effettivamente pervenuta durante la raccolta degli ordini. Questo sistema viene applicato a livello di tranche in cui l'offerta, solitamente, viene suddivisa e consente all'emittente di soddisfare l'interesse di investitori istituzionali e retail nella maniera più appropriata, andando a modificare, qualora servisse, la quota di offerta istituzionale e quella di offerta pubblica. A decidere come procedere, in ogni caso, è il global coordinator, il quale ha l'incarico di valutare la situazione e, sulla base di una serie di criteri, predisporre una proposta di allocazione dei titoli tra i diversi investitori. L'emittente, visionata la proposta, decide se dare il via libera al global coordinator che, nella migliore delle ipotesi, informa

ciascun investitore relativamente all'entità di azioni che gli verranno assegnate. A tal riguardo, uno dei criteri che vengono presi in considerazione durante l'allocazione è la dimensione del patrimonio gestito dall'investitore; maggiore questa sarà, più consistente si presenterà la quota azionaria che, presumibilmente, il soggetto deterrà.

Le azioni che vengono distribuite agli investitori hanno natura diversa a seconda del tipo di IPO che è stata intrapresa dalla società. Bisogna quindi considerare se si tratti di OPV, OPS o OPVS per capire se i titoli che vengono assegnati derivino da un aumento di capitale, e quindi siano di nuova emissione, o se invece siano oggetto della decisione di alienazione da parte di alcuni dei soci originari della società, piuttosto, ancora, se siano associabili a una combinazione delle due casistiche. A seconda della modalità di offerta adottata, il corrispettivo risultante dalla transazione avente ad oggetto le azioni spetterà a soggetti differenti. In caso di OPV, il prezzo dei titoli verrà pagato ai soci che cedono le azioni, mentre nel caso di OPS, il corrispettivo verrà incassato direttamente dalla società. Ovviamente, qualora si trattasse di OPVS, il compenso verrà ripartito tra società e proprietà, proporzionalmente alle azioni cedute e vendute.

Un ultimo aspetto interessante da prendere in considerazione, inerente, in generale, all'attività di raccolta degli ordini, è il fenomeno di *oversubscription*. Una volta che il book nel quale vengono ordinate le richieste ha preso forma, è possibile, come si è detto, avere un'idea chiara in merito a quella che è la reale domanda di azioni pervenuta dagli stakeholder. In alcuni casi, però, questa domanda potrebbe inaspettatamente superare l'offerta dell'emittente, provocando il fenomeno conosciuto appunto come *oversubscription*. Per la logica domanda/offerta, tanto più estesa è la domanda e tanto più alto è il livello di prezzo al quale potranno essere collocate le azioni. Di conseguenza, questa circostanza non funge altro che da indicatore di successo dell'operazione nel suo complesso.

Le fasi sopra descritte portano la società ad ottenere finalmente la qualifica di società quotata. Dal momento in cui le azioni vengono collocate in base alla struttura dell'offerta, le negoziazioni possono avere inizio. Si parla, in questo contesto, di *aftermarket*, ossia di mercato secondario, quale luogo in cui i titoli vengono scambiati tra operatori acquirenti e operatori venditori. Durante il primo giorno di quotazione, è comune che il prezzo salga, per effetto della domanda che è rimasta insoddisfatta in sede di collocamento. Questa domanda è tanto più alta quanto più il prezzo di collocamento è

stato fissato nella fascia alta del price range. Il motivo è semplice: un prezzo finale di offerta maggiore lascia una più vasta platea di investitori insoddisfatti in sede di allocazione, i quali, però, una volta passati nell'aftermarket, dimostrano una minore sensibilità al prezzo e, di conseguenza, una disponibilità a pagare meno vincolata.

Ci possono poi essere altri fenomeni che incidono sul prezzo a cui vengono negoziate le azioni durante il periodo iniziale successivo alla quotazione. Ne è un esempio il fenomeno di *flawback*, che si verifica quando buona parte degli investitori retail decide di vendere le azioni ricevute poco tempo dopo l'IPO, con l'intento di trarre un guadagno immediato. Comunemente, questo flusso di vendite scaturisce dalla componente più speculativa della domanda, che, adottando una concezione a breve termine d'investimento, opta per rimettere quanto prima i titoli sul mercato. Questa situazione può verificarsi tanto a fronte di un andamento positivo delle azioni, quanto negativo. Nel primo caso la convenienza del *flawback* è giustificata dalla volontà di trarre profitto sfruttando l'alto valore che il titolo ha acquisito; viceversa, nel secondo caso, cedere le azioni permetterebbe di tutelarsi da un eventuale tracollo del valore delle stesse. Due situazioni dunque opposte che trovano come congiuntura la scelta che porta al fenomeno sopra descritto.

Un'altra fattispecie riguarda la cosiddetta *green shoe* o *over-allotment option*. Come riporta il glossario finanziario di Borsa Italiana, con *green shoe* si intende "l'opzione che permette all'atto del collocamento dei titoli di una società, finalizzato all'ingresso in Borsa, la facoltà per l'emittente di aumentare la dimensione dell'offerta in modo da rispondere in modo adeguato alla domanda di titoli da parte degli investitori". Questa opzione, la cui durata generalmente è di trenta giorni, può essere esercitata alternativamente in due modi. Il primo, che è anche quello che si riscontra con più frequenza, prevede che, a fronte dell'esercizio dell'*over-allotment option*, siano gli azionisti della società ad ampliare il volume di titoli offerti, limitando la propria quota di partecipazione; il secondo richiede un aumento di capitale attraverso il quale vengono emesse nuove azioni, oggetto dell'opzione in questione. Il diritto di esercizio della *green shoe* è attribuito ai membri dell'eventuale consorzio di collocamento, che, nella circostanza idonea all'esercizio della stessa opzione, collocheranno le azioni presso gli investitori. Ma quando si può parlare di "circostanza idonea" all'esercizio di tale opzione? Essenzialmente quando, per i titoli immessi nel mercato, si crea una situazione di squilibrio tra domanda e offerta, a favore della prima. Questo porterebbe il prezzo dei

titoli ad aumentare sopra al livello dell'iniziale prezzo di sottoscrizione. Il funzionamento della green shoe viene associato al meccanismo dell'over-allotment, ovvero alla vendita allo scoperto di titoli nel contesto del collocamento IPO, per un valore corrispondente a quello dell'opzione. I titoli ottenuti dall'emittente, nel momento in cui l'opzione viene esercitata, vengono utilizzati per coprire la vendita allo scoperto realizzata tramite l'over-allotment. L'esercizio di questa opzione può, dunque, essere visto come un indicatore del successo dell'IPO, essendo che, solo a fronte di una domanda di azioni superiore all'offerta, i responsabili del consorzio troveranno convenienza ad esercitarla. Esercitare la green shoe comporta anche degli effetti sul piano della struttura dell'offerta della società che si è quotata, poiché allocare un maggior numero di azioni rispetto a quello inizialmente previsto significa ampliare il proprio flottante. Infine, è importante aggiungere come questo strumento funga da ulteriore forma remunerativa a favore dei collocatori, essendo i loro introiti strettamente dipendenti dalla quota di azioni in circolazione nella Piazza. Pertanto, più titoli vengono collocati, maggiore è il guadagno dei membri del consorzio di collocamento. Ancora, in questo contesto, però, potrebbe presentarsi la situazione nella quale si assiste ad una caduta del prezzo delle azioni al di sotto del prezzo di collocamento. In questo caso, i collocatori andrebbero ad acquistare sul mercato i titoli usati per la copertura dell'over-allotment, i quali, ceduti ad un prezzo e riacquistati a un altro inferiore, garantirebbero ai suddetti soggetti il conseguimento di un ricavo da trading.

Lo strumento dell'opzione green shoe è quindi tale da condizionare, tendenzialmente durante il primo mese dall'avvio delle negoziazioni, il prezzo dei titoli immessi sul mercato. Questa sua caratteristica lo rende idoneo a fungere quale mezzo attraverso cui stabilizzare il prezzo nel corso dei primi giorni di quotazione, ed evitare eventuali eccessivi deprezzamenti.

Altro fenomeno che potrebbe verificarsi nel momento in cui i titoli entrano a far parte del sistema finanziario è l'*underpricing*. Di *underpricing* se ne è parlato anche in precedenza, nell'analisi dei pro e dei contro che è bene la società intraprenda prima di iniziare effettivamente il processo volto all'entrata in Borsa. In parole semplici, questo evento si verifica quando il reale valore del titolo non viene appieno rispecchiato dal prezzo di collocamento. Spesso è l'emittente stesso che, volontariamente, decide di favorire le condizioni adatte a porre le basi per l'*underpricing*, e la ragione potrebbe rientrare tra una di queste:

- Incentivare il pubblico risparmio ad aderire all'offerta;
- Diffondere le azioni tra una vasta platea di investitori così da rendere la società facilmente scalabile;
- Adattarsi alla presenza di significative asimmetrie informative fra i partecipanti all'operazione.

Dunque, i fenomeni che potrebbero avere luogo nel primo periodo dall'avvio delle negoziazioni sono molteplici e tra loro eterogenei, ma comunque tutti in grado di influenzare il prezzo al quale i titoli vengono scambiati, taluni a fini speculativi, altri a fini di stabilizzazione dell'andamento dei titoli stessi.

Infine, non meno importante è la clausola di *lock-up*, la quale può essere prevista nel prospetto informativo/documento di ammissione, quale parte integrante della struttura dell'offerta, per impedire alla società emittente e ai suoi azionisti di compiere determinate iniziative sul capitale della società nel periodo appena successivo all'IPO. In sostanza, questa condizione vuole contrastare la possibilità che l'andamento dei titoli, una volta immessi sul mercato, possa essere influenzato dalla volontà della società di emettere nuove azioni e/o di qualche azionista di cedere quelle detenute. Per un determinato periodo di tempo, quindi, emittente e azionisti devono astenersi dall'intraprendere azioni di questo tipo, che, se adottate, potrebbero dar luogo ad un eccesso di offerta, il quale, a sua volta, porterebbe alla caduta del prezzo dei titoli detenuti dagli investitori. Questa clausola sembra quindi essere pensata per garantire una maggiore tutela degli azionisti di minoranza, i quali, partecipando al capitale della società, in mancanza di tale condizione, potrebbero, fin da subito, essere esposti ad un rischio come questo.

Insomma, i possibili scenari che potrebbero presentarsi nel primo periodo successivo alla quotazione sono molti, alcuni dei quali, come specificato, dipendenti dalla presenza di clausole inserite nel documento attraverso il quale la società presenta la richiesta d'entrata nel mercato. Proprio per questo motivo, ogni operazione di ammissione a quotazione è unica nel suo genere e, spesso, sta all'imprenditore decidere che tipo di clausole includere nella domanda di ammissione, senza però essere necessariamente vincolato ad esercitare ciò che queste prevedono.

Prima di procedere alla presentazione dei principali attori coinvolti durante l'iter di quotazione, è importante riconsiderare un aspetto di cui si è fatta menzione precedentemente, vale a dire la presenza di un consorzio di collocamento.

Il consorzio di collocamento può essere definito come quel team di intermediari finanziari che, autorizzati dalle autorità di regolamentazione italiane (Banca d'Italia e Consob), possono affiancare la società quotanda nella fase di collocamento delle azioni presso gli investitori retail e istituzionali. Volendo però essere precisi, come specificato nel sito della Consob, si parla di collocamento riferendosi alla distribuzione di titoli già emessi che vengono successivamente venduti (caso OPV), mentre si utilizza il termine sottoscrizione quando si prendono in considerazione strumenti di nuova emissione che vengono introdotti nel mercato per la prima volta (caso OPS).

Per quanto riguarda i soggetti da cui può essere costituito il consorzio, questi possono essere banche d'investimento, intermediari finanziari, come ad esempio SIM²³ (società di intermediazione mobiliare), e broker, che, conoscendo bene le dinamiche dei mercati finanziari, possono apportare un contributo fondamentale al buon esito dell'operazione. I membri del consorzio di collocamento vengono selezionati dall'emittente con l'ausilio dei vari advisor che entrano in gioco durante la quotazione, al fine di garantire la costituzione di un gruppo di professionisti preparati a supportare la società in una fase cruciale della sua vita. Spesso sono proprio le banche d'investimento e gli intermediari finanziari interessati a proporsi all'emittente per aggiudicarsi un posto all'interno del consorzio. Questo perché, nonostante la grande responsabilità che assumerebbero, assistere una società nel processo di entrata nel mercato può dar loro ampia visibilità, permettendo di essere riconosciuti tra il pubblico per le competenze e l'abilità dimostrate durante l'iter di quotazione, sempre che quest'ultimo si concluda positivamente. Proporsi di far parte del consorzio è quindi una scelta complicata relativamente alla quale i soggetti interessati devono riflettere con cura, soppesando adeguatamente rischi e benefici che potrebbero derivare dal ruolo che andrebbero ad assumere diventando parte del team.

Il consorzio di collocamento viene a formarsi durante la fase preparatoria dell'iter di quotazione, quando vengono anche nominati tutti gli altri consulenti che, ricoprendo ruoli diversi, parteciperanno al processo stesso. Quando l'offerta si rivolge sia ad

²³ SIM (Società di Intermediazione Mobiliare): soggetti a cui è riservato l'esercizio professionale di servizi d'investimento nei confronti del pubblico. Rientrano nella categoria delle "imprese di investimento", insieme alle imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie, e sono definite come quelle imprese, con sede legale e direzione generale in Italia, diverse dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario, autorizzate a svolgere i servizi d'investimento.

investitori retail che istituzionali, spesso, vengono formati due consorzi differenti, uno per ciascuna delle due tipologie di destinatari. Esiste poi un'ulteriore circostanza che si verifica quando l'offerta è indirizzata nei confronti di un gruppo ristretto di soggetti selezionati, di norma professionali (assicurazioni, banche, ecc.), nota come collocamento privato. Tuttavia, è fondamentale evidenziare che ad occuparsi della procedura di selezione dei membri del consorzio è il global coordinator, che, a sua volta, può assumere la qualifica di *lead manager*, ossia di capofila dell'operazione. Quest'ultimo sceglie i soggetti che lo affiancano nel team del quale ha il comando, tenendo conto della portata dell'operazione, dell'estensione territoriale, nonché dei canali previsti per la distribuzione degli strumenti finanziari. I soggetti designati ricevono uno specifico invito dal lead manager, in cui vengono comunicate le condizioni inerenti alla partecipazione al consorzio.

Un particolare imprescindibile in tema di consorzio di collocamento riguarda la categoria di appartenenza di quest'ultimo. A seconda di questa, infatti, il ruolo e le responsabilità dei membri del consorzio risultano differire tra loro. In particolar modo si identificano tre tipologie di consorzi:

- Di semplice collocamento;
- Di garanzia;
- Di assunzione a fermo.

Il consorzio di semplice collocamento rispecchia la modalità elementare attraverso cui vengono allocate le azioni. Questo perché consente a ciascun intermediario che ne fa parte di limitarsi a vendere agli investitori la porzione di titoli acquistati/sottoscritti oggetto dell'offerta, senza prestare alcun tipo di garanzia all'emittente nel caso vi sia dell'invenduto. In questo caso il rischio di insuccesso del collocamento grava solamente sull'emittente e i partecipanti al consorzio agiscono solamente da semplici intermediari per la vendita dei titoli. Al contrario, il consorzio di collocamento e garanzia prevede che i suoi membri si impegnino a sottoscrivere/acquistare gli eventuali titoli che non sono stati in grado di collocare presso gli investitori durante il periodo di offerta. In tal caso, dunque, i soggetti parte del team sono disposti ad assumersi un rischio maggiore, dato dall'incertezza associata alla capacità di disfarsi completamente della quota azionaria da essi sottoscritta/acquistata. Per ultimo troviamo il consorzio di collocamento di assunzione a fermo, nel quale i

partecipanti acquistano/sottoscrivono tutti i titoli dall'emittente prima di offrirli al pubblico, impegnandosi a collocarli entro un certo periodo di tempo nei confronti della platea di investitori. Il rischio, in tal caso, ricade esclusivamente sui membri del consorzio, che, avendo già acquistato/sottoscritto i titoli, se non in grado di collocarli tutti, supporteranno direttamente la perdita. È logico dunque che, quanto più alto è il livello di garanzia ed impegno offerti da parte del consorzio, tanto più probabile è il buon esito dell'operazione per l'emittente.

Quando, oltre al collocamento, i membri del consorzio devono sottoscrivere le azioni eventualmente non allocate presso il pubblico, il team di soggetti presenta una struttura a più livelli, in base all'impegno di garanzia assunto nei confronti dell'emittente. In questo caso le figure principali che si identificano sono: lead manager, co-lead manager, bookrunner e co-manager. Nonostante la presenza di più operatori, il capofila, che spesso coincide con il global coordinator dell'operazione complessiva, è colui che, generalmente, sottoscrive la quota di garanzia principale dell'offerta e coordina l'attività degli altri underwriter. A questo si affiancano i membri del gruppo di direzione, ossia i co-lead manager (o global manager), la cui quota complessiva è tipicamente di ammontare uguale a quella detenuta dal lead manager. Seguono i co-manager, che sottoscrivono una quota di minoranza, a causa della loro minore capacità di vendita/allocazione delle azioni. Per quanto riguarda il bookrunner, anch'esso può capitare coincida con il lead manager e si occupa di accentrare tutti gli ordini di acquisto raccolti dagli investitori, al fine di permettere la definizione del book istituzionale.

Viceversa, nel caso in cui il consorzio non prevedesse alcun sistema di garanzia di collocamento a tutela della società quotanda, gli intermediari finanziari verrebbero definiti semplici collocatori, essendo che si limiterebbero all'allocazione delle azioni, indipendentemente dall'esaurimento del volume dell'offerta.

Si nota dunque che il consorzio di collocamento, qualunque configurazione assuma, svolge una funzione cruciale per garantire il concreto incontro tra la domanda e l'offerta di azioni in sede di quotazione. Tuttavia, sebbene si possa pensare che la sua presenza sia obbligatoria, in realtà, così non è, anche se risulta essere la modalità più frequentemente adottata da chi si vuole quotare.

L'emittente, alternativamente, potrebbe optare per il metodo di quotazione diretta (o direct listing/direct placement). Questa modalità d'entrata nel mercato, conosciuta

anche come collocamento diretto, fa sì che la società *“lists its shares on an exchange without the use of an investment bank or other intermediary”*, ossia *“quoti le sue azioni direttamente nel mercato, senza l’intervento di alcuna banca d’investimento o di altri intermediari”* (Beers e Royal, 2024). Questo meccanismo, che solo da pochi anni affianca il tradizionale processo IPO, permette all’emittente di raggiungere il medesimo risultato in tempi ridotti, eludendo inoltre i costi derivanti dai rapporti di collaborazione e supporto con il team di professionisti che lo affiancherebbero nelle varie fasi del processo di quotazione. Per la società quotanda, dunque, il direct listing sembra essere economicamente più conveniente rispetto all’Initial Public Offering, però, in questo caso, non essendoci un numero preciso di titoli che vengono immessi nel mercato, nel periodo iniziale, il loro prezzo potrebbe essere fortemente volatile. Questo fenomeno, sebbene, secondo Beers e Royal (2024), si risolva autonomamente nel tempo, potrebbe far oscillare in maniera considerevole il titolo nel breve periodo. È bene poi sottolineare come, nonostante la società, attraverso il direct placement, sia in grado di sottrarsi alle commissioni da riconoscere agli intermediari finanziari per i servizi da loro offerti, debba però attivarsi autonomamente per promuovere un’efficace campagna di marketing, al fine di suscitare l’interesse degli investitori senza l’ausilio di nessuno, attività che risulterebbe comunque alquanto onerosa (Fumagalli, 2020). Dal lato della domanda, per gli investitori non è così rilevante sapere in che modo le azioni sono entrate a far parte di un listino, quanto il fatto che siano disponibili per essere scambiate. Tuttavia, se anch’essi prestassero un minimo di attenzione al metodo scelto dall’emittente per quotarsi, potrebbero beneficiare di un maggior grado di trasparenza in merito all’obiettivo dell’operazione, comprendendo i motivi che hanno spinto il management a seguire una strada piuttosto che l’altra.

In ogni caso, poiché l’obiettivo di questo elaborato non è analizzare in dettaglio la procedura di direct listing né le ragioni per cui potrebbe essere preferita all’IPO, ci si limita a osservare che la quotazione diretta, più che come un’alternativa al collocamento azionario attraverso uno specifico consorzio di operatori autorizzati, dovrebbe essere considerata uno strumento alternativo all’IPO nel suo complesso, da preferire quando il soggetto intende quotarsi sul mercato, ma non ha immediata necessità di nuovo capitale per finanziare le sue operazioni.

2.6. Gli attori coinvolti nel processo IPO e le loro funzioni

Messi insieme tutti i pezzi del puzzle rappresentante il processo di quotazione e avendo, pertanto, il quadro generale relativo al contesto in cui l'emittente e i soggetti che lo supportano operano, si può passare proprio all'analisi di tutti gli operatori diversamente coinvolti nel lungo sentiero intrapreso dalla società quotanda al fine di prendere parte al mercato.

Primo fra tutti risulta essere il global coordinator, il quale si occupa di coordinare, per l'appunto, l'intera operazione di quotazione. Questo soggetto è presente sia nel listino Euronext Milan che nel listino Euronext Growth Milan, essendo il suo ruolo fondamentale al fine del buon esito del processo. Il global coordinator, tendenzialmente riconosciuto in una banca d'investimento o in un qualsiasi altro intermediario finanziario autorizzato a ricoprire tale mansione, affianca l'emittente prima, durante e dopo la quotazione, offrendogli supporto informativo e consulenziale. Tuttavia, prima di procedere nell'esaminare la sua concreta posizione, è importante sottolineare come questo soggetto potrebbe coincidere con la figura del listing agent (ex sponsor) e dell'Euronext Growth Advisor, rispettivamente nel mercato EXM ed EGM. Spesso, però, questo non si verifica, perché la società, anziché far confluire più mansioni in capo allo stesso soggetto, preferisce averne due distinti, così da godere di maggiore specializzazione a livello di processo.

Nella fase preparatoria all'ammissione, il global coordinator si occupa di sviluppare lo studio di fattibilità dell'operazione, nonché di svolgere una prima valutazione del valore della società; aspetti decisivi per permettere al management di valutare opportunamente se intraprendere o meno la strada che potrebbe cambiare radicalmente gli assetti societari. Un'altra attività alla quale partecipa riguarda la raccolta e l'analisi di informazioni di natura diversa, ossia l'attività di due diligence. Come già accennato, la due diligence si classifica in base al tipo di informazioni che vengono raccolte e al contesto in cui vengono utilizzate; pertanto, tale attività richiede l'intervento di operatori che detengano competenze in campi differenti, come quello legale, finanziario, fiscale o manageriale, e che, seppur operando in ambiti eterogenei, siano in grado di far sì che le molteplici informazioni ottenute vadano a confluire nel documento principale richiesto in fase di quotazione, vale a dire il prospetto informativo/documento di ammissione. Per questo motivo, l'attività di due diligence richiede la presenza di sinergie tra professionisti appartenenti a settori diversi e, in questo contesto, il ruolo del

global coordinator è proprio quello di rendere possibile la combinazione di tutte queste competenze, così da garantire la completezza informativa. Ricade inoltre sulle spalle del global coordinator il compito di organizzare la fase di roadshow e, nello specifico, gli incontri con gli investitori istituzionali. Ha poi l'incarico di seguire il processo di bookbuilding, oltre che di interfacciarsi con emittente, gestore del mercato e autorità di vigilanza, gestendo appunto i rapporti tra società quotanda, Borsa Italiana e Consob. Come poi già menzionato precedentemente, può succedere che il soggetto responsabile della selezione dei membri del consorzio di collocamento, ossia lo stesso global coordinator, sia anche lead manager (capofila) del consorzio stesso e, ancora, che ricopra il ruolo anche di bookrunner. Questo evidenzia dunque come, alcune volte, un singolo soggetto possa essere tenuto a svolgere un ampio pacchetto di attività che, volendo, potrebbero essere spartite tra più operatori, ma che, forse per comodità, forse per questioni economiche, la società preferisce assegnare ad un unico professionista.

In sostanza, le funzioni del global coordinator sono molte e riguardano un po' tutti gli aspetti e le fasi del processo di quotazione, dalla preparazione della società all'ammissione, alla stabilizzazione del titolo sul mercato una volta quotato. Proprio per la complessità di questo ruolo, accade spesso che tale soggetto sia affiancato da altri operatori, cosiddetti co-global, che lo aiutano nel coordinare e gestire l'offerta nella sua interezza.

Data la portata della posizione in questione, l'emittente intraprenderà un processo di selezione mirato all'individuazione del soggetto che, a parer suo, possa adempiere al meglio all'incarico affidatogli. Frequentemente, il soggetto ad essere scelto dalla società quotanda è l'intermediario con il quale questa presenta avere una relazione di lungo periodo, sulla base della quale si è instaurato un legame di reciproca fiducia. In termini generali, invece, la selezione del global coordinator avviene prendendo in considerazione criteri relativi all'esperienza del soggetto, alla disponibilità di una vasta rete distributiva e ad una solidità patrimoniale che garantisca una buona capacità di underwriting. Dal punto di vista operativo, la selezione si svolge proprio come fosse una gara, alla fine della quale verrà individuato un vincitore. Essenzialmente, l'emittente, a seguito di un'approfondita valutazione e di un colloquio one-to-one con ciascun candidato, sceglie l'intermediario che, secondo lui, risulta aver presentato il miglior studio di fattibilità dell'operazione di quotazione (pitching document).

Un'altra figura di fondamentale importanza è quella che può essere definito advisor principale nell'iter di quotazione. Questo si identifica nel listing agent, parlando del mercato EXM, e nell' Euronext Growth Advisor (EGA), riferendosi al mercato EGM. Questi soggetti, che alcune volte, come sopra detto, potrebbero corrispondere al global coordinator, assistono l'emittente garantendo al mercato l'esattezza e la completezza delle informazioni che vengono trasmesse, assicurando al contempo che la procedura di quotazione venga svolta secondo regolamento. Si potrebbero quindi definire dei garanti della compliance dell'emittente al Regolamento previsto dal mercato. Inoltre, il listing agent o EGA, al pari del global coordinator, accompagna la società quotanda durante l'intero percorso volto all'entrata in Borsa, partendo con l'assisterla nella scelta dei vari consulenti, fino ad arrivare alla fase successiva all'ammissione; per questo motivo l'emittente deve percepirlo come un vero e proprio partner disponibile a collaborare anche nella fase successiva all'IPO (Capuano et al., 2001). Anch'esso partecipa allo studio di fattibilità dell'operazione, contribuendo alla verifica della presenza dei requisiti formali e sostanziali richiesti per poter accedere al mercato, alla predisposizione dei documenti da presentare per l'ammissione, alla pianificazione dell'operazione nel suo complesso, nonché all'elaborazione della struttura dell'offerta. Anche in questo caso, Borsa Italiana è tenuta a rilasciare un'autorizzazione che consenta al soggetto scelto dall'emittente di ricoprire il ruolo in questione. Inoltre, è bene sottolineare come anche questa figura sia fondamentale al fine di garantire il mantenimento di una relazione duratura tra società e Borsa Italiana. A tal riguardo, basti pensare come, ad esempio in EXM, spetti appunto al listing agent, insieme al legale rappresentante della società, sottoscrivere e presentare la domanda di ammissione al mercato a Borsa Italiana, la quale, invece, dovrà comunicargli il verdetto della sua decisione. In merito a chi potrebbe ricoprire il ruolo di listing agent/EGA, anche qui, come per il global coordinator, si potrebbe alternativamente identificare una banca d'affari o un qualsiasi altro intermediario finanziario autorizzato; l'importante è che a ricoprire tale mansione non sia una persona fisica. Ultimo aspetto da segnalare, relativamente a tale figura, riguarda la facoltà del gestore del mercato di sospendere temporaneamente le negoziazioni degli strumenti finanziari dell'emittente, qualora questo cessi di avere tale consulente al suo fianco. Sospensione che potrebbe aggravarsi in revoca se, entro sei mesi, la situazione non dovesse essere risolta con la nomina di un sostituto.

Definiti i due soggetti con cui l'emittente risulta avere un rapporto predominante durante tutto il processo di quotazione, si possono analizzare gli altri attori coinvolti nell'operazione, che, in maniera non meno importante, contribuiscono all'esito del processo IPO.

Sul piano giuridico, la società si dota di uno o più consulenti legali, i quali, oltre a partecipare alla predisposizione del prospetto informativo o del documento di ammissione, a seconda del listino di quotazione, supportano l'emittente in tutto ciò che riguarda l'aspetto contrattualistico, sia nel contesto dei rapporti con Borsa Italiana, che in quello con gli altri soggetti coinvolti nel processo di quotazione. In poche parole, godere di una consulenza legale, consente alla società di avere a disposizione uno o più professionisti che si occupino della definizione dei contratti che vengono conclusi con i molteplici soggetti in sede di ammissione al mercato, assicurandole di ricevere un'attenta revisione, in particolar modo sugli aspetti legali, dei documenti utili alla quotazione. Il numero di consulenti legali che vengono chiamati in causa dipende, sostanzialmente, dalla complessità dell'operazione. In genere, però, ad occuparsi di quanto sopra esposto, sono lo studio legale incaricato di assistere l'emittente e quello che affianca i membri del consorzio di collocamento. L'advisor legale, come già anticipato, è incaricato dello svolgimento della due diligence legale, componente di fondamentale importanza al fine di garantire una completa attività di due diligence. Infine, questo soggetto, o comunque il team di professionisti legali, informa i membri del Cda della società riguardo alle responsabilità attribuite loro dal documento di ammissione/prospetto informativo, prestando quindi consulenza anche su aspetti legati alla corporate governance (Benedetti, 2015).

Lo stesso discorso fatto per i consulenti legali può essere esteso, a livello però fiscale, agli advisor che si occupano di tutto ciò che riguarda appunto la sfera tributaria. Anche in questo caso, l'incarico può essere ricoperto da un singolo individuo, come può essere un dottore commercialista, o, alternativamente, da un gruppo formato da più operatori specializzati nell'ambito in questione. In ogni caso, tale funzione si impegna a portare a termine la due diligence fiscale, verificandone la regolarità. Deve poi accertare che il bilancio sia conforme alla normativa civilistica sulla base della quale viene redatto, oltre che vagliare sulla validità dei libri contabili.

Molto rilevante è poi il ruolo dell'advisor finanziario, il quale, solitamente, è un soggetto con cui la società ha avuto contatto già prima dell'operazione di quotazione. Questo appoggia l'emittente nella scelta del global coordinator, del listing agent/EGA e degli altri consulenti, per poi coordinarne i loro rapporti con la società. Anch'esso contribuisce alla redazione della documentazione richiesta nelle varie fasi del processo e, in aggiunta, cura la valutazione del capitale economico societario. L'advisor finanziario, soprattutto per le pmi, applica quelle modifiche ritenute essenziali per la preparazione della società all'IPO. Rende, ad esempio, il sistema di controllo di gestione coerente con il progetto che l'emittente è pronto ad intraprendere; contribuisce poi alla definizione della struttura dell'operazione, tenendo conto del fabbisogno finanziario della società e, ancora, aiuta il management nella redazione del business plan, oltre che nell'identificazione delle key variables del business.

Un altro attore su cui ricadono molte responsabilità è la società di revisione. Dal punto di vista contabile, il revisore ricopre un ruolo decisivo, basti pensare ai requisiti che l'emittente deve rispettare per poter essere ammesso in Borsa, molti dei quali riguardano proprio la sfera della rendicontazione finanziaria. La società, infatti, indipendentemente dal listino in cui decide di quotarsi, ha l'obbligo di presentare almeno un bilancio che sia stato certificato dal soggetto incaricato alla revisione legale dei conti. Precisamente, in EGM, è sufficiente un solo bilancio certificato, mentre in EXM, devono essere tre. Godere della certificazione di bilancio significa, essenzialmente, ricevere il riconoscimento, da parte di un soggetto specializzato, esterno alla società, relativamente alla correttezza e veridicità dei dati economico-finanziari dichiarati. L'analisi di bilancio consente al revisore di verificare la coerenza tra i dati contabili e quelli poi riportati nel prospetto informativo/documento di ammissione. Chi si occupa di audit deve inoltre accertare che i bilanci siano redatti secondo i principi contabili richiesti dal regolamento del mercato in cui la società quotanda ha intenzione di entrare, nonché di vagliare in merito al sistema di controllo interno. Il tutto si sostanzia, dunque, nel conseguimento dell'attività di due diligence finanziaria, che, svolta dalla società di revisione, rappresenta un ulteriore tassello chiave della due diligence nella sua interezza. La scelta del revisore che affiancherà la società durante l'IPO solitamente non è poi così complessa; questo perché, nella maggior parte dei casi, l'emittente conferma il team di audit della società di revisione con cui, già da tempo, ha siglato un contratto per la revisione dei bilanci d'esercizio.

Il successo del processo di quotazione, come facilmente intuibile, tra le altre cose, è strettamente dipendente dalla capacità dell'impresa di suscitare l'interesse di quanti più soggetti possibili. Tuttavia, non è sufficiente attirare una vasta platea di potenziali investitori, dato che, essendo appunto potenziali, non è detto che alla fine aderiscano all'offerta, entrando così a far parte della compagine sociale dell'emittente. La società quotanda deve dimostrarsi in grado di far sì che questi soggetti preservino l'interesse verso l'operazione fino alla sua effettiva conclusione. Questo obiettivo può essere perseguito facendo in modo che l'investitore si senta accompagnato nella scelta di entrare o meno nell'investimento, soprattutto durante quella fase del processo di quotazione in cui la società, anche per tramite di soggetti quali global coordinator ed ex sponsor, incontra il proprio pubblico, istituzionale e non. In questo contesto, pertanto, si rivela determinante la figura dell'investor relator, ovvero di colui che viene incaricato della gestione delle relazioni con gli investitori. Nonostante la rilevante responsabilità che incombe su questo soggetto, non in tutti i listini è richiesta obbligatoriamente la sua presenza. Nel segmento ordinario di EXM, ad esempio, la nomina di un operatore che si occupi di interagire con il pubblico è solo consigliata, come anche nel segmento professionale di EGM. Indipendentemente da ciò, è innegabile come l'attività di Investor Relations (IR) si riveli essere strategica ai fini della valorizzazione della società quotanda e della salvaguardia della liquidità delle azioni, nonché della loro corretta valutazione.

A proposito di liquidità, la società potrebbe dover selezionare un soggetto che faccia proprio da garante della liquidità delle azioni, una volta immesse in circolazione. Si tratta del cosiddetto specialista (specialist o liquidity provider), il quale, analogamente a quanto previsto per l'investor relator, non risulta essere sempre tassativamente richiesto. La normativa da seguire in sede IPO prevede che questa figura debba essere necessariamente presente nel caso di richiesta d'ammissione al comparto "standard" di Euronext Growth Milan, nonché quando la società voglia acquisire la qualifica STAR, quotandosi nell'apposito segmento di Euronext Milan. In entrambi i casi, lo specialista funge da market maker nel mercato, esponendo in via continuativa proposte di acquisto e di vendita, con l'obiettivo di assicurare una sufficiente liquidità per le azioni della società che si è quotata. Inoltre, il liquidity provider è tenuto a svolgere, direttamente o indirettamente, due ricerche finanziarie l'anno sull'emittente e, solo nel Segmento Titoli con Alti Requisiti, deve organizzare almeno due incontri con gli investitori durante l'anno (Capuano et al., 2001). Tutto ciò non ha luogo nel caso in cui si prenda in considerazione

il segmento professionale di EGM e/o il segmento standard di EXM, essendo in questi listini facoltativa la nomina della figura in questione. In ogni modo, ove lo specialist fosse presente, la società potrebbe decidere di identificarlo nel medesimo global coordinator, qualora ritenesse l'operatore scelto idoneo a ricoprire entrambi i ruoli.

Lo studio degli attori coinvolti nel processo di quotazione e delle mansioni ad essi attribuite ai sensi dei regolamenti previsti in materia IPO non può però concludersi senza citare il ruolo ricoperto dalla società che funge da gestore del mercato e dall'autorità di vigilanza, ovvero rispettivamente Borsa Italiana S.p.A. e Consob.

Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) ricopre un ruolo fondamentale nello scenario dei mercati finanziari. L'autorità di vigilanza italiana, infatti, attraverso le norme regolamentari da essa stabilite, ha l'obiettivo di garantire una serie di aspetti necessari al corretto funzionamento del mercato. Gli aspetti in questione sono: trasparenza informativa, tutela degli investitori, correttezza e flessibilità. Volendosi addentrare più nello specifico, Consob delinea operativamente le modalità di redazione e pubblicazione del prospetto informativo/documento di ammissione, stabilisce gli obblighi informativi inerenti, ad esempio, alle operazioni straordinarie, alle modifiche dell'atto costitutivo e del capitale sociale, alla composizione degli organi sociali, alle informazioni periodiche e, in generale, a tutti quei fatti ritenuti rilevanti. L'autorità di vigilanza, inoltre, deve occuparsi delle molteplici attività che rappresentano l'istruttoria, quale fase del mercato EXM antecedente al collocamento dei titoli. L'istruttoria è un'attività di verifica complessa che richiede, per essere portata a termine, parecchio tempo. Questa attività si conclude, come già precedentemente esposto, con il rilascio a favore della società, da parte dell'autorità di vigilanza, del nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo, così da renderlo disponibile a chiunque sia interessato a visionarlo. È bene ricordare che, confrontando i due mercati, per Consob, la mole di lavoro risulterà significativamente ridotta in EGM, non essendo qui presente la fase di istruttoria.

Borsa Italiana S.p.A. è l'altra importante figura che, in qualità di gestore del mercato, opera al fine di garantire che tutti rispettino le regole della sede di negoziazione. Questa, attraverso una serie di regolamenti, stabilisce il novero di requisiti ai quali il soggetto interessato a quotarsi deve adempiere in sede di ammissione e successivamente alla quotazione. Delinea, poi, le modalità di negoziazione delle azioni e le casistiche in presenza delle quali l'emittente e/o i titoli possono essere soggetti ad esclusione dal

mercato o a sospensione dalle negoziazioni. Considerando il rapporto tra Borsa Italiana S.p.A. e l'emittente, è bene soffermarsi sul fatto che debba essere caratterizzato da continuità. Basti pensare a come, in fase di istruttoria e ammissione al mercato, a fronte di nuovi fatti, tutte le informazioni debbano essere comunicate prontamente dalla società al gestore del mercato, che, sulla base dell'entità delle stesse, come detto, eventualmente potrà modificare le tempistiche di alcune parti del processo. Ma ancora poi, il gestore del mercato rilascia l'autorizzazione che permette al soggetto scelto come listing agent/EGA di operare al fianco della società quotanda, consentendo inoltre a quest'ultima di essere ammessa al mercato in cui ha fatto richiesta d'entrata. In merito a quest'ultimo punto, ed in particolare ai casi in cui Borsa Italiana rigetta la richiesta di ammissione, considerando il mercato EGM, il Regolamento Emittenti specifica che tale facoltà possa essere esercitata in presenza di irregolarità o incompletezza della domanda di ammissione, nonché quando, sulla base delle molteplici informazioni a sua disposizione, Borsa Italiana ritenga l'ammissione una potenziale causa di malfunzionamento del mercato o comunque di danno reputazionale per lo stesso. Spostando invece l'attenzione sul mercato EXM, è importante osservare come il gestore del mercato, al fine di espletare la propria attività di accertamento, possa richiedere al listing agent qualsiasi informazione o documento, anche convocandolo di persona in un incontro one-to-one, se necessario. Può inoltre procedere con l'emanare specifici provvedimenti, anche eventualmente di natura pecuniaria, nei confronti dell'operatore in questione, qualora questo ostacoli il normale svolgimento dell'attività di controllo o, semplicemente, violi quanto stabilito dal Regolamento.

Insomma, ciò che si può infine dire, in merito a questi ultimi due attori, è che il ruolo da essi ricoperto, seppur differente, è parimenti indispensabile a garantire il corretto funzionamento dei mercati e l'adeguato comportamento degli operatori in essi coinvolti, mantenendo, allo stesso tempo, un opportuno livello di tutela in favore di quei soggetti che, nei confronti degli emittenti quotati e delle loro azioni, dimostrano di detenere un particolare interesse.

In conclusione, l'analisi dei soggetti coinvolti nel processo di quotazione evidenzia come il novero di professionisti chiamati in causa sia ampio e caratterizzato da figure con mansioni tra loro molto differenti, ma tutte altrettanto importanti. Tuttavia, è bene sottolineare come, a seconda della struttura dell'IPO, la società quotanda possa optare, in alcuni casi, per convogliare ruoli diversi verso il medesimo soggetto, qualora lo ritenesse dotato delle competenze e delle conoscenze richieste dalle distinte posizioni.

È poi chiaro che, a seconda della complessità dell'offerta, e quindi anche dell'assetto previsto per il team di specialisti che accompagnerà l'emittente lungo tutto il processo di quotazione, la struttura dei costi potrà assumere sfaccettature eterogenee. Le competenze tecniche e il know-how forniti dai consulenti durante l'IPO vengono remunerati attraverso il pagamento di corrispettivi da parte della società, la quale dovrà anche sostenere le spese relative, ad esempio, a tutto ciò che riguarda l'attività di marketing e promozione dell'offerta, nonché quelle da riconoscere a Consob e Borsa Italiana per i servizi da esse offerti.

Tutto ciò fa emergere la presenza di uno stretto legame tra la struttura dei costi e la scelta degli attori coinvolti nel processo di quotazione. È quindi opportuno che la società, prima di decidere se perseguire la direzione volta all'entrata nel mercato, svolga, anche in sede di selezione dei molteplici consulenti, un'attenta valutazione di tutti i possibili costi che potrebbe dover sostenere, comparandoli ai potenziali benefici di cui potrebbe godere grazie alla quotazione. Tuttavia, deve agire con la consapevolezza che il sostenimento dei costi non riguarda solo la fase di ammissione al mercato, ma anche quella successiva, ossia di permanenza nella Piazza. Questi costi saranno poi differenti in base al listino scelto dall'emittente e proporzionali al livello di capitalizzazione dello stesso²⁴, nonché dipendenti da altri numerosi fattori chiave.

²⁴ Per un approfondimento in merito ai corrispettivi di ammissione a quotazione si veda "Corrispettivi di ammissione e quotazione", Borsa Italiana, in vigore dal 1° luglio 2024.

Capitolo III – Il fenomeno del Delisting

Nel secondo capitolo è stato analizzato il processo di quotazione tramite IPO che una società può decidere di intraprendere al fine di ottenere una serie di vantaggi di natura economica e non, immettendo parte dei propri titoli azionari nel mercato. In particolare, il focus si è incentrato sullo studio di questa strategica scelta all'interno dello scenario finanziario italiano, distinguendo il mercato EXM dal mercato EGM. Il suddetto studio ha, prima, posto l'accento sulle ragioni per le quali un soggetto potrebbe essere incentivato ad entrare nel mercato, e quindi anche sulla comparazione costi/benefici associati a tale decisione, poi, si è concentrato su una parte più tecnica, relativa ai molteplici requisiti regolamentari e alle fasi della procedura, nonché agli attori coinvolti durante l'iter di quotazione. In ogni caso, ciò che si è potuto riscontrare è che, per una società, scegliere se prendere parte al mercato, rendendo le proprie azioni oggetto di continuo scambio tra operatori, risulta essere l'apice di un approfondito e ragionato processo di valutazione, comprensivo di una lunga serie di eterogenei aspetti riguardanti le più svariate aree che caratterizzano un'attività d'impresa. L'emittente non prenderà dunque in considerazione esclusivamente effetti di natura quantitativa, come ad esempio l'impatto che l'operazione potrebbe avere a livello di risultati economici, ma dovrà spingersi oltre, esaminando anche in che modo, ad esempio, la sua reputazione potrebbe, agli occhi degli investitori e in generale del mercato, cambiare a fronte dell'ammissione alla Borsa. Questo perché uno degli effetti più rilevanti di natura non direttamente economica è proprio quello reputazionale, di cui si è già ampiamente parlato nell'elaborato. La società che si quota deve essere consapevole che, una volta entrata nel mercato, oltre a dover rispettare una vasta serie di specifici obblighi regolamentari per poter mantenere lo status di quotata, sarà direttamente esposta al pubblico. Di conseguenza, ogni sua decisione e rispettiva azione potrebbero influenzare il sentimento che il mercato nutre nei suoi confronti, con il rischio che il valore delle sue azioni possa essere compromesso. Tuttavia, questo appena citato è solo uno dei molteplici effetti, appunto non direttamente economici, che potrebbero derivare dall'IPO; ce ne sono poi molti altri, che, come si è detto nel capitolo precedente, possono interessare altre materie, come ad esempio, la corporate governance, piuttosto che l'informativa al mercato. È quindi importante che la valutazione svolta dalla società sia quanto più completa e che abbia come obiettivo quello di prevedere ogni tipo di potenziale impatto, sia quantitativo che qualitativo.

Pertanto, a fini esplicativi, l'operazione di quotazione, come qualsiasi altro tipo di intervento di pari portata, potrebbe essere paragonata ad una moneta, in cui la sequenza di potenziali vantaggi e l'insieme degli eventuali svantaggi rappresenterebbero le due facce opposte, per l'appunto, della stessa moneta.

Proprio questo contesto di duplicità che caratterizza l'operazione IPO giustifica la volontà dell'elaborato in questione di affiancare al tema finora presentato, quello al suo opposto, vale a dire il fenomeno del delisting.

3.1. Una definizione di Delisting

Al giorno d'oggi, nel mondo della finanza, sentire la parola delisting non è poi così inusuale, essendosi questo evento iniziato ampiamente a diffondere a partire dagli anni 2000 in gran parte dei listini borsistici di tutto il mondo (Graziano et al., 2021). Ma allora risulta spontaneo chiedersi che cosa effettivamente si intenda con il termine *Delisting*.

Una definizione sintetica e di semplice interpretazione viene fornita da Borsa Italiana, la quale, nel glossario finanziario, indica il delisting quale “*revoca della società dalle negoziazioni di Borsa*”. Definizione, questa, condivisa anche da De Niro e Sagliocca (2023), che, nell'articolo “*Il delisting per volontà dell'emittente: il fenomeno del delisting “puro”*”, affermano come gli ultimi anni, ed in particolar modo l'ultimo quinquennio, siano stati periodi fortemente concentrati di emittenti intenzionati a “fuggire” dalla Borsa, alcuni abbandonandola definitivamente, altri prediligendone una estera, come ad esempio ha fatto CHN Industrial²⁵, che, ad inizio 2024, ha “*volontariamente lasciato Piazza Affari con lo scopo di concentrarsi sulla quotazione sul NYSE (New York Stock Exchange)*”, attratta dalla presenza di maggiori volumi di scambio su questo mercato (Silano, 2024).

3.2. Le tipologie di Delisting

Quando si sente parlare di delisting è bene precisare che non per forza il ritiro del capitale dal mercato sia frutto di una decisione presa volontariamente, ma, anzi, capita che, alcune volte, la società quotata sia costretta ad abbandonare il listino anche se, idealmente, vorrebbe continuare ad operarvici. A tal fine, l'argomento richiede una precisazione imprescindibile, ossia come il delisting possa essere distinto in due macrocategorie, a seconda che la decisione sia imposta o meno. L'elemento della volontarietà di uscita dal

²⁵ CNH Industrial N.V.: gruppo industriale italo-statunitense, di tipo globale, operante nel settore dei capital goods.

mercato è ciò su cui si basa la suddetta distinzione ed è, pertanto, l'aspetto che permette di discriminare il delisting involontario da quello volontario.

3.2.1. Il Delisting involontario

Si parla di delisting involontario quando l'emittente è costretto ad uscire dalla Borsa in cui è quotato a fronte della decisione del gestore del mercato, che, analizzata la situazione, ritiene vi siano gli estremi per escludere la società quotata dalle negoziazioni. Nello specifico, Borsa Italiana potrebbe optare per "delistare" un soggetto, ritenendo la sua scelta effetto di eventi societari ad esso, direttamente o indirettamente, imputabili; alternativamente, il delisting involontario potrebbe conseguire alla sola iniziativa di Borsa Italiana che, dopo attenta valutazione, potrebbe indirizzare la società verso l'abbandono del mercato (De Niro e Sagliocca, 2023).

3.2.2. Il Delisting volontario

Sempre De Niro e Sagliocca (2023) spiegano come, accanto al delisting involontario, vi sia quello volontario, a sua volta distinguibile a seconda che sia diretto o indiretto. Il primo dei due è conosciuto anche come delisting puro e consiste nella decisione dell'emittente di ritirarsi dalla Borsa attraverso delibera assembleare avente ad oggetto, esclusivamente, la revoca dei titoli dal mercato; decisione, quindi, totalmente svincolata da altre eventuali vicende societarie. Il delisting volontario indiretto, al contrario, si verifica quando la scelta viene fortemente influenzata da ulteriori operazioni che riguardano la società, come potrebbe essere un'OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) finalizzata al delisting, piuttosto che una fusione mediante la quale l'emittente quotato viene incorporato in una società non quotata.

3.3. Le possibili "cause" del fenomeno di Delisting

Ma quali sono le principali ragioni per cui il fenomeno di delisting, qualsiasi veste esso assuma, si verifica? Al fine di rispondere a questa domanda, si presentano, per ciascuna delle due macrocategorie di delisting, gli elementi idonei a distinguerne le differenti configurazioni, dei quali si parlerà, forse per certi versi impropriamente, definendoli "cause" di delisting.

3.3.1. Le principali "cause" del Delisting involontario

Per quanto riguarda la prima tipologia di delisting presentata, vale a dire quello involontario, Macey et al. (2008) evidenziano come una delle principali cause del

suddetto fenomeno sia l'incapacità da parte dell'impresa quotata di rispettare in maniera continuativa i molteplici requisiti imposti dal regolamento di Borsa, situazione che porta necessariamente l'autorità del mercato a prendere provvedimenti che, in ultimo stadio, si riflettono nell'obbligare l'emittente ad uscire dalla sede di negoziazione. Ancora poi, Laghi et al. (2013), citando sempre Macey et al. (2008), aggiungono come altre cause alla base del delisting involontario possano figurare in una situazione di difficoltà finanziaria sofferta dall'emittente, piuttosto che dal presentarsi di un'operazione di M&A, a fronte della quale l'impresa in questione si fonde, o viene acquisita, da un'altra società. Anche il mutamento della forma societaria potrebbe comportare la cancellazione involontaria dalla Borsa, nonché altri interventi strettamente legati, in generale, all'ambito *corporate restructuring*, ossia alla ristrutturazione aziendale. Infine, è chiaro che, qualora la società fallisse o comunque venisse liquidata, sarebbe tenuta ad uscire dal mercato, anche nel caso in cui la liquidazione fosse l'esito di una decisione strategica presa volontariamente dalla stessa.

3.3.2. Le principali "cause" del Delisting volontario

Passando poi al contesto del delisting volontario, Martinez e Serve (2017), nell'articolo "*Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda*", anche loro citando Macey et al. (2008), sottolineano come la prima causa di questo fenomeno sia l'operazione di fusione per incorporazione, a fronte della quale la società quotata viene assorbita dall'incorporante, cessando di per sé di esistere e quindi di vedere i propri titoli sul mercato. Gli autori parlano poi di *GPT (Going Private Transactions)* per identificare quelle operazioni che possono portare la società all'uscita volontaria dalla Borsa. In particolare, queste operazioni si presentano quando l'emittente quotato figura quale società target di un'offerta pubblica di acquisto (OPA), condotta da parte di un altro soggetto, o, alternativamente, laddove venisse acquisito. Queste casistiche rientrano nella categoria di delisting volontario "senza negoziazione successiva" (Martinez e Serve, 2017). Tuttavia, Martinez e Serve (2017) spiegano, poi, come si possa anche parlare di delisting volontario "con successiva negoziazione", evento che si può manifestare, ad esempio, quando un'impresa si cancella da un listino di un mercato regolamentato per "trasferirsi" in un mercato non regolamentato, continuando così a garantire lo scambio delle proprie azioni in quest'ultimo, eludendo, al contempo, vincoli ed oneri previsti per le società quotate in mercati regolamentati. Questo tipo di fenomeno prende il nome di operazione *going dark* o cancellazione ed è maggiormente diffuso negli Stati Uniti, dove

i mercati *OTC (Over The Counter)*, ossia quelli non regolamentati, e quindi caratterizzati da minori restrizioni, sono più sviluppati rispetto che in altri Paesi. Infine, sempre nel contesto del delisting volontario, la letteratura tende a riconoscere come tale anche il cosiddetto *cross-delisting*, che si verifica quando la società decide di uscire da un mercato estero, preservando invece la propria posizione sul mercato interno.

Insomma, già sulla base di quanto appena illustrato, è possibile rendersi conto di quante fattispecie diverse si possano contare parlando di delisting, distinguibili anche solo in base ai vari fattori che possono fungere da “cause” dell’evento stesso.

3.4. Le operazioni GPT: alcune loro configurazioni

Un importante aspetto da prendere in considerazione si lega a due delle possibili configurazioni attraverso cui può manifestarsi il delisting volontario. Precisamente, ci si sta riferendo alle operazioni, già precedentemente nominate, cosiddette *GPT*, ossia l’OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) e, in generale, una qualsiasi altra operazione di acquisizione della società quotata sul mercato. Queste operazioni, tendenzialmente, portano il controllo della società target ad essere concentrato nelle mani di un ristretto gruppo di investitori, i quali, non possedendo alcun interesse nel vedere le azioni appena ottenute negoziate sul mercato, fanno sì che l’emittente, fino ad allora quotato, decida di “delistarsi”. Accade anche che la società esca dal mercato, una volta acquisita, perché gli investitori, entrando in possesso del capitale della stessa, le impediscono di raggiungere il flottante previsto per le negoziazioni (Lehn e Poulsen, 1989), requisito richiesto per operare nei listini borsistici.

Sebbene le operazioni *Going Private Transactions* possano configurare in maniera molto differente tra di loro, a seconda di come vengano pianificate, l’aspetto che le accomuna riguarda il fatto di presentarsi quali “cause” di delisting volontario indiretto. Detto ciò, essenzialmente, tre sono le modalità che potrebbero alternativamente manifestarsi, vale a dire l’acquisto della società target tramite LBO (Leveraged Buy-Out), piuttosto che l’acquisizione tramite MBO (Management Buy-Out) o MBI (Management Buy-In).

Il glossario finanziario di Borsa Italiana definisce il leveraged buy-out come un’ “operazione di acquisto di una società ricorrendo principalmente all’indebitamento”. Nel contesto del delisting, questa operazione solitamente viene messa in atto da investitori di private equity, prevedendo inoltre un forte ricorso al capitale di debito. Inoltre, sempre

come precisato da Martinez e Serve (2017), spesso accade che l'attuazione di tale operazione voglia la costituzione di una società non quotata, che, indebitandosi, sia in grado di acquisire la società target quotata, la quale, una volta appunto acquisita, uscirà dalla Borsa.

Per MBO, invece, si intende un' "operazione finalizzata al cambiamento totale della proprietà di un'impresa a favore di manager interni alla società stessa". È comune che le operazioni di management buy-out vengano condotte con l'obiettivo finale di portare al delisting la società che viene acquisita dai manager interni. In questo modo, il management della società quotata entra in possesso del capitale della stessa, cosicché i manager stessi diventino anche soci, pronti a sfruttare il loro know-how per migliorare l'azienda, preparandola ad una possibile successiva cessione, dalla quale poter ottenere un profitto.

Infine, come sopra menzionato, il delisting potrebbe risultare quale effetto indiretto di un'operazione di management buy-in, la quale, a differenza di un'operazione di MBO, vede nella figura di acquirente parte del management di un'altra impresa. Attraverso questa operazione, il comparto gestionale della società quotata viene sostituito dai subentranti manager, i quali, però, non conoscendo la società quanto l'originario management, potrebbero inizialmente trovare qualche difficoltà di natura operativa.

Queste tre casistiche, seppur fortemente eterogenee in termini di configurazione, in particolar modo se si considerano le implicazioni a livello manageriale, sono tutte forme attraverso le quali, come detto, si può manifestare un'operazione destinata a portare, anche se indirettamente, una società al delisting volontario.

A titolo esemplificativo, se in precedenza si è accennato ad un caso di operazione *going dark*, citando il gruppo CNH Industrial N.V., che, ad inizio 2024, ha optato per lasciare Piazza Affari, prediligendo la quotazione sul NYSE, ora si può anche menzionare il gruppo Tod's, per richiamare un caso di delisting quale effetto di un'operazione di offerta pubblica di acquisto. Il gruppo del lusso, attivo nell'industria delle calzature e tra i primi player, a livello internazionale, nel settore della pelletteria, dell'abbigliamento e degli accessori di lusso, dopo essersi quotato presso la Borsa di Milano nel 2000, ha visto le sue azioni ordinarie quali oggetto di un'OPA volontaria totalitaria, promossa dalla società, veicolo d'investimento, Crown Bidco. L'offerta, dopo aver raggiunto la soglia del 90% del capitale sociale a maggio di quest'anno, ha comportato, a partire dal 7 giugno,

la revoca delle azioni di Tod's dalla quotazione e dalle negoziazioni su Euronext Milan, effetto che Diego Della Valle, amministratore delegato del gruppo, ha commentato come funzionale al perseguimento di programmi di crescita più snelli e di più rapida e flessibile esecuzione (Silano, 2024).

3.4.1. *Lo squeeze out nel contesto OPA*

Prima di proseguire addentrandosi ulteriormente nell'analisi del tema del delisting, prendendo in considerazione le principali motivazioni che potrebbero spingere, da un lato, la società ad uscire volontariamente dal mercato, dall'altro, il gestore a forzarne l'uscita, è bene soffermarsi su un aspetto che rientra nell'ambito dell'OPA, che, come detto, può ricoprire un ruolo fondamentale nel processo di delisting dalla Borsa. Sostanzialmente si sta implicitamente parlando del diritto di *squeeze out*, il quale, se incluso nel documento di offerta, può essere esercitato da parte dell'acquirente che, a fronte dell'operazione, sia entrato in possesso di almeno il 95% delle azioni con diritto di voto costituenti il capitale della società target. Lo *squeeze out* può essere dunque previsto solo nel caso in cui sia stata promossa un'offerta pubblica di acquisto totalitaria che ha condotto l'offerente a detenere, appunto, una percentuale di capitale sociale almeno pari a 95%. Attraverso questo strumento, l'offerente ha il diritto di acquistare la parte residuale di azioni di cui ancora non è entrato in possesso tramite la "scalata" della società target e con le quali potrebbe acquisire il controllo assoluto di quest'ultima, estromettendo dalla compagine sociale anche gli azionisti di minoranza che non avevano aderito all'OPA.

In ogni caso lo *squeeze out*, disciplinato dall'art. 111, comma 1 del TUF, non deve essere confuso con l'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 1 del TUF, il quale, al contrario, prevede che l'offerente sia tenuto obbligatoriamente ad acquistare le azioni rimanenti dagli azionisti che ne facciano richiesta, a condizione che, mediante l'operazione, sia entrato in possesso di almeno il 95% del capitale rappresentato da titoli della società target quotata.

Laghi et al. (2013), citando Ventoruzzo (2010), in merito alle operazioni *Going Private Transactions*, espongono come, quando il delisting sussegue ad un'operazione Buy-Out che prevede altresì per gli acquirenti la possibilità di esercitare il diritto di *squeeze out*, si possa adottare l'acronimo BOSO (Buy-Out Offer with Squeeze Out) per identificarla. Gli stessi sottolineano come questo tipo di operazioni siano sempre più

frequenti nel mondo della finanza e, in particolare, nel contesto del fenomeno inverso all'IPO.

Tutto ciò permette di comprendere come lo *squeeze out* risulti essere uno strumento cruciale per chi ha l'intento di conseguire il controllo totalitario di quella società oggetto della sua scalata, nonché come proprio per questo, nel contesto delle operazioni conosciute come *GPT*, venga spesso adottato quale azione appena successiva all'acquisizione (Laghi et al., 2013).

3.5. Una panoramica del Delisting in termini numerici: EXM vs EGM

Già solo fino a qui, questa prima analisi del tema *delisting* permette di cogliere la complessità del fenomeno, che, così come presentato, dimostra di poter essere di molteplice natura, a seconda di ciò da cui scaturisce o di come si manifesta. Come anticipato, negli ultimi anni, sia a livello europeo che extra europeo, sempre più società hanno deciso di intraprendere la strada verso l'uscita dal mercato. Pertanto, se poco più sopra sono state presentate, anche se solo approssimativamente, le ragioni per le quali è possibile distinguere il delisting volontario da quello involontario, è bene ora indagare su quelli che sono i motivi che possono indurre un soggetto quotato in un listino a prendere in considerazione, ed eventualmente concretizzare, la scelta di uscire dalla Borsa.

Tuttavia, prima di inoltrarsi nello studio delle ragioni alla base della decisione di delistare i propri titoli dal mercato, approfondendo eventuali vantaggi e svantaggi che l'imprenditore non può non prendere in considerazione nella fase valutativa antecedente alla scelta, è fondamentale dimostrare, anche dal punto di vista statistico/numerico, quanto affermato in precedenza, vale a dire la sempre più diffusa presenza di questo fenomeno, prestando particolare attenzione ai listini borsistici italiani già ampiamente discussi nei capitoli precedenti, cioè il mercato EXM ed EGM.

Come racconta Dal Maso (2022), da una ricerca del Politecnico di Milano e di Intermonte Partners SIM²⁶, nel quinquennio dal 2017 al 2022, Piazza Affari ha subito complessivamente l'uscita di innumerevoli società, per una perdita di capitalizzazione pari a circa 55 miliardi di euro. Di questi 55 miliardi, 46, cifra rappresentativa il 6,7% della capitalizzazione totale della Borsa di Milano nel 2022, sono stati persi nei primi otto mesi del medesimo anno, a fronte di numerosi delisting da parte di player di dimensioni

²⁶ Intermonte Partners SIM: una tra le principali investment bank indipendenti sul mercato azionario italiano.

diverse, incidendo negativamente sulle prospettive di sviluppo dell'imprenditoria italiana e, di conseguenza, dell'economia nazionale. La Borsa rappresenta infatti il luogo che permette, da un lato, ai risparmiatori di investire il proprio denaro, dall'altro, alle aziende di raccogliere capitali da poter impiegare per finanziare la propria crescita. È chiaro, dunque, che, se il valore di mercato totale della Borsa diminuisce, a causa dell'abbandono di svariati operatori, reperire risorse finanziarie risulta essere più complicato per coloro che rimangono attivi e le conseguenze di ciò andrebbero poi, inequivocabilmente, a provocare un rallentamento generale dell'economia dell'intero Paese.

Uno scenario simile è esposto anche nell'articolo *“EGM, analisi IPO/delisting suggerisce che è ‘vetrina’ per attirare investitori esterni”*, pubblicato dal quotidiano *“La Stampa”* (2023), nel quale appunto viene sottolineato come, nel periodo gennaio 2020 – settembre 2023, siano state rilevate complessivamente 70 uscite tra EXM ed EGM, le quali hanno comportato una perdita di capitalizzazione di 68 miliardi di euro. Tuttavia, parte di questa perdita è stata compensata da un cospicuo numero di IPO (128 nello stesso periodo), che hanno generato un aumento in termini di capitalizzazione complessiva di 23 miliardi di euro.

Approfondendo la situazione nello specifico, lo “spopolamento” ha riguardato per la maggiore il listino EXM, con 44 emittenti delistati e 66 miliardi di perdita di mkt cap. Di questi 44, 28 hanno abbandonato il segmento ordinario e 16 quello dei titoli con alti requisiti. Nel complesso, comparando il numero di nuove ammissioni con quello relativo ai delisting, il mercato Euronext Milan ha registrato un saldo netto negativo (-29) e una perdita di valore di capitalizzazione pari a 51 miliardi di euro²⁷.

Situazione contraria si è invece riscontrata nel mercato dedicato alle piccole e medie imprese. Qui, infatti, sempre tra gennaio 2020 e settembre 2023, il numero di IPO registrate è stato notevolmente superiore rispetto a quello delle uscite, con 113 nuovi entranti e solo 26 uscenti. La capitalizzazione è stata segnata da una flessione pari a 2 miliardi di euro, causata dai delisting, compensata, però, da un aumento di 8 miliardi di euro, derivante dalle nuove quotazioni, registrando complessivamente un incremento di 6 miliardi di euro di valore di capitalizzazione.

²⁷ 51 miliardi di euro: cifra ottenuta sommando algebricamente l'aumento del valore di mkt cap. (+15 miliardi), associato alle nuove ammissioni, e la perdita del valore di mkt cap. (-66 miliardi), legato ai delisting.

In materia IPO, risultati affini, anche se relativi ad un arco temporale più breve, sono stati esposti da Calusa et al. (2023), che, in qualità di membri del team di ricerca di Banca Profilo S.p.A.²⁸, hanno analizzato l'andamento del mercato EGM nel 2023, sintetizzandolo nel report “*EGM Analysis – 9M23*”. In sostanza, attraverso il loro studio, hanno evidenziato come, solo nei primi nove mesi del 2023, il mercato EGM abbia registrato ben 27 nuove quotazioni, dieci in più rispetto ai primi nove mesi del 2022, segno di un mercato comunque in crescita come percepito dal saldo netto positivo tra nuove entrate ed uscite illustrato dall'articolo de “*La Stampa*”, sopra richiamato. Infine, giusto per accennare al tema delisting ad oggi, Bertolino (2024), sul “*Corriere Della Sera*”, noto quotidiano italiano, afferma come a giugno di quest'anno, i mercati EXM ed EGM abbiano già contato 22 delisting tra quelli solo annunciati e quelli effettivamente conclusi, per un valore di capitalizzazione totale di 28 miliardi di euro, a dimostrazione, ancora, di come tale fenomeno, in particolare in Italia, stia prendendo piede sempre più velocemente.

Esaminando nuovamente il periodo 2020-2023, i dati numerici dimostrano come sia stato il mercato EXM quello a subire un maggior numero di revoche dalla quotazione nel triennio in questione. Tuttavia, è importante anche considerare come dei 70 delisting complessivamente manifestatisi, la maggior parte siano stati delisting conseguenti ad un'operazione di offerta pubblica di acquisto. Tre sono i casi in cui l'emittente è stato revocato dal mercato a fronte della decisione di Borsa Italiana; nove quelli per cui il delisting ha avuto luogo a seguito di una decisione assembleare; sette sono le società uscite dal mercato a fronte di una fusione con un altro soggetto quotato o non quotato e, infine, unica, è la fattispecie di *going dark* delisting, attraverso la quale Exor N.V.²⁹ è passata alla quotazione sulla Borsa di Amsterdam.

Lo studio intitolato “*Why do public firms go private in Italy*”, effettuato da Bettinelli et al. (2010), ha evidenziato come la tendenza delle società quotate su Piazza Affari a prediligere operazioni di offerta pubblica di acquisto come mezzo per delistarsi dal mercato, in realtà, si fosse già riscontrata in un periodo antecedente al triennio 2020-2023, ossia nel triennio 2006-2009. A tal proposito, Bettinelli et al. (2010), nell'articolo in questione, riportano come, sui 55 casi di delisting volontari analizzati, più della metà

²⁸ Banca Profilo S.p.A.: istituto specializzato nel Private & Investment Banking.

²⁹ Exor N.V.: holding finanziaria olandese controllata dalla famiglia Agnelli.

(52%) siano infatti avvenuti per mezzo di OPA e, perciò, come conseguenza di una decisione strategica.

3.6. Le possibili motivazioni alla base della scelta di Delisting volontario

Ora che è stata data, almeno superficialmente, una panoramica dell'andamento più recente, accennando anche a quello relativo al periodo 2006-2009, del fenomeno del delisting all'interno dei confini nazionali, si può finalmente cercare di comprendere quali siano gli elementi legati all'uscita dal mercato che un imprenditore quotato ritiene possano essere frutto di un vantaggio competitivo, e che quindi siano tali da convincerlo che sia meglio revocare dalla quotazione e dalle negoziazioni quei titoli che, in passato, aveva reso accessibili a tutti coloro che si erano dimostrati interessati.

Il secondo capitolo, analizzando il processo di quotazione (IPO) in gran parte delle sue sfumature, ha messo in chiara evidenza la complessità del procedimento attraverso cui un'impresa è in grado di acquisire lo status di quotata. Gli attori coinvolti sono tanti e le fasi dell'iter che porta le azioni ad essere accessibili al pubblico risparmio possono essere lunghe ed articolate, per non parlare degli aspetti regolamentari idonei a garantire il corretto funzionamento del mercato.

Come già precedentemente detto, dunque, scegliere di quotarsi richiede parecchio tempo, nonché un'attenta valutazione che si basi sul confronto costi/benefici associati all'entrata in Borsa. Questo proprio perché accanto alla serie di potenziali vantaggi che l'emittente potrebbe conseguire una volta quotato, come ad esempio, per il caso italiano, quelli che spinsero moltissime realtà verso la quotazione, ossia la capacità di riequilibrare la leva finanziaria ed abbassare il costo del credito (Pagano et al., 1998), è bene ricordare che vi sono anche una serie di costi che la società deve sostenere, prima, per dare atto al processo di quotazione, dopo, per poter permanere nel contesto borsistico. In merito ai costi, si è già parlato infatti della presenza di costi diretti e indiretti, come quelli ad esempio legati rispettivamente al pagamento del team di consulenti e al fenomeno dell'underpricing, citato anch'esso nel secondo capitolo. Martinez e Serve (2017) fanno rientrare tra i costi indiretti anche quelli connessi ad eventuali problemi di agenzia, ossia situazioni di conflitto che vedono scontrarsi gli interessi di management e azionisti e/o quelli di azionisti di maggioranza e minoranza. Si ricorda poi come Borsa Italiana abbia dato un'ulteriore classificazione in materia di costi, vale a dire quella che vede da una parte i costi fissi e dall'altra quelli variabili. Distinzione anche questa che, come già

spiegato, fa riferimento alle somme da corrispondere ai professionisti a cui l'impresa si affida durante la quotazione, considerando, per giunta, i costi associati all'attività di collocamento dei titoli. Da non dimenticare, infine, le commissioni che devono essere versate in favore del gestore del mercato e dell'autorità di vigilanza per i servizi da essi offerti. Questi ultimi costi vengono menzionati anche da Martinez e Serve (2017), che, appunto, oltre che segnalare la presenza di costi di registrazione, sottoscrizione e negoziazione, ricordano come gli emittenti, a seconda del listino in cui sono quotati, siano tenuti a far fronte annualmente a delle commissioni imposte dalla Borsa Valori e dagli organi regolamentari.

Insomma, proprio in questo contesto di comparazione tra costi e benefici associati alla quotazione in Borsa, Bharath e Dittmar (2010) fondano la propria tesi in merito alla possibilità che una società decida di delistare dal mercato. Essenzialmente questi sono dell'idea che, se la scelta di quotarsi segua ad una scrupolosa valutazione del binomio costi/benefici, allora anche la decisione di uscire dal mercato è ragionevole pensare si appoggi sulla medesima analisi. Nello specifico, i due sostengono che l'abbandono della Borsa da parte di un soggetto si possa verificare nell'eventualità in cui i costi della quotazione superino l'utilità derivante dall'operare nel mercato, puntualizzando, però, sulla possibilità che tra le varie fattispecie vi siano piccole differenze inerenti al tipo di delisting volontario, nonché al fatto che la società decida o meno di continuare ad operare in seguito all'uscita.

Nei casi, ad esempio, di delisting senza negoziazione successiva, l'imprenditore, per prendere una decisione tra "pubblico" o privato, dovrà verificare se i vantaggi riconducibili all'entrata nel mercato, come la migliore reputazione, la maggiore credibilità, la più facile accessibilità a risorse finanziarie e il più forte potere contrattuale nei rapporti con le banche, siano rimasti ad un livello superiore rispetto ai costi da sostenere, nonché rispetto agli altri aspetti critici della quotazione (Bancel e Mittoo, 2009). È sensato quindi supporre che la società in grado di abbattere i costi attraverso il delisting sarà anche quella, che più di tutte, prenderà in considerazione la possibilità di metterlo effettivamente in atto, essendo la capacità di ridurre i costi uno dei fattori primari nei delisting tramite LBO (DeAngelo et al., 1984).

Anche secondo Laghi et al. (2013) uno degli elementi che spingerebbero le imprese ad abbandonare il mercato sarebbe individuabile nella struttura dei costi associati

alla quotazione. Questi, nel loro studio, affermano come molti autori abbiano parlato di *traditional motivation*, riferendosi all'aumento dei costi causato dalla quotazione, quale uno dei principali fattori appartenenti alla più "tradizionale" categoria di incentivi che porterebbero un soggetto al delisting. Ma non solo, infatti, all'interno del concetto di *motivazione tradizionale*, riportano come si debba includere anche la possibilità che, nel tempo, i benefici derivanti dall'essere quotati si attenuino, incoraggiando così molti emittenti ad uscire dalla Borsa.

In sostanza il concetto di *traditional motivation* sarebbe composto dai due aspetti appena menzionati, ossia l'aumento dei costi a fronte della quotazione e l'insostenibilità nel tempo dei benefici ad essa connessi. Analizzandoli singolarmente, per quanto riguarda il primo, DeAngelo et al. (1984) si sono espressi sostenendo che questo fattore influenzerebbe principalmente le realtà più piccole, che, trovando maggiore difficoltà nel sopportare costi fissi sempre più ingenti, potrebbero sentirsi quasi obbligate ad abbandonare la sede di negoziazione. È logico che, guardando all'Italia, il fattore costo ricoprirebbe così un ruolo rilevante nella valutazione della scelta di delisting per molte imprese, essendo l'imprenditoria italiana costituita per la maggior parte da pmi. La stessa opinione, in merito al fattore dimensionale, è stata condivisa poi da altri soggetti che ne hanno fatto menzione nelle loro analisi (Martinez e Serve, 2017). In pratica, questi studiosi sono giunti all'ipotesi per cui parlare di una possibile relazione inversa tra la dimensione di un soggetto e la probabilità di delisting non fosse poi così assurdo. Implicitamente, questa tesi sembra essere appoggiata da Dietrich and Sorensen (1984), i quali, come citato da Thomsen e Vinten (2007) nell'articolo "*Delistings and the costs of governance: A study of European stock exchanges 1996-2004*", mostrarono come anche nello scenario dei delisting che avvengono per mezzo di un'operazione M&A³⁰, la probabilità dell'uscita dalla Borsa fosse minore per le realtà dimensionalmente più grandi. La ragione di ciò fa riferimento ai maggiori costi che il player, promotore dell'operazione straordinaria avente come target la società potenzialmente prossima al delisting, dovrebbe sostenere per acquisirla, i quali sarebbero probabilmente inferiori qualora si considerasse una società-obiettivo di piccole dimensioni. Sebbene l'ipotesi riguardante la relazione inversa tra dimensione e probabilità di delisting trovi ampia accettazione nella letteratura, Barnes (2000) rimarca un dato che apparentemente risulta andare controcorrente a tale

³⁰ Operazione M&A: operazione di Mergers & Acquisitions, ossia un'operazione di fusione o acquisizione di una società.

teoria, vale a dire come negli anni '80 la maggior parte delle fusioni avessero come bersaglio realtà societarie molto grandi, a dimostrazione dei minori costi unitari previsti per le operazioni con soggetti di una certa portata.

In merito al secondo aspetto che rientrerebbe nel concetto di *traditional motivation*, Shah e Thakor (1998), prendendo in considerazione uno dei vantaggi dell'IPO citati anche nel secondo capitolo di questo elaborato, cioè la possibilità per un soggetto quotato di condividere il rischio d'impresa con una più vasta platea di soggetti, ritengono che questo beneficio possa venir meno nel tempo, fungendo, per alcuni player, da stimolo a ritornare privati. Nonostante ciò, non per tutti è così. Infatti, nelle società dove gli azionisti di maggioranza detengono più informazioni sul rendimento atteso degli asset societari, il deterioramento della capacità di condivisione del rischio sembrerebbe non manifestarsi, favorendo la permanenza dell'impresa nel mercato, rafforzata anche dal possesso, per la stessa, di un portafoglio ben diversificato di investitori in grado di sopprimere la componente di rischio idiosincratICO. Infine, sempre Laghi et al. (2013), così come Martinez e Serve (2017), citando altri autori, indicano come, nel tempo, siano stati portati avanti diversi studi sul possibile legame tra la liquidità dei titoli quotati e la probabilità di delisting, dai quali è emerso che, essendo la liquidità delle azioni fonte di vantaggio conseguente alla quotazione, un eventuale suo peggioramento avrebbe potuto portare l'emittente ad optare per il delisting. Aspetto, quest'ultimo, che permette di capire appieno l'importanza ricoperta dalla figura dello specialista (liquidity provider) nei mercati finanziari.

In questo contesto, anche Martinez e Serve (2017) affermano come uno dei motivi per cui un'impresa potrebbe optare per la privatizzazione riguarda appunto la perdita di quei vantaggi che, inizialmente, contrapponendosi ai costi da sostenere, incoraggiavano il soggetto a quotarsi. Gli autori in questione, in particolare, richiamando quanto esposto anche da Thomsen e Vinten (2007), sostengono come siano le imprese quotate che col tempo vedono le proprie prospettive di crescita ridursi sempre più intensamente a essere contraddistinte da una maggiore probabilità di delistare. E, in effetti, è ragionevole che questo accada; si pensi, ad esempio, ad una società che decide di quotarsi per riuscire a raccogliere capitale utile al sostenimento dei propri progetti d'investimento. Se la stessa società, una volta quotata e raggiunta una certa fase del suo ciclo di vita, non si sentisse più nella condizione di crescere ulteriormente, è logico che non necessiterebbe più, allo stesso modo, delle risorse finanziarie che all'epoca aveva ricercato tramite l'entrata in

Borsa. Di conseguenza, potrebbe pensare di abbandonare il mercato, così da non dover più, da un lato, sostenere i costi legati alla permanenza in questo, dall'altro, adempiere agli obblighi previsti dai regolamenti. È comprensibile, al contrario, che una società caratterizzata da buone potenzialità di sviluppo decida di restare quotata, così da promuovere più facilmente la propria espansione. Il legame positivo tra la probabilità di delisting e la carenza di prospettive di crescita è stato evidenziato anche da Lehn e Poulsen (1989), i quali dimostrarono come il tasso di crescita delle vendite (preso come indicatore delle prospettive di crescita), nel periodo pre-delisting, fosse più basso per quelle società che poi, effettivamente, concretizzarono l'uscita dalla Borsa, rispetto a quelle che, al contrario, rimasero quotate.

Sempre considerando l'incidenza del deterioramento dei benefici della quotazione sulla decisione di delisting, Mehran e Peristiani (2010) pongono l'accento sul tema della visibilità finanziaria. Già nel secondo capitolo di questo elaborato è stata evidenziata l'importanza che questo fattore ricopre nell'ambito del processo di quotazione per le imprese che decidono di quotarsi. Entrare nel mercato significa, infatti, accettare di stare sotto i "riflettori", non solo delle autorità come Consob e Borsa Italiana, che devono verificare che l'operatore rispetti i molteplici obblighi regolamentari, ma anche degli investitori e, in generale, di tutti coloro che potrebbero detenere un interesse nei confronti della società quotata. Per questo motivo, riuscire ad accrescere la propria visibilità finanziaria può generare per l'impresa una serie di vantaggi, molti dei quali tra loro connessi, come ad esempio, una buona credibilità che, a sua volta, comporterà un rafforzamento dei rapporti con le banche, influenzando positivamente l'agevolazione all'accesso delle risorse finanziarie. Di conseguenza, è scontato affermare che un'eventuale flessione di questa componente possa interferire negativamente con la volontà dell'emittente di preservare la propria posizione sul mercato, rendendolo, per contro, maggiormente propenso ad uscirne.

Un'altra motivazione che potrebbe incidere sulla probabilità che l'emittente lasci la Borsa è quella supportata da Croci e Del Giudice (2014), i quali segnalano come il delisting possa fungere da meccanismo tramite il quale gli azionisti di controllo sarebbero in grado di sottrarre valore a quelli di minoranza. È bene specificare che questa fattispecie si ricollega al tema relativo ai problemi di agenzia di cui si parlerà poco sotto e, in maniera particolare, alla situazione conflittuale che potrebbe nascere tra azionisti di maggioranza e minoranza. Quello che avviene, fondamentalmente, è una sorta di "congelamento" degli

azionisti di minoranza (cosiddetto *freeze out*³¹), che può essere messo in atto in virtù di una scarsa protezione di questi ultimi, o comunque, di una loro esigua forza contrattuale rispetto agli azionisti di controllo. Ancora, poi, sempre Croci e Del Giudice (2013) precisano come questa situazione potrebbe essere determinata anche dalla presenza di asimmetrie informative tra azionisti di controllo e non, in particolare, nel caso in cui i primi detenessero informazioni utili a privatizzare la società prima di un atteso miglioramento, escludendo i secondi, di conseguenza, dalla possibilità di fruire dei vantaggi ad esso associati. A tal riguardo, però, Bajo et al. (2013) evidenziano come, almeno per le imprese quotate in Italia, la presenza di investitori istituzionali nella compagine di azionisti di minoranza possa intralciare il successo della strategia di delisting tramite *freeze out*. Il motivo di ciò fa riferimento al maggiore potere contrattuale detenuto dagli investitori professionali rispetto agli altri tipi di *outsiders*³², che renderebbe problematico l'intento degli azionisti di maggioranza di snellire la compagine sociale.

3.6.1. La Teoria dell'Agenzia e i costi ad essa associati

Quando si parla di delisting volontario, ed in particolare delle ragioni di una sua eventuale manifestazione, è impensabile non menzionare la cosiddetta *Teoria dell'Agenzia*³³. Nell'ambito societario il problema dell'agenzia è strettamente connesso al tema degli assetti proprietari. I costi associati a tale situazione sorgono infatti quando si vengono a creare dei conflitti di interesse tra la proprietà e il management della società e/o tra azionisti di maggioranza e minoranza. È, dunque, logico che “*tanto più aumenta la separazione della proprietà dal controllo, tanto più aumenteranno i costi di agenzia*” (Scarpa, 2009). Questo è proprio ciò che accade con maggiore probabilità nelle società ad azionariato diffuso (S.a.d)³⁴, dove tale separazione risulta essere significativa.

Quando gli interessi di azionisti e manager sono divergenti, è spesso cruciale che la società metta in atto un processo volto al riallineamento degli incentivi delle due parti,

³¹ Freeze Out: meccanismo che permette agli azionisti di maggioranza di acquistare le azioni degli azionisti di minoranza, per poi delistare la società.

³² Outsiders: termine che nel contesto in questione si riferisce agli investitori esterni, ossia agli azionisti di minoranza.

³³ Teoria dell'agenzia: teoria elaborata negli anni '70 nell'ambito delle scienze politiche ed economiche. Essa studia la situazione in cui un soggetto o un ente (*l'Agente*) è in grado di prendere delle decisioni e/o di intraprendere delle attività per conto di un altro soggetto o ente (*il Principale*), ma le due parti (Principale e Agente) hanno interessi divergenti e informazioni asimmetriche (*l'Agente* possiede più informazioni del *Principale*).

³⁴ S.a.d. (Società ad Azionariato Diffuso): modello societario caratterizzato dalla suddivisione del capitale sociale tra un elevato numero di azionisti.

così da favorire anche la conciliazione dei loro interessi. Gli interventi volti a limitare gli effetti dovuti alla presenza di situazioni conflittuali di questo genere hanno, però, un costo. I problemi di agenzia, come accennato, rappresentano la fonte dei *costi di agenzia*, che, così come specificato nell'articolo "*Capital Structure and Agency Theory: How to Align the Incentives of Managers and Shareholders*", pubblicato nel Blog di *FasterCapital* (2024), possono essere classificati in due categorie: costi diretti e costi indiretti.

Tra i costi diretti si possono identificare i costi di monitoraggio, di cauzione e di incentivazione. Nello specifico, i costi di monitoraggio sono rappresentati da tutte le spese che gli azionisti sostengono mettendo in atto quegli interventi mirati a garantire la supervisione e il controllo dell'operato dei manager. I proprietari è bene che agiscano in maniera bilanciata in tale contesto. Questo perché, se da un lato un buon livello di sorveglianza potrebbe aiutare a ridurre le eventuali asimmetrie informative tra proprietà e management, indirizzando l'attività di quest'ultimo verso l'interesse degli azionisti, dall'altro, viceversa, un monitoraggio eccessivo o inefficiente potrebbe generare effetti opposti, conducendo ancor di più alla presenza di attriti tra le parti in questione.

I costi di cauzione, sostenuti dal management, sono associati alle azioni attraverso cui i manager si impegnano a non agire in maniera opportunistica nei confronti dei proprietari. Solitamente, tali costi sorgono a fronte di garanzie offerte proprio dal management agli azionisti, o in presenza di accordi sulla base dei quali i compensi del management stesso vengono legati alla performance. Come per gli interventi che implicano i costi di monitoraggio, anche nell'ambito dei costi di cauzione le azioni possono portare ad effetti positivi, come anche negativi. In particolare, se si considerasse la circostanza nella quale, ad esempio, la retribuzione dei manager risultasse dipendere dalla performance, le conseguenze potrebbero essere due, l'una opposta all'altra. Nel miglior caso, il management, spinto dalla volontà di conseguire ottimi risultati per ottenere alti guadagni, potrebbe impegnarsi a lavorare duramente, contribuendo ad aumentare il valore dell'azienda; in caso contrario, il rischio potrebbe essere quello per cui i manager, sempre incentivati a raggiungere buone performance, siano portati a falsificare i dati contabili in loro favore o, ancora, adottino decisioni troppo rischiose.

Un'altra tipologia di costi diretti sono quelli di incentivazione, sostenuti dai proprietari al fine di incoraggiare i manager ad agire nell'interesse proprio degli azionisti.

Questi costi possono manifestarsi, ad esempio, quando al management vengono offerti bonus, piuttosto che stock option o qualora venga loro concessa la possibilità di aderire a piani di partecipazione agli utili. Nonostante gli interventi associati a tali costi possano limitare il problema di selezione avversa, spesso presente nei contratti di agenzia, oltre che attrarre manager esperti, è bene sottolineare come potrebbero, allo stesso tempo, comportare situazioni di scontro tra gli obiettivi imprenditoriali di breve e lungo termine. Se infatti la retribuzione del management dipendesse dagli utili correnti della società o, alternativamente, dal valore delle azioni, i manager, al fine di assicurarsi alti compensi, sarebbero spinti ad adottare un approccio rivolto al breve periodo, cercando di massimizzare, nel primo caso, i profitti di breve termine, nel secondo, il valore azionario, ignorando l'importanza relativa al perseguimento di una crescita sostenibile nel lungo termine.

Parlando di costi di agenzia indiretti, risulta essere fondamentale citare i costi d'investimento eccessivo, i costi di sottoinvestimento, quelli legati ad un'eccessiva assunzione di rischi e, infine, quei costi strettamente connessi all'adozione di un'ottica orientata al breve periodo.

I costi d'investimento eccessivo e di sottoinvestimento sono, fondamentalmente, associati a situazione opposte. Nel primo caso, la società si trova nelle condizioni di dover sostenere dei costi elevati a fronte della decisione dei manager di investire in progetti che si sono rivelati avere un VAN³⁵ negativo e, di conseguenza, privi di alcuna convenienza economica. Situazioni di questo genere potrebbero manifestarsi in presenza di asimmetrie informative a favore del management in tema di qualità o rischio dei progetti d'investimento, o qualora i manager la pensassero diversamente dai proprietari relativamente alla dimensione e alla diversificazione dell'impresa, aspetti fortemente correlati alle politiche d'investimento. Pareri differenti a riguardo potrebbero spingere i manager ad investire in attività poco redditizie per l'impresa, ma frutto per loro di vantaggi privati, che, diversamente, potrebbero essere anche solo indotti dall'obiettivo di contribuire ad un'espansione dimensionale dell'azienda (Lombardi et al., 2016). È logico, quindi, che, se i manager investissero in progetti svantaggiosi per la società, i proprietari,

³⁵ VAN (Valore Attuale Netto): uno dei metodi attraverso cui poter valutare la convenienza di un investimento. Tale metodologia si basa sull'attualizzazione di tutti i flussi di cassa attesi associati all'investimento considerato (sia in entrata che in uscita), i quali vengono sommati algebricamente tra di loro al netto dell'esborso sostenuto al tempo iniziale dell'investimento.

i quali ovviamente avrebbero preferenza nel vedere i flussi di cassa generati distribuiti in forma di dividendi, piuttosto che investiti (Carayannis & Grigoroudis, 2014), criticerebbero l'operato dei primi, favorendo la comparsa di problematiche d'agenzia.

Per contro, considerando i costi di sottoinvestimento, questi sorgono nel momento in cui il management rinuncia ad intraprendere progetti d'investimento dal VAN positivo, o, ancora, laddove opportunità di questo tipo fossero sfruttate con ritardo. Solitamente questo accade, all'opposto di quanto detto poco fa, quando ad avere maggiori informazioni, in merito alla qualità o al rischio dell'investimento, sono gli azionisti. Un altro motivo che potrebbe far nascere costi di questo genere fa riferimento alla diversità degli incentivi tra management e proprietà in materia di tempistica e finanziamento degli investimenti. Se prendessimo ad esempio in considerazione un investimento a lungo termine, questo potrebbe trovare il dissenso da parte di quei manager timorosi di vedere il loro mandato scadere prima di poter effettivamente fruire dei benefici dell'investimento stesso. Questi, pertanto, potrebbero opporsi all'investimento nonostante il valore che potrebbe generare per l'impresa.

Sempre tra i costi di agenzia indiretti figurano, poi, i costi derivanti dall'assunzione di rischi troppo elevati. In parole semplici, questi *“sono i costi che l'impresa sostiene quando i manager investono in progetti che presentano un rischio maggiore rispetto al livello di rischio ottimale per l'impresa, o che presentano un rischio più elevato rispetto alle preferenze di rischio dei proprietari”*. Generalmente sono due le fattispecie che portano al verificarsi di tali costi; la prima richiama, ancora una volta, il problema del gap informativo tra management e azionisti, con la differenza che, in questo caso, le asimmetrie riguardano informazioni concernenti la volatilità o l'incertezza dei progetti. La seconda casistica si riferisce ad un differente profilo rischio/rendimento tra le controparti sopra menzionate, aspetto che potrebbe, in parte, legarsi al concetto di disequilibrio tra le informazioni detenute da proprietari e manager, se si pensa che questi ultimi potrebbero avere una maggiore propensione al rischio giustificata, magari, dal possesso di un pacchetto più ampio di informazioni sulla volatilità dell'investimento.

Infine, gli ultimi costi d'agenzia di tipo indiretto da segnalare sono quelli che potrebbero nascere qualora il management dell'impresa operasse prediligendo un approccio rivolto al conseguimento di risultati di breve periodo, piuttosto che adottando una logica finalizzata a mettere in risalto le potenzialità della società nel lungo termine.

Uno scenario di questo genere potrebbe riscontarsi nel caso in cui i manager avessero meno informazioni, rispetto ai proprietari, sul futuro e/o sulla sostenibilità dell'impresa, nonché laddove la governance societaria prevedesse un sistema di incentivi/premi in favore del management, basato sul raggiungimento di obiettivi di breve periodo, che lo spingerebbe, di conseguenza, ad agire conformemente a tale assetto. Da notare come questa ultima ipotesi si agganci, in certa misura, al discorso relativo allo scontro tra obiettivi a breve e a lungo termine, quale potenziale conseguenza degli interventi associati ai costi di incentivazione, di cui si è parlato elencando i costi d'agenzia diretti.

In sostanza, per riassumere in parole semplici tutte le diverse tipologie di costi di agenzia, si potrebbe dire che, da un lato, quelli diretti sorgono a fronte degli interventi che l'impresa mette in atto con l'obiettivo di allineare gli interessi di manager e proprietari, dall'altro, i costi indiretti si presentano come perdite che l'impresa subisce a causa di scelte ed iniziative manageriali non così efficaci. In ogni caso, qualsiasi forma il costo d'agenzia assuma, è frutto della presenza di problemi di agenzia, che, è innegabile, possono avere ripercussioni considerevoli a livello di performance e valore aziendale. Per questo motivo, è bene che la società agisca al fine di limitare, o almeno mitigare, le situazioni di conflitto di interessi, fonti di problematiche di questo genere, che, come anticipato, potrebbero, per alcuni player quotati, essere motivo d'uscita dal mercato.

Proprio nel contesto della teoria dell'agenzia, Laghi et al. (2013), esponendo quanto affermato da Kaplan (1989), ribadiscono come, alcune volte, l'emittente quotato sia spinto a prendere in considerazione il delisting al fine di facilitare il riallineamento degli interessi dei manager a quelli dei proprietari. Specificatamente, questi presentano il delisting come mezzo attraverso cui riportare il management ad operare nel miglior interesse degli azionisti, aspetto che potrebbe essere venuto meno per diverse ragioni, provocando, di conseguenza, un caso di problema d'agenzia. In pratica, attraverso il delisting, l'impresa riuscirebbe a concentrare nelle mani di pochi soggetti le azioni che, con la quotazione, sono state distribuite presso un gran numero di investitori, permettendo loro di entrare a far parte della compagine sociale originaria. Un capitale sociale più concentrato avrebbe, secondo gli autori, l'effetto di facilitare l'adozione, da parte degli azionisti, di interventi di incentivazione in favore dei manager, allo scopo di far sì che questi ultimi si impegnino ad agire in linea con gli interessi dei primi, stimolati dalla possibilità di beneficiare di premi qualora il problema di agenzia venisse attenuato. Tuttavia, c'è chi non la pensa in questa maniera. Achleitner et al. (2013), come anche

Thomsen e Vinten (2014), ritengono che, nel mercato europeo, anche la presenza di un'elevata concentrazione del capitale nel periodo antecedente al potenziale delisting, possa incrementare la probabilità del fenomeno. Questa ipotesi, dunque, andrebbe a sminuire la tesi secondo cui il delisting potrebbe essere considerato un mezzo attraverso il quale limitare i problemi di agenzia facilitando il riallineamento degli interessi di manager e proprietà, essendo adottato anche qualora la società non avesse un azionariato ampiamente diffuso, condizione che, per alcuni, viceversa, costituirebbe un fattore trainante dell'aumento della probabilità di delisting.

Anche secondo Jensen (1986), la decisione di delistarsi dal mercato può essere ritenuta una valida strategia per contrastare eventuali problemi di agenzia. In particolare modo, questo studioso ha ipotizzato potesse esserci uno stretto legame tra la probabilità di delisting e i problemi di agenzia derivanti dalla decisione dei manager di intraprendere progetti d'investimento non redditizi, frutto, come detto, dei cosiddetti costi di eccessivo investimento. Jensen (1986), al pari di Carayannis & Grigoroudis (2014), sopra menzionati, supponeva che fattispecie di questo genere portassero l'impresa a sprecare flussi di cassa, che, con delle migliori politiche d'investimento, avrebbero potuto essere distribuiti agli azionisti. Proprio per evitare ciò, secondo lui, molte imprese optarono per delistarsi volontariamente tramite operazioni LBO, le quali, comportando la necessità di rimborsare il debito assunto al fine dell'acquisizione dell'emittente quotato, implicavano un minor spreco di flussi di cassa da parte dei manager. Il problema inerente allo sperpero di flussi di cassa, nonostante ciò, secondo Bettinelli et al. (2010), non può essere esteso allo scenario delle imprese quotate nei mercati finanziari italiani. Il motivo sarebbe legato a quell'aspetto ampiamente diffuso nel tessuto imprenditoriale italiano, ossia alla sovrapposizione tra azionisti di controllo e management, che renderebbe improbabile l'emergere di tale criticità, come anche l'eventualità che questa possa rientrare tra le motivazioni della scelta di uscire dal mercato.

Tuttavia, Graziano et al. (2021), nel loro lavoro intitolato *“Defining the Relationship Between Firm's Performance and Delisting: Empirical Evidence of Going Private in Europe”*, sottolineano come molti altri studiosi abbiano precisato che limitarsi a studiare l'impatto sulla probabilità di delisting dalle Borse europee di variabili esogene come i flussi di cassa liberi (FCF) e i costi di agenzia non possa considerarsi un metodo esauriente. L'approccio corretto sarebbe quello che tiene conto anche di variabili

endogene quali, ad esempio, i dati storici e quelli finanziari, che potrebbero influenzare, in certa misura, la decisione dell'impresa di delistare dal mercato.

A riguardo, è bene riportare i risultati ottenuti da Ahmadi e Bouri (2019), i quali, attraverso i loro studi, dimostrano come la scelta di delisting possa, in qualche modo, essere condizionata dalla performance della gestione operativa dell'impresa. Nello specifico, tale decisione risulta essere tanto più valutata quanto più proficui sono stati i risultati di natura operativa conseguiti dalla società (Croci e Del Giudice, 2014). Il delisting, in tal modo, secondo i due studiosi, consentirebbe una migliore efficienza nella gestione di questa performance, probabilmente permettendo all'emittente di riservarle una maggiore attenzione rispetto a quella che le verrebbe dedicata qualora rimanesse quotato.

Un'altra variabile che è stata presa in considerazione, al fine di studiare da che cosa effettivamente la probabilità di delisting dipendesse, è il valore di mercato dell'impresa, che, secondo Kang (2017), poteva essere misurato dal rapporto conosciuto come "*Q di Tobin*"³⁶. Come molti altri, anche Kang (2017) dimostrò come un basso valore di mercato dell'impresa potesse moderare l'effetto diretto e positivo che i flussi di cassa liberi avevano sul delisting, limitandone la probabilità. Potrebbe essere sensato chiedersi, per contro, perché una società quotata che presenta un buon valore di mercato dovrebbe delistarsi. La risposta, secondo coloro che giunsero a tale conclusione, riguardava la possibilità di cogliere, attraverso la privatizzazione, le molteplici opzioni di crescita derivanti da una buona performance nel mercato azionario. Un'altra possibile motivazione, invece, associava all'uscita dal mercato il ruolo di mezzo utile ad anticipare e prevenire eventuali future diminuzioni di valore. In aggiunta, gli studiosi precisavano che quei casi in cui le società con buone performance finanziarie optavano, comunque, per rimanere nel mercato potessero essere giustificati dall'obiettivo di raccogliere ulteriori finanziamenti, garantendosi nuove opportunità di business per il futuro.

³⁶ *Q di Tobin*: variabile data dal rapporto tra il valore di mercato di un'impresa e il costo di rimpiazzo del suo stock di capitale. Rappresenta il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per riacquistare tutte le proprie strutture e i propri impianti ai prezzi di mercato correnti. Fondamentalmente, questa variabile esprime il rapporto tra il valore di mercato dell'impresa acquistata sul mercato finanziario (ad esempio in una Borsa Valori) e il valore della stessa impresa se si volesse riacquistare il suo stock di capitale sul mercato dei beni. Inoltre permette di misurare la differenza tra il capitale desiderato dall'impresa e il capitale effettivamente posseduto da questa.

Continuando a parlare di valore di mercato dell'impresa, una tesi contraria risulta essere quella di alcuni studiosi che riscontrarono come la probabilità di uscire dal mercato potesse dipendere dall'eventuale sottovalutazione della società. Questo perché i manager, avendo a disposizione maggiori informazioni sull'impresa e avendo, pertanto, consapevolezza del reale valore della stessa, potrebbero essere orientati alla privatizzazione, considerandola la strada migliore per far emergere l'effettivo potenziale della società e creare, così, più valore per gli azionisti. Kieschnick (1998) specifica, inoltre, che questa ragione di delisting è particolarmente diffusa nel contesto delle imprese dimensionalmente più piccole, le quali, facendo più fatica ad attirare l'interesse di investitori istituzionali per finanziare la propria crescita, potrebbero optare al delisting. Kieschnick (1989) chiarì poi come la sottovalutazione rappresentasse una ragione di delisting solo quando si presentava in forma di operazione MBO. Nonostante tali conclusioni avessero principalmente riguardato il contesto statunitense, Bettinelli et al. (2010) sottolinearono come, anche in Italia, la sottovalutazione e la piccola dimensione potessero essere ritenute valide cause del fenomeno in questione.

Geranio (2005) identifica una delle potenziali cause di delisting nella possibilità per l'impresa di implementare politiche di riorganizzazione aziendale, nonché di crescita, senza dover incorrere nel giudizio del mercato. Lo studioso spiega, infatti, come, se la società quotata sentisse l'esigenza di mettere in atto una riorganizzazione aziendale, piuttosto che delle strategie di crescita, potrebbe riscontrare una leggera flessione dei profitti a breve termine, che, chiaramente, non sarebbe presa così positivamente da parte del pubblico. Per evitare questa spiacevole situazione, l'emittente potrebbe trovare vantaggioso uscire dalla Borsa al fine di poter attuare le strategie che ritiene più opportune, senza sentirsi vincolato dal parere altrui. Un motivo, questo, che, seppur di natura prettamente gestionale, potrebbe avere un certo peso nella valutazione svolta dal soggetto quotato.

Per concludere l'analisi delle principali motivazioni che potrebbero spingere una società quotata ad uscire dal mercato, è bene menzionare un fattore che diversi studi sul fenomeno del delisting hanno riconosciuto essere un vantaggio significativo. L'elemento a cui ci si riferisce è il beneficio fiscale di cui potrebbe godere l'impresa abbandonando la Borsa. Lehn e Poulsen (1989), hanno infatti dimostrato come una società quotata troverebbe vantaggioso privatizzarsi, in particolare, attraverso un'operazione LBO, per fruire della possibilità di detrarre gli interessi sul debito societario. Questo vantaggio

fiscale, derivante dall'utilizzo di fonti di debito, rappresenta il cosiddetto scudo fiscale, il quale, indirettamente, permetterebbe agli azionisti di ottenere un guadagno non trascurabile. Ciononostante, Renneboog e Simons (2007) specificano come, in realtà, la portata del suddetto beneficio dipenda dall'aliquota fiscale e, dunque, dal regime fiscale, generalmente differente da Paese a Paese. Se infatti si prendesse in considerazione il contesto italiano, noto per la sua elevata pressione fiscale e per la complessa burocrazia del sistema tributario, il vantaggio associato all'uscita dal listino di Borsa, di fatto, non esisterebbe, anzi, le società, uscendo dal mercato, potrebbero essere esposte a politiche fiscali più aggressive a fronte della minore trasparenza ad esse richiesta (Bettinelli et al., 2010). L'ipotesi che il delisting possa essere, tra le altre cose, giustificato dall'opportunità di usufruire di benefici fiscali non può essere, dunque, accettata in maniera assoluta, ma, per le imprese quotate nelle Borse di alcuni Paesi, come ad esempio gli Stati Uniti, potrebbe ricoprire un ruolo chiave nella valutazione economica della decisione (Lehn e Poulsen, 1989).

3.7. Gli effetti della regolamentazione sul fenomeno del Delisting

Un ulteriore elemento da non sottovalutare, al fine di avere un quadro generale delle ragioni che potrebbero indurre una società quotata ad uscire dal mercato, riguarda l'evoluzione che ha portato una serie di cambiamenti dal punto di vista regolamentare, la quale è stata oggetto di numerose ricerche da parte di molteplici studiosi. Questi, in sostanza, si sono dedicati a cercare di comprendere quanto le modifiche normative, in particolare in materia di corporate governance, abbiano condizionato la probabilità di delisting nel mondo finanziario.

Per studiare come l'aspetto regolamentare abbia inciso sul fenomeno del delisting, bisogna, innanzitutto, evidenziare come, a livello europeo, siano state proprio le modifiche adottate negli anni '90 a costituire la base del significativo cambiamento che è stato poi attuato a partire dagli anni 2000, avvenuto attraverso l'introduzione di normative nettamente più strutturate. A tal riguardo, è bene sottolineare come le riforme alle quali ci si stia riferendo riguardino, essenzialmente, l'ambito della governance aziendale e, in particolar modo, il tema relativo alla tutela degli investitori di minoranza, aspetti di una certa rilevanza anche in materia IPO. Lo scopo perseguito attraverso l'inserimento delle novità normative fu quello di cercare di rafforzare non solo la trasparenza nei confronti del mercato e degli azionisti, ma anche l'integrità e la responsabilità a livello aziendale.

Importante, in tale contesto, fu la Direttiva Unione Europea 15 dicembre 2004, n. 2004/109/CE (cd. “*Direttiva Transparency*”) sull’armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, la quale modificava la Direttiva 2001/34/CE. Quest’ultima fu introdotta proprio al fine di promuovere l’integrazione dei mercati finanziari europei, tramite la semplificazione dell’accesso alle informazioni e il miglioramento della loro qualità. La nuova direttiva andava a toccare differenti temi in materia di trasparenza informativa, i quali non verranno trattati in maniera specifica in questo elaborato, non ritenendolo la sede adatta per un tale approfondimento. Quello che interessa realmente ai fini della presente analisi riguarda l’impatto che questa direttiva, come molte altre, ha avuto sulla volontà delle imprese di delistare.

Nel corso del 2007, sempre a livello europeo, è stata inclusa la Direttiva Unione Europea n. 2007/36/CE (cd. “*Shareholder Rights Directive*” o “*SRD*”), relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, la quale è stata poi modificata dalla Direttiva Unione Europea 17 maggio 2017, n. 2017/828/CE (cd. “*SRD II*”). Anche questi regolamenti hanno inasprito le norme di governance aziendale, assicurando un maggior coinvolgimento degli azionisti di minoranza nelle decisioni societarie, riducendo, così, il livello di asimmetria informativa tra quest’ultimi e quelli di maggioranza.

Sono state poi promosse altre direttive che hanno portato ad un rafforzamento degli obblighi di disclosure, attraverso l’imposizione alle società di comunicare informazioni anche di natura non finanziaria, sempre con l’obiettivo di garantire agli azionisti di minoranza una migliore valutazione in merito ai rischi e alle opportunità associate alle loro partecipazioni.

È chiaro che, ogni qual volta si presentano dei cambiamenti regolamentari, i soggetti interessati devono mettersi in atto per adeguarsi alle novità introdotte. In questo caso, ad impegnarsi al fine di adempiere ai nuovi obblighi normativi sono stati gli emittenti quotati. In parole povere, questi hanno subito gli effetti di una serie di nuovi aspetti che hanno reso gli adempimenti di trasparenza informativa, e in generale di corporate governance, più stringenti.

Ciò però che bisogna chiedersi è: come ha impattato, sul fenomeno del delisting, questa transizione della regolamentazione verso un approccio fortemente più incentrato

sulla salvaguardia degli investitori di minoranza? Quali sono state, dunque, le conseguenze subite dalle imprese fino ad allora quotate in un listino di Borsa?

Per rispondere alla prima domanda bisogna, in realtà, prima ragionare sulla possibile risposta che si potrebbe dare alla seconda. Riprendendo quanto detto poco sopra, ossia la necessità per gli emittenti quotati di allinearsi ai nuovi standard di corporate governance e ad una crescente visione orientata a codici di best practices, è bene sottolineare come, per questi, ciò non rappresenti solamente un ingente sforzo idoneo a riorganizzare il proprio assetto dal punto di vista gestionale e del controllo, ma comporti, logicamente, anche delle ripercussioni sul piano economico. Il concetto di *compliance* alla regolamentazione si traduce, economicamente, nella capacità di sopportare dei costi crescenti, derivanti dall'attuazione di un insieme di interventi volti ad assicurare la conformità della società alla normativa. Pertanto, tra le conseguenze principali che la modifica regolamentare ha implicato sugli emittenti quotati, si identificano due concetti centrali: l'aumento dei costi inerenti alla governance aziendale e la necessità di allineare l'assetto organizzativo ai requisiti introdotti.

Il tema relativo ai costi, come analizzato precedentemente, risulta essere strettamente connesso alla probabilità di uscita dal mercato. Si è detto come molteplici studi abbiano evidenziato la presenza di una relazione positiva tra l'aumento dei costi associati alla permanenza in Borsa e l'abbandono della stessa da parte della società. Nello specifico, l'eventualità che si verifichi un delisting si rivela tanto più frequente quanto più le commissioni sopprimono gli effetti positivi derivanti dall'essere quotati. Di conseguenza, l'interrogativo a cui si deve dare risposta è: l'aumento dei costi di governance, quale conseguenza delle modifiche normative, potrebbe essere tale da superare l'intensità dei benefici della quotazione, fungendo, pertanto, da causa di delisting?

Prima di procedere cercando di dare una risposta a tale quesito, è importante offrire una panoramica dei costi a cui ci si sta riferendo in questa parte del lavoro, vale a dire i costi di governance. Thomsen e Vinten (2007), nel report "*Delistings and the costs of governance: A study of European stock exchanges 1996-2004*", forniscono un elenco dei suddetti costi facendoci rientrare: spese di revisione, costi burocratici, costi di divulgazione/informativa, spese legali, costi legati a premi di compensazione a favore degli amministratori, ecc. Inoltre, gli autori precisano come, data la complessità di stima

di questi costi, per cercare di valutarli, decisero di sviluppare il loro studio analizzando proprio gli effetti delle nuove politiche di governance sulla probabilità di delisting, con l'obiettivo di verificare se i vantaggi della quotazione continuassero a rimanere maggiori degli svantaggi, anche a fronte dell'introduzione di tali spese.

Ritornando ora alla domanda per cui il delisting potrebbe essere indotto o meno dall'aumento dei costi di governance oltre il livello dei benefici dell'IPO, la risposta è sì. Lo affermano Thomsen e Vinten (2007), esponendo l'ipotesi di *sovra-regolamentazione*, per la quale "*regulation is a result of rent seeking by powerful economic constituencies, which seek to further their own interests*"³⁷. L'ipotesi in questione apparterebbe alla teoria sulla politica dei gruppi di interesse, per cui una regolamentazione socialmente ottimale sarebbe difficile da raggiungere (Olson, 2000) a causa della presenza di gruppi di interesse in grado di sfruttare le istituzioni, al fine di far sì che queste promuovano regolamentazioni volte a proteggere le loro rendite economiche e politiche (Djankov et al., 2003). In sintesi, l'ipotesi di sovra-regolamentazione, in questo contesto, altro non fa che sostenere l'idea per cui, attraverso l'introduzione di nuove norme più severe, l'aumento della burocrazia e dei costi risultino più che proporzionali all'incremento del valore generato in favore degli azionisti di minoranza. Pertanto, se fosse effettivamente così, i costi derivanti dalla nuova regolamentazione in materia di protezione degli investitori di minoranza e di corporate governance potrebbero essere superiori ai vantaggi associati alla quotazione, facendo tendere le aziende verso l'uscita dal mercato. In ogni caso, è bene citare anche l'ipotesi opposta a quella della sovra-regolamentazione, la quale, presentata sempre da Thomsen e Vinten (2007) come ipotesi di *efficienza*, si basa sull'idea per cui, qualora la regolamentazione comportasse dei costi moderati e, al contrario, rendesse le società quotate più efficienti, migliorando anche il funzionamento complessivo del mercato azionario, allora incentiverebbe gli emittenti quotati a mantenere la propria posizione in Borsa.

Di conseguenza, le nuove norme, comportando chiaramente una maggiorazione in termini di costi di governance, potrebbero aver indotto un gran numero di operatori ad uscire dal mercato, ma non per forza tutti, non essendoci la certezza che questi costi siano aumentati indiscriminatamente in maniera tale da superare gli effetti positivi indotti dal cambiamento regolamentare. A dimostrazione dell'eterogeneità di ciascuna fattispecie,

³⁷ Tradotto: la regolamentazione è il risultato della ricerca di rendite da parte di potenti gruppi economici, che cercano di promuovere i propri interessi.

basti pensare alla Gran Bretagna, la quale, nonostante essere caratterizzata da una rigida politica di protezione degli investitori, abbia comunque registrato un numero modesto di delisting, in contrapposizione a Paesi come Austria e Danimarca, dove il tasso di privatizzazione è andato in crescendo subito dopo le modifiche normative.

Considerando ora nuovamente il contesto dell'ipotesi di sovra-regolamentazione, è importante altresì tenere a mente il fatto che il delisting possa presentarsi in forme differenti. La società, come già menzionato, potrebbe essere acquisita da un fondo di private equity, oppure gli azionisti di maggioranza potrebbero impossessarsi delle quote di quelli di minoranza, qualora ritenessero esserci la possibilità di trarre dei vantaggi privati di controllo. Alternativamente, sempre Thomsen e Vinten (2007) spiegano come l'emittente potrebbe, al fine di risparmiare sui costi di governance, fondersi con un'altra società quotata, in modo tale da spartirli con quest'ultima, o ancora, farsi acquisire da un soggetto che opera al di fuori della Borsa. A tal proposito, Pagano e Volpin (2006) dimostrarono come, in linea con le osservazioni associate all'ipotesi di sovra-regolamentazione, questi ultimi aspetti menzionati fossero favoriti dalla presenza di regole più severe sulla salvaguardia degli investitori di minoranza. In sostanza, le modifiche regolamentari in materia di corporate governance, definite in favore dei partecipanti di minoranza al capitale sociale, oltre che provocare un aumento dei costi e richiedere agli operatori un ingente sforzo atto ad allineare gli assetti gestionali/organizzativi alle nuove norme, coinvolsero anche il delisting, aumentando la probabilità di uscita tramite M&A e transazioni private (Thomsen e Vinten, 2007).

Il discorso fino a qui fatto permetterebbe di rispondere alla domanda iniziale relativa all'impatto che il cambiamento normativo ha comportato sul fenomeno del delisting, essenzialmente, sottolineando ancora una volta l'aumento della probabilità di assistere all'uscita dal mercato degli operatori quotati dovuta all'introduzione di un regolamento maggiormente indirizzato alla tutela degli azionisti di minoranza (Thomsen e Vinten, 2014). Limitarsi a questo risultato sarebbe però sbagliato. Bisogna infatti considerare un altro aspetto inerente all'effetto che, presumibilmente, la regolamentazione ha avuto sul fenomeno in questione, ossia come, secondo Thomsen e Vinten (2007), in realtà, la maggiore rigidità prevista in materia di corporate governance abbia ridotto la frequenza di delisting causati da fallimenti/liquidazioni. Specificamente, gli studiosi hanno evidenziato l'importanza di sottostare a una stretta governance aziendale per le società che operano in Borsa, le quali potrebbero, in questo modo,

accorgersi e correggere prima le eventuali cause di performance non ottimali. Aggiungono, poi, come gli effetti positivi potrebbero interessare anche operatori concedenti credito alla società, i quali, godendo di una maggiore trasparenza informativa grazie alla regolamentazione, potrebbero essere in grado di identificare più facilmente quei soggetti ai quali sarebbe forse meglio non concedere alcun prestito.

L'ampia indagine compiuta da Thomsen e Vinten (2014), in merito al rapporto tra regolamentazione e probabilità di delisting, dopo tutto, evidenzia come, secondo loro, la sovra-regolamentazione sia stata una delle cause che maggiormente ha impattato sul fenomeno del delisting a partire dal 2000. Tuttavia, i due hanno precisato che, accanto a questa causa, in realtà, se ne dovrebbero tenere in considerazione altre, come il crollo del mercato azionario dovuto allo scoppio della bolla delle *dotcom*, avvenuta proprio nel 2000, nonché la sempre più insistente comparsa di fondi di private equity, quali ottime alternative alla Borsa. Fattori, questi, che, stando ai risultati dello studio dei soggetti sopra menzionati, non possono dirsi completamente slegati da quello di carattere normativo, avendo quest'ultimo dimostrato di aver avuto una forte influenza anche sulla crisi del mercato azionario e sull'emergere di fondi di PE³⁸. Proprio per questo, la migliore fra tutte le analisi sarebbe quella in grado di tenere conto dell'effetto combinato di tutti e tre questi importanti fattori.

Rimanendo in tema di regolamentazione, considerando ancora una volta l'aumento dei costi quale conseguenza delle modifiche normative, Martinez e Serve (2017) pongono l'accento sull'introduzione dei principi contabili *IFRS* da parte dell'Unione Europea. Nello specifico, a partire dal 2005, gli *International Financial Reporting Standards*, appunto, sono stati resi obbligatori, anche se limitatamente alla redazione dei bilanci consolidati, per tutte le società quotate nei confini UE. Vulcheva (2011), a riguardo, espone come, sulla base di una serie di stime effettuate, le commissioni iniziali per l'applicazione di questi principi risultassero aggirarsi intorno al 31% del fatturato della società, alle quali si aggiungevano poi i costi ricorrenti, pari a circa allo 0,06% dello stesso fatturato. Proprio basandosi sui risultati delle sue analisi, lo studioso ritenne ragionevole pensare come, per molte imprese, bastasse prendere in considerazione la presenza dei costi associati all'adozione degli IFRS per trovare una valida motivazione che giustificasse l'uscita dal mercato. Tesi che, in parte, fu condivisa anche da Pownall e

³⁸ PE: private equity

Wieczynska (2012), i quali videro l'introduzione di questi principi come l'input che spinse svariate imprese ad abbandonare la Borsa, utilizzando proprio il delisting come la strategia più idonea per abbattere i costi. In ogni caso, è bene sottolineare come la tesi di Vulcheva (2011) tenesse in considerazione il fatto che la normativa UE, in materia di IFRS, fosse stata poi adottata, in parte, diversamente nei vari Paesi europei. Aspetto, quest'ultimo, che permise all'autore di chiarire come fossero le imprese quotate nei Paesi dove l'applicazione di tale norma risultava essere più rigida ad essere maggiormente colpite dai costi degli IFRS, e, pertanto, anche maggiormente incentivate a perseguire la via del delisting.

3.8. Gli effetti dell'annuncio del Delisting volontario sulla ricchezza degli azionisti e l'impatto sulla performance aziendale

Una volta conclusa l'analisi delle possibili motivazioni che potrebbero spingere un soggetto quotato ad optare per la decisione di uscire dal mercato volontariamente, il passo successivo riguarda l'indagine su quelle che potrebbero essere le conseguenze di tale scelta sugli azionisti, nonché sulla performance aziendale della società una volta delistata.

Fidanza (2022), focalizzando l'attenzione sul contesto azionario delle Borse europee, dimostra come i primi effetti del delisting sulla ricchezza degli azionisti possano scaturire ancor prima dell'effettivo momento d'uscita dal mercato. Arrivò a tale risultato analizzando la reazione dei prezzi delle azioni della società prossima al delisting alla data di annuncio di tale scelta e in un suo intorno. In particolare, basandosi sulla costruzione di un modello di regressione, la studiosa si concentrò sulle variabili che potevano avere un ruolo significativo sul prezzo dei titoli, al fine di studiarne l'effetto alla data del delisting, nonché in prossimità di quella relativa al suo annuncio.

Per prima cosa selezionò un campione di 91 società, per la maggior parte di medie dimensioni e appartenenti al settore manifatturiero, che, tra il 2001 e il 2019, uscirono dalle diverse Borse europee, principalmente attraverso un'operazione di offerta pubblica di acquisto da parte di un altro soggetto. Poi, una volta raccolti i dati necessari, sviluppò un *event study*³⁹, con l'obiettivo, prima, di verificare se il prezzo delle azioni potesse

³⁹ Event study: metodo di ricerca empirico ampiamente utilizzato in finanza ed economia che mira a misurare l'impatto di un evento specifico sul valore delle azioni di un'impresa o di altre attività finanziarie. Implica l'analisi dei rendimenti anormali osservati intorno alla data dell'evento, che sono i rendimenti in eccesso che non possono essere spiegati dai movimenti di mercato generali. Isolando gli effetti relativi all'evento, l'analisi dello studio degli eventi consente ai ricercatori di valutare la relazione causale tra l'evento e la reazione del prezzo delle azioni.

essere influenzato dalla decisione di delisting, successivamente, di comprendere come il mercato potesse reagire all'annuncio di tale scelta, misurando l'eventuale valore da essa creato per gli azionisti.

In sintesi, attraverso l'analisi dei rendimenti anomali, Fianza (2022) riuscì a dare prova di come solo l'annuncio della decisione di delisting potesse influenzare i rendimenti azionari, che, di conseguenza, avevano poi un effetto sul prezzo dei titoli, nonché sul valore per i loro detentori. Nello specifico, considerando come variabile dipendente il rendimento anomalo cumulativo (CAR), relativo al periodo considerato, evidenziò come l'impatto da esso subito dipendesse da altre sette variabili, alcune delle quali legate alle caratteristiche proprie di ciascuna società del campione⁴⁰. I risultati della regressione misero in evidenza come, al giorno dell'annuncio (giorno dell'evento), complessivamente, il rendimento anomalo medio si aggirasse intorno al 6%, a dimostrazione, per l'appunto, dell'effettiva incidenza positiva della decisione di delisting sulla ricchezza degli shareholders. Questo effetto positivo si generava, però, principalmente nel periodo antecedente all'annuncio, essendo che dal giorno successivo ad esso, il rendimento iniziava a ridursi. Tuttavia, se nel complesso il rendimento anomalo medio risultava positivo, l'effetto di alcune singole variabili poteva, in realtà, essere negativo. La studiosa si accorse, infatti, che fattori come la leva finanziaria della società, l'entità della quota societaria target dell'offerente dell'opa e l'indice ROA (Return On Assets) presentavano una relazione negativa con il rendimento anomalo cumulativo, tale per cui il valore per gli azionisti era tanto minore, quanto maggiore risultava essere quello di queste variabili. Al contrario, sussisteva una relazione positiva tra il rendimento anomalo cumulativo e la dimensione, misurata in termini di capitalizzazione di mercato, del soggetto intenzionato a delistare, grazie alla quale, le imprese di maggiori dimensioni assicuravano maggiore ricchezza ai propri azionisti a fronte della decisione di delisting. Ciononostante, alcune di queste osservazioni non risultavano essere in linea con quanto constatato da altri studiosi. Ad esempio, Croci e Del Giudice (2014) ritenevano che gli azionisti avrebbero potuto ricavare maggiore valore dall'annuncio dell'uscita dal mercato se la società avesse avuto una dimensione ridotta e, quindi, una mkt cap. non così rilevante. Inoltre, questi erano dell'idea che anche la volatilità idiosincratICA (rischio idiosincratICO) dei titoli nel periodo pre-annuncio influenzasse positivamente i rendimenti

⁴⁰ Si veda l'articolo "*Common Stock Delisting: An Empirical Analysis of Firms Performance*" (Fianza, 2022) per un approfondimento sull'analisi.

anomali cumulativi; componente che, nella regressione di Fianza (2002), aveva manifestato un coefficiente non significativo, segno di un effetto trascurabile.

Successivamente, Fianza (2002) spostò l'attenzione sull'impatto che il delisting poteva avere sulla performance operativa della società, una volta uscita dalla Borsa. A tal fine identificò le principali determinanti che potevano influenzare maggiormente l'andamento post-deal e, attraverso uno specifico modello, ne studiò l'effetto di ciascuna nel primo e nel terzo anno successivo al delisting. Emerse che l'unica variabile, tra le quattro considerate (dimensione, ROA, leva finanziaria e quota societaria target dell'offerente dell'opa), ad avere un impatto significativo sulla performance del primo anno successivo al delisting era la dimensione, per la quale, precisamente, tanto più grande risultava essere il soggetto delistato e tanto migliore poteva essere la performance conseguita. Guardando, invece, all'andamento della performance operativa a tre anni dall'uscita dal mercato, era la leva finanziaria a incidere positivamente, migliorando i risultati della società quanto più esteso era il ricorso al debito.

In conclusione, i test svolti da Fianza (2022), come anche quelli eseguiti negli anni da altri studiosi che si sono interessati alla complessità del fenomeno del delisting, evidenziano come la scelta intrapresa dall'operatore quotato in Borsa possa causare conseguenze più o meno positive, sia nei confronti degli azionisti che sulla performance operativa dell'azienda. L'aspetto, però, che più potrebbe stupire riguarda proprio come, in verità, anche solo la voce che una società possa comunicare la sua volontà di abbandonare il mercato generi una prima reazione dello stesso, sulla base della quale, le ripercussioni sul valore degli azionisti potrebbero essere differenti, a seconda del tipo di impatto delle molteplici variabili da cui questo valore è influenzato.

3.9. L'incidenza del Delisting volontario sulla scelta d'entrata nel mercato

La scelta di abbandonare volontariamente il mercato, come si è detto, risulta essere molto complessa e condizionata da fattori di molteplice natura, che, in maniera diversa, incidono sulla valutazione dell'emittente quotato che ha preso in considerazione la possibilità di tornare ad essere "privato". Tuttavia, il delisting non deve essere considerato come un fenomeno di cui l'imprenditore tiene conto solo una volta consolidata la propria posizione in Borsa e messe in circolazione le azioni che rappresentano il flottante della società quotata. Il motivo è semplice: può capitare che il soggetto intenzionato ad entrare nel mercato valuti la possibilità di uscirne ancor prima di entrarvi.

Chemmanur et al. (2023) focalizzandosi su un insieme di società europee che stavano valutando la possibilità di quotarsi nello scenario finanziario europeo, studiarono in che modo il delisting potesse influenzare la loro scelta. Nello specifico, gli studiosi, esaminando il campione da loro selezionato, provarono a capire in che modo prendere in considerazione, non solo il delisting, ma i vari scenari post-IPO, potesse condizionare la valutazione della società riguardo all'intraprendere il percorso di quotazione. A tal fine, considerarono tre possibili scenari potenzialmente riscontrabili successivamente all'IPO, ossia: delisting, post-IPO acquisition e stand alone.

Essenzialmente, una volta quotata, la società avrebbe potuto decidere o subire la cancellazione dal mercato, essere acquisita da un altro operatore o rimanere un'entità autonoma, mantenendo lo status di quotata. I risultati di Chemmanur et al. (2023) dimostrarono come un'elevata probabilità di delisting, successivo all'IPO, potesse disincentivare la società ad intraprendere la strada della quotazione in Borsa, mentre, qualora vi fossero state buone prospettive di essere acquisiti, in un periodo successivo alla quotazione, rimanendo comunque nel mercato, il soggetto avrebbe prediletto proprio la via della quotazione. A tal proposito è plausibile chiedersi: in che modo si creano le aspettative inerenti ai possibili scenari che potrebbero verificarsi successivamente all'IPO? L'idea di Chemmanur et al. (2023) si basava sul fatto che l'imprenditore, combinando informazioni private sull'azienda e informazioni pubbliche sugli esiti delle recenti IPO conseguite dai competitors del settore, potesse valutare la probabilità che si verificasse ciascuno scenario. Ciò significava che, qualora il settore in cui operava la società interessata avesse registrato un numero importante di delisting, l'operatore, con maggiore probabilità, avrebbe deciso di non perseguire il processo di quotazione, ritenendo elevato il rischio di delistare poco tempo dopo essere entrato nel mercato. Viceversa, se molte delle società quotate del medesimo settore avessero subito un'acquisizione da parte di un altro soggetto dopo la quotazione, allora, per la società, avrebbe potuto essere favorevole quotarsi, così da permettere agli azionisti non più interessati a detenere le quote di uscire dall'investimento proprio grazie ad un'eventuale successiva acquisizione.

In conclusione, dunque, si nota come, per l'imprenditore, avere consapevolezza, ancor prima di quotarsi, della possibilità che in futuro potrebbero manifestarsi delle condizioni idonee a determinare il delisting, volontario o involontario che sia, risulti essere fondamentale, a dimostrazione di come tale fenomeno interessi, non solo soggetti

già qualificabili come quotati, ma anche coloro che stanno ancora valutando la possibilità di ottenere tale status.

3.10. Il timing associato alla decisione di Delisting volontario

Nel secondo capitolo, una sezione dell'analisi del processo di quotazione è stata dedicata all'esposizione delle teorie di alcuni studiosi che si interrogarono sulla possibilità che si potesse identificare un momento migliore di altri per dare avvio al procedimento volto all'entrata nel mercato. Lo stesso fecero Azevedo et al. (2021), i quali, si concentrando sull'analisi del fenomeno di delisting volontario, cercarono di rispondere alla seguente domanda: esiste un momento ottimale per uscire volontariamente dalla Borsa?

Gli autori, nell'intento di trovare una risposta a tale quesito, approfondirono il fenomeno del delisting volontario e della rapidità con cui, negli anni, ed in particolar modo negli ultimi due decenni, si è diffuso nelle Borse Valori di tutto il mondo, provando inoltre ad individuarne le cause. Testarono la possibilità che il timing ottimale per delistare dal mercato dipendesse da tre fattori chiave: tasso di crescita dell'impresa, rischio di business e costi associati alla quotazione.

È logico che questi elementi, nel tempo, possono variare, a seconda di molteplici condizioni, da quelle riguardanti specificamente l'impresa, a quelle associate al mercato in cui opera. Inoltre, gli studiosi specificano, poi, come questi tre elementi possano risentire dell'effetto di variabili esogene di natura macroeconomica, le quali, influenzandone anche solo uno, potrebbero incidere indirettamente, oltre che sul timing della scelta di delisting, più in generale, sulla decisione di abbandonare la Borsa.

Nello specifico, lo studio di Azevedo et al. (2021) considera, quali variabili di tipo macroeconomico, l'incertezza relativa alle politiche economiche e il rischio associato alla nuova regolamentazione, citando rispettivamente Baker et al. (2016) e Dawson e Seater (2013). Baron e Kenny (1986), evidenziano, in particolare, come, da un lato, una variazione di incertezza delle politiche economiche incida sull'attività svolta dalla società e quindi sul rischio aziendale, mentre dall'altro, i cambiamenti normativi e gli effetti economici ad essi connessi, abbiano un impatto su tutti e tre i fattori determinanti il timing ottimale per il delisting.

Azevedo et al. (2021) svilupparono un modello attraverso il quale, ipotizzando scenari eterogenei, riuscirono a trarre delle conclusioni utili a rispondere alla domanda inerente a quale fosse il momento ottimale per una società per uscire dal mercato. Inoltre,

questo modello adottava la variazione delle vendite, e quindi dei ricavi, in un dato periodo, come approssimazione del tasso di crescita atteso dell'impresa, mentre l'incertezza del tasso di crescita stesso rappresentava un indicatore del business risk. Le spese connesse alla quotazione e alla permanenza in Borsa venivano, invece, misurate in termini di risparmio derivante dal delisting.

Gli autori si concentrarono, principalmente, sulle prime due determinanti, ossia sul tasso di crescita e sul rischio di business, esaminando molteplici scenari potenzialmente verificabili.

In primis, considerarono una situazione di base, caratterizzata da un medesimo tasso di crescita e rischio aziendale sia per chi operava nel mercato, che per chi aveva deciso di uscirne. Misero in evidenza come, in questo caso, la scelta di delisting potesse considerarsi redditizia e lo fosse ancor di più qualora fosse stata ritardata, data la presenza di un profitto crescente nel tempo.

Nella seconda fattispecie ipotizzarono che, prima e dopo il delisting, il tasso di crescita rimanesse costante, al contrario del business risk che diminuiva. Ciò, secondo loro, rappresentava una situazione in cui, a fronte di un maggior rischio aziendale antecedente al delisting, l'opzione d'uscita dalla Borsa potesse avere valore subito, diventando invece svantaggiosa nell'arco di qualche anno.

Analizzarono anche il caso in cui si assisteva ad un aumento di entrambe le variabili, scoprendo che la società avrebbe potuto trarre un maggior beneficio differendo l'uscita ad un momento successivo, grazie all'effetto più che compensativo dell'incremento nel tempo del tasso di crescita su quello relativo al rischio aziendale.

Considerarono poi la situazione in cui si osservava un aumento del tasso di crescita e una flessione del rischio di business, prima e dopo il delisting. Questo caso mostrava un valore sempre positivo, e crescente in maniera non lineare nel tempo, per l'opzione di delisting.

Infine, analizzarono il caso opposto a quello precedente, ossia il verificarsi di una riduzione del tasso di crescita e un incremento del rischio aziendale. Da questa situazione arrivarono ad affermare come fosse ragionevole per l'emittente quotato attendere del tempo prima di mettere in atto la scelta di delisting, in modo tale che quest'ultima potesse acquisire valore nonostante un ritmo moderato.

Lo studio elaborato da Azevedo et al. (2021) mise in evidenza come, nonostante la molteplicità degli scenari che si sarebbero potuti manifestare a seconda della direzione con cui fattori come il tasso di crescita dell'impresa e il rischio di business variavano prima e dopo il delisting, il momento più vantaggioso per delistare risultasse proprio dipendere dalle due variabili sopra nominate, e in particolare, risultasse essere più sensibile ad oscillazioni del tasso di crescita che a quelle di rischio aziendale.

In aggiunta, verificarono l'ipotesi poco sopra menzionata, vale a dire quella per cui la scelta del momento ideale per delistare potesse dipendere indirettamente anche da fattori macroeconomici, i quali avrebbero potuto incidere proprio sulle tre variabili da cui dipendeva direttamente la scelta inerente al timing. Specificamente, gli autori dimostrarono come il verificarsi di eventi macroeconomici rilevanti potesse porre le basi per un incremento di incertezza politica, come anche potesse provocare maggiori oneri regolamentari. Questi effetti, a loro volta, avrebbero potuto portare a fenomeni di riduzione del tasso di crescita, di aumento del rischio aziendale e/o di maggiorazione delle spese legate alla quotazione, modificando così il timing più vantaggioso per intraprendere il delisting. Insomma, Azevedo et al. (2021) riuscirono a mettere in luce come i tre fattori analizzati potessero fungere da variabili di mediazione tra gli shock macroeconomici e il timing perfetto da sfruttare per beneficiare al massimo dei vantaggi derivanti dall'uscita dal mercato.

3.11. Le ragioni alla base del Delisting involontario

Finora il terzo capitolo, dedicato al fenomeno del delisting, ha prevalentemente trattato una delle due possibili sue configurazioni, ossia quello di natura volontaria. Dell'uscita forzata dalla Borsa, ovvero del delisting involontario, si è fatto solo cenno all'inizio, quando se ne è data una definizione generale, senza però menzionare le ragioni sulla base delle quali il gestore del mercato giustificerebbe la sua decisione di rimuovere un soggetto da un listino.

Il delisting involontario, come dice lo stesso aggettivo, si verifica senza che venga presa in considerazione la volontà della società quotata (Zorzo, sd). La decisione dell'operatore che gestisce ed organizza il mercato, Borsa Italiana S.p.A. in Italia, è, perciò, vincolante e comporta, ogni qual volta che viene presa, la cancellazione automatica del/dei titolo/i dell'emittente dal listino, privandoli, di conseguenza, della possibilità di continuare ad essere negoziati.

Le cause principali alla base di questa tipologia di delisting sono, tendenzialmente, associate al comportamento della società operante nel mercato. Nello specifico, l'emittente viene obbligato ad abbandonare la Borsa quando non è in grado di rispettare i requisiti previsti dal regolamento, non solo quelli di tipo quantitativo come potrebbero essere la soglia minima di flottante o il valore di capitalizzazione, dove richiesti, ma anche, ad esempio, quelli di natura informativa, associati agli adempimenti in materia di corporate governance. Casi differenti possono comprendere l'avvio di procedure fallimentari/liquidatorie, derivanti dalla presenza di uno stato di insolvenza del soggetto quotato, come anche eventuali violazioni delle regole di mercato o il coinvolgimento in scandali o cause legali. Essenzialmente, quindi, le ragioni più comuni alla base del delisting involontario potrebbero essere distinte in tre macrocategorie:

- Mancanza di compliance ai requisiti di quotazione;
- Problematiche finanziarie;
- Questioni legali o normative.

Di conseguenza, si nota come, nonostante si possa associare al delisting volontario un maggior grado di complessità, in realtà, anche questa configurazione del fenomeno risulti essere piuttosto variegata.

Ma quali sono i fattori determinanti che potrebbero portare una società quotata a incorrere in una fattispecie idonea a provocare il delisting involontario?

Diversi studi, interrogandosi in merito a questo aspetto, hanno riscontrato che un elemento comune all'obbligo di uscita, per molte società delle diverse Borse mondiali, è rappresentato dalla performance delle aziende nel periodo appena successivo alla conclusione del processo IPO. In particolare, Fama e French (2004) espongono come il declino delle prestazioni conseguite da molteplici nuovi operatori, nei primi anni dalla quotazione, abbia portato ben due realtà quotate su cinque ad essere cancellate entro i primi dieci anni dall'entrata in Borsa. L'ipotesi di Fama e French (2004) è condivisa da Hong e Peristiani (2004), i quali, prendendo un campione di società delistate contro la loro volontà, dimostrano come buona parte di esse, al momento della quotazione, presentassero un indice ROA (indice di redditività) già basso rispetto ad un benchmark di controllo, affiancato da un limitato livello di capitalizzazione. Questi caratteri, a parer degli studiosi, potevano essere sufficienti a dimostrare che i soggetti in questione non fossero poi così adatti per far parte di un contesto borsistico.

La tesi a supporto della stretta dipendenza tra la probabilità che una società subisca il delisting involontario e la qualità della performance nel periodo immediatamente successivo all'IPO, viene approfondita anche da Li e Zhou (2006), i quali, in aggiunta, specificano come a questa relazione possa, in realtà, aggiungersi un altro fattore, ossia la *gestione degli utili (earnings management)*⁴¹. In sostanza, questi sostengono che le aziende che adottano un approccio conservativo nella gestione degli utili siano meno esposte al rischio di essere cancellate a causa di performance deludenti. Al contrario, sono dell'idea che una gestione degli utili di tipo aggressivo, in fase IPO, possa incrementare la probabilità che vi siano ripercussioni negative sulle prestazioni aziendali future, tali da giustificare la scelta, presa dal gestore del mercato, di rimuovere un operatore da esso.

È bene, a tal proposito, aprire una piccola parentesi sul tema dell'earnings management, al fine di chiarire in che cosa consiste questa attività, accennando a quali potrebbero essere le ragioni per le quali parrebbe vantaggiosa. Innanzitutto, bisogna precisare che il concetto di gestione degli utili non ha una definizione univoca, tuttavia risulta essere una questione di particolare interesse per gli investitori, i quali necessitano di avere solide garanzie e un buon livello di sicurezza nel rapporto con i manager della società alla quale si rivolgono. Una delle prime definizioni fu quella di Schipper (1989), il quale parlò di earnings management come *“una manipolazione mirata del processo di reporting dei dati finanziari destinati ai soggetti portatori di interesse nei confronti dell'azienda, da parte degli azionisti e dei manager, con il fine di ottenere un guadagno personale”*. Ronen e Yaari (2008), in maniera simile, lo presentano come *“un insieme di decisioni dei manager che consiste nel riportare ‘consapevolmente’ la reale situazione aziendale nel breve periodo massimizzandone il valore a discrezione”*. Sostanzialmente, con earnings management si fa riferimento a una pratica attraverso la quale, agendo sui dati finanziari della società, si cerca, senza commettere alcuna frode contabile, di far emergere una situazione economica migliore rispetto a quella che, di fatto, caratterizza il soggetto. Questa tecnica di rielaborazione dei dati di bilancio potrebbe essere adottata dai manager per motivi diversi. Per alcuni studiosi tale approccio potrebbe essere funzionale ad incentivare le speranze degli stakeholder, come anche ad ottemperare alle previsioni degli analisti in merito ai risultati aziendali potenzialmente raggiungibili, con il rischio,

⁴¹ Gestione degli utili/Earnings Management: pratica consistente nel manipolare o influenzare i dati finanziari di un'azienda, in particolare gli utili, per presentare un'immagine finanziaria più favorevole rispetto alla realtà. Questa tecnica può comportare l'uso di politiche contabili flessibili per spostare utili tra periodi o nascondere eventuali perdite o debolezze.

però, che, nel tempo, i numeri dichiarati possano perdere qualità e credibilità. Altri ritengono che un'esuberante gestione degli utili sia frutto di problemi d'agenzia, i quali spingerebbero i manager a prendere decisioni idonee a perseguire un interesse personale attraverso questa attività. A queste ipotesi si affianca quella associata all'aspetto regolamentare, per la quale, questa pratica potrebbe fungere da mezzo attraverso cui poter garantire la compliance alle norme di bilancio, spesso molto restrittive. Infine, è importante sottolineare che il management potrebbe mettere mano sui dati contabili limitando gli utili, così da ridurre la probabilità che la società venga soggetta a investigazioni o interventi di controllo da parte delle autorità che si impegnano a tutelare la concorrenza nel mercato.

L'earnings management si dimostra essere un tema complesso, che, incidendo sulla performance societaria, da un lato, potrebbe influenzare la probabilità che l'emittente quotato venga costretto a rinunciare alla posizione acquisita nel mercato, dall'altro, al contempo, potrebbe essere visto come quello strumento che, se utilizzato correttamente, potrebbe aiutare la società a sottrarsi da tale rischio.

Ritornando, ora, all'analisi degli elementi da cui potrebbe scaturire il delisting involontario, Bhattacharya et al. (2015) specificano come tra questi si possano altresì includere il ruolo e la qualità degli intermediari finanziari che prendono parte al processo IPO della società. Specificatamente, gli autori ritengono che circondarsi di sottoscrittori di prestigio, almeno nel contesto finanziario statunitense, possa rafforzare il tasso di sopravvivenza delle società operanti in Borsa. Seppur banale, questa ipotesi sembra essere ragionevole se si pensa alla responsabilità che grava sulle spalle di ciascun operatore impegnato ad affiancare l'impresa in una delle fasi più significative della sua vita.

3.12. Le conseguenze del Delisting

Conclusa la discussione inerente alle principali ragioni per cui il gestore di Borsa riterrebbe opportuno rimuovere un operatore dal mercato, è bene procedere evidenziando quelle che potrebbero essere le conseguenze derivanti dal delisting, al fine di comprendere appieno gli aspetti primari del fenomeno.

A tal proposito, essendo il delisting, in qualsiasi forma esso si manifesti, il fenomeno inverso all'IPO, risulta essere di fondamentale importanza tenere a mente quanto esposto nel secondo capitolo in merito a tutto ciò che potrebbe determinare la

quotazione di una società in Borsa, comprendendo come il delisting potrebbe simboleggiare la perdita di rilevanza delle ragioni iniziali che la hanno spinta a farsi “pubblica”. È proprio questo il punto di partenza dell’analisi inerente agli effetti riconducibili al delisting, la quale deve altresì tenere conto del fatto che molte di queste conseguenze altro non fanno che coincidere con gli eventuali pro e contro del fenomeno in questione, dei quali si è già, in precedenza, fatta menzione.

Innanzitutto, in termini generali, si può iniziare dicendo che, se da un lato il delisting involontario, non essendo la conseguenza di una scelta presa dalla società, comporti una distruzione del valore dell’impresa, dall’altro, per quello volontario, gli effetti sul valore aziendale dipenderanno dalle strategie che i manager decideranno di mettere in atto una volta delistata la società, ed in particolare, dalla loro capacità di creare e sfruttare sinergie di qualsiasi natura (Fidanza, 2022). In merito a quanto appena esposto riguardo a uno dei principali effetti dell’uscita forzata, ossia il deterioramento del valore aziendale, è importante specificare che potrebbe manifestarsi in modi differenti. I prezzi dei titoli della società potrebbero subire una forte contrazione, a fronte delle reazioni del mercato alla notizia del delisting. Allo stesso modo, il valore dell’impresa potrebbe essere influenzato dalla compromissione della produttività. Questi due fattori potrebbero, nel complesso, far sprofondare il soggetto in uno stato di disagio finanziario difficilmente fronteggiabile, che andrebbe ad alterare negativamente il valore dell’investimento degli azionisti, danneggiandoli (Martinez e Serve, 2017). Tuttavia, l’effetto sui prezzi delle azioni che fino a poco prima del delisting venivano regolarmente negoziate, oltre che impattare sul valore generale dell’impresa, influenzerebbe gravemente anche il grado di liquidità della sede di negoziazione.

Secondo Harris et al. (2008), non sarebbero solo gli azionisti ad essere colpiti, ma l’intero mercato, il quale subirebbe un forte peggioramento in termini di volume di scambi a seguito del delisting, soprattutto, qualora questo fosse dovuto a un caso di fallimento. È ragionevole pensare che la liquidità, a fronte di questa flessione degli scambi, difficilmente sia in grado di mantenersi ai livelli antecedenti al delisting. Pertanto, ciò dimostrerebbe un duplice effetto provocato dal calo dei prezzi, vale a dire quello diretto sul volume degli scambi e quello indiretto sulla liquidità del mercato.

In più, bisogna poi considerare come tale fenomeno non abbia solamente un’influenza di natura prettamente economica, bensì pregiudichi anche la fiducia riposta

dagli investitori nei confronti della società, soprattutto se è la Borsa a far sì che questa obbligatoriamente esca. Fiducia che verrebbe poi ulteriormente compromessa dalla perdita di liquidità causata, appunto, dalla diminuzione dei volumi.

Sempre associato agli effetti indotti dalla riduzione dei prezzi azionari, c'è da considerare l'aspetto reputazionale che, in parte, si lega al concetto appena menzionato, la fiducia. Il delisting, a seconda di ciò da cui deriva, potrebbe ledere la reputazione che la società è riuscita nel tempo ad acquisire, dissuadendo così i potenziali futuri investitori e clienti. In particolare, la reputazione verrebbe a deteriorarsi maggiormente qualora si verificasse un caso di delisting involontario, provocato, ad esempio, dalla mancanza del rispetto di uno dei requisiti di quotazione o dal coinvolgimento in una causa legale. Ad ogni modo, tutto ciò renderebbe, altresì, più impegnativa la raccolta di capitali, che, come detto elencando i vantaggi dell'IPO, sarebbe tanto più agevolata quanto più l'immagine dell'emittente fosse percepita positivamente dal mercato. Perdendo la possibilità di operare nel mercato dei capitali, la facoltà dell'impresa di reperire risorse finanziarie utili a sostenere i piani di crescita verrebbe ostacolata, come anche verrebbe intaccata la sua capacità di adempiere a tutte le obbligazioni assunte verso i debitori. La società si troverebbe a dover fare affidamento su fonti alternative di finanziamento, quali obbligazioni o private equity, che, però, potrebbe capitare siano più costose.

Infine, oltre che avere degli effetti in termini economici, il deterioramento del profilo di un'azienda potrebbe ripercuotersi anche sulla sfera etica dei suoi dipendenti. Lavorare in un ambiente la cui reputazione risulta essere offuscata dal verificarsi di un evento della portata del delisting potrebbe rovinare l'atmosfera creatasi nel contesto lavorativo, a causa di un diffuso sentimento d'imbarazzo dei dipendenti, che si ritroverebbero ad essere parte di una realtà ormai compromessa. È logico, poi, che una tale situazione non giocherebbe sicuramente in favore della produttività dell'impresa, che, come poco fa affermato, se alterata, potrebbe essere uno dei fattori input della contrazione del valore aziendale.

Un altro aspetto da considerare riguarda il cambiamento, in termini di obblighi di informativa al mercato, per la società non più quotata. Una volta uscita dal mercato, quest'ultima non è più tenuta a comunicare periodicamente dati di natura economico-finanziaria, pubblicando relazioni trimestrali/semestrali/annuali. La conseguenza principale di ciò altro non è che una maggiore criticità per gli investitori nel valutare la

salute finanziaria del soggetto verso il quale presentano un interesse. A questo si aggiunge l'impossibilità di avere un'informazione completa, o almeno tanto completa quanto quella di cui disponevano quando l'emittente era quotato, utile a minimizzare l'incertezza tipicamente presente nel contesto delle scelte d'investimento. Al contrario, per la società, non far più parte della Borsa significa non essere più assoggettata alla normativa da essa prevista, che, prevedendo una serie di obblighi di natura diversa, implicava necessariamente l'impiego di risorse umane ed economiche al fine di rispettarli. Dunque, se da un lato il venir meno del controllo normativo, per gli investitori, risulti essere fonte di maggiore incertezza sugli investimenti, dall'altro, per la società, contribuirebbe all'abbattimento dei costi complessivi dell'IPO, a scapito proprio degli investitori che patirebbero la perdita degli elevati standard di trasparenza informativa garantiti dal regolamento di mercato.

Insomma, le conseguenze che potrebbero derivare dal fenomeno del delisting sono molteplici e non tutte ugualmente significative per i soggetti che, in qualche modo, detengono un interesse nei confronti della società. Inoltre, a seconda di quello che l'emittente cancellato deciderà di fare, le ripercussioni saranno differenti. Le opzioni su cui l'ex player di mercato può fare riferimento sono essenzialmente tre: negoziazione OTC, privatizzazione e relisting. Nel primo caso, nonostante la cancellazione dal mercato regolamentato, agli investitori sarebbe ancora concesso di negoziare le azioni della società delistata in un mercato OTC, a discapito però della liquidità e della trasparenza che garantiva la Borsa. Alternativamente, la società potrebbe decidere di riacquistare le azioni in possesso degli investitori, impedendo loro di negoziarle altrove, ma rafforzando, così, il controllo degli azionisti di maggioranza e la flessibilità dell'azienda. Infine, l'ultima possibilità riguarderebbe il tentativo di reinserirsi in Borsa attraverso la presentazione della domanda di riammissione a Borsa Italiana, la quale, in virtù di ciascuna fattispecie, delibererebbe su come procedere. Pertanto, a seconda degli obiettivi che il soggetto si pone e in base a ulteriori fattori ad esso esogeni ed endogeni, la soluzione che verrà intrapresa influenzerà in maniera diversa l'azienda e coloro che vi ci hanno investito.

Conclusioni

L'ultimo capitolo dell'elaborato, trattando il fenomeno del delisting sotto molteplici punti di vista, conclude un'estesa analisi incentrata su due tematiche chiave dei mercati finanziari, vale a dire l'entrata e l'uscita dalla Borsa Valori da parte di una società.

Nello specifico, come già precisato, l'obiettivo iniziale era quello di focalizzare l'attenzione su *listing* e *delisting*, in particolar modo all'interno del contesto finanziario italiano, al fine di permettere al lettore di comprenderne le dinamiche, fornendogli uno scenario comune, idoneo a consentirgli di compiere un'efficace comparazione tra i due significativi eventi.

Tuttavia, in primis, è stato utile offrire una panoramica della complessa infrastruttura del mercato finanziario paneuropeo, ovvero del gruppo *Euronext*, spiegando, inoltre, in che modo, ad inizio 2021, si è concretizzato il passaggio da parte di Borsa Italiana S.p.A. dal gruppo noto come *London Stock Exchange Group* a quello appena nominato. Trasferimento che, oltre ad avere un forte impatto economico (operazione da 4,3 miliardi di euro di valore), è stato sicuramente funzionale a rafforzare la competitività dell'imprenditoria italiana nel mondo della finanza globale, attirando capitale anche dall'estero e generando così valore, specie, per le piccole e medie imprese.

Importante è poi ribadire il ruolo che hanno avuto le direttive europee, conosciute come MiFID e MiFID II, nel chiarire l'articolato concetto di *trading venue*, rendendo trasparente, anche in termini regolamentari, la differenza tra le alternative sedi di negoziazione e ponendo, di conseguenza, le basi per una corretta percezione del mercato EXM ed EGM. Mercati, questi, che, affiancati dall'Euronext MIV Milan, e caratterizzati da aspetti tra loro diversi, come ad esempio i requisiti d'accesso, si dimostrano essere idonei a soddisfare le eterogenee esigenze di tutti coloro intenzionati a far parte della Borsa di Milano.

Sebbene quindi le imprese possano avere interessi differenti, uno di questi è comune a tutte quante, ossia la necessità di raccogliere risorse finanziarie da poter impiegare nella propria attività. Pertanto, indipendentemente dal fatto che il soggetto voglia sostenere un singolo progetto d'investimento o che invece punti a far crescere l'intero complesso aziendale in maniera sostenibile nel tempo, l'accesso al mercato dei capitali si rivela un'opzione potenzialmente valida. Ed è qui che entra in gioco il ruolo del processo *Initial Public Offering*. La procedura in questione, che sia strutturata in

forma di OPV, OPS o OPVS, è molto articolata e, oltre che richiedere al soggetto interessato un periodo di intenso lavoro per permettergli di ottenere il risultato perseguito, comporta l'utilizzo di una vasta gamma di risorse, al fine di ottemperare alla compliance richiesta dagli specifici regolamenti. Di conseguenza, l'operatore intenzionato a quotarsi, prima di prendere una scelta definitiva, compie una valutazione complessiva dell'operazione, con l'obiettivo di capire se le conseguenze pendano a favore dei benefici, piuttosto che dei costi. Questo perché gli elementi di cui tenere conto, positivi o negativi che siano, sono vari e non tutti direttamente associati alla sfera economica. Il soggetto che si quota potrebbe riuscire a migliorare la propria forza contrattuale nei rapporti con altri operatori, come ad esempio le banche, promuovendo la propria immagine, nonché la propria credibilità, grazie all'entrata nel mercato. Aspetto, quest'ultimo, che, sebbene non sia prettamente di tipo economico, genera una serie di conseguenze volte a facilitare l'accesso al capitale da parte dell'impresa. C'è poi da considerare che la quotazione può essere vista come l'esito di un percorso travagliato che il management della società è stato in grado di portare a termine. Pertanto, questa scelta non determina solamente quello che, superficialmente, ci si potrebbe immaginare, come ad esempio la possibilità di raggiungere un buon posizionamento di mercato, una marginalità crescente, delle buone capacità competitive e così via, ma comporta anche un significativo cambiamento sul piano organizzativo/manageriale, richiedendo all'operatore considerevoli competenze, idonee ad assicurare un suo efficace adeguamento al nuovo contesto in cui risulta essere immerso. In più c'è da considerare anche l'impatto sul piano relazionale che la decisione di quotazione ha per l'imprenditore. Basti pensare alle molteplici figure con cui la società deve interagire durante tutto il processo di listing, aspetto che le permette di acquisire una serie di conoscenze dai professionisti dei vari ambiti chiamati in causa.

Allo stesso tempo, però, l'imprenditore deve fare i conti con i costi del percorso di quotazione, i quali, essendo di diversa natura, possono avere un impatto più o meno significativo. Costi che non concernono solo le fasi antecedenti al momento in cui la società riceve l'autorizzazione a negoziare i propri titoli in Borsa, ma si protraggono in avanti per garantirle la possibilità di permanere nel mercato. In ogni caso, accanto a spese come il pagamento del team di consulenti che si affiancano all'impresa prima e dopo l'iter di quotazione, le commissioni da versare al gestore del mercato e all'autorità di vigilanza per i servizi offerti, nonché i costi associati all'adempimento degli obblighi di governance previsti dai regolamenti, la società è bene tenga conto anche del rischio di subire eventuali

scalate da parte di outsiders che potrebbero, investendo, acquisire quote rilevanti del capitale sociale della stessa. Un altro fattore da considerare è connesso alla trasparenza che deve essere garantita assolvendo agli obblighi informativi, i quali potrebbero far venir meno il potenziale vantaggio competitivo derivante dalla presenza di asimmetrie informative tra la società e i competitors. Insomma, quotarsi, come qualsiasi altra importante decisione, è un passo che potrebbe stravolgere l'attività dell'operatore in maniera radicale, comportando aspetti tanto positivi quanto negativi, che necessitano, perciò, di un'attenta valutazione preliminare.

In aggiunta, anche se non propriamente considerabile come uno svantaggio della quotazione, bisogna tenere a mente che il processo IPO è lungo e strutturato. L'impresa che vuole entrare nel mercato deve rispettare una serie di requisiti, idonei a renderla *compliant* alle regole della procedura, sia da un punto di vista quantitativo che qualitativo. Inoltre, deve individuare un gruppo di specialisti che siano in grado di offrirle una consulenza a 360 gradi, in tutti i molteplici ambiti in cui potrebbe aver bisogno di essere assistita. Essere circondati da un team le cui competenze si confermano essere qualitativamente alte, contribuisce in maniera significativa al buon esito dell'operazione sotto tutti i punti di vista, agevolando, tra l'altro, il processo di pricing dei titoli destinati alla negoziazione, cosicché siano collocati ad un prezzo che rispecchi il vero valore dell'impresa, anche nel caso in cui si presentino fenomeni ostativi a ciò. È chiaro, poi, che, a seconda del listino in cui si è intenzionati a quotarsi, le regole cambiano, basti pensare come, in Italia, il mercato EGM sia caratterizzato da una maggiore flessibilità rispetto a quello EXM, soprattutto se paragonato al segmento STAR di quest'ultimo.

Il trade off costi/benefici, oggetto dell'approfondita riflessione sulla convenienza economica della scelta di quotazione, ricoprire un ruolo centrale anche nella decisione contraria, quella di *Delisting*. Il fenomeno in questione, iniziatosi a diffondere in maniera considerevole a partire dai primi anni 2000, in parte influenzato anche dallo scoppio della bolla delle *dotcom* e dalla crescente comparsa di fondi di private equity, non deve essere sottovalutato, essendo, ancora oggi, non solo in Europa, una tendenza ancora in voga. La tesi che forse meglio giustifica questo crescente orientamento verso tale fenomeno da parte delle imprese attive nel mercato, potrebbe essere connessa all'eccedenza delle criticità derivanti dall'essere quotati rispetto alla sua utilità. Come si è detto, i costi del processo IPO non si esauriscono al momento in cui la società acquisisce lo status di quotata, ma continuano a ripercuotersi pesantemente sull'attività da essa svolta anche in

seguito. Per di più, a questo si aggiunge la possibilità che alcuni dei vantaggi della quotazione si deteriorino col passare del tempo, disincentivando la permanenza in Borsa. Altresì, il delisting potrebbe figurare quale scelta strategica attraverso cui gli azionisti di controllo mirerebbero a sottrarre valore a quelli di minoranza, in particolare qualora tra le due parti sussistessero interessi divergenti. In questo caso, l'alternativa di abbandono del mercato potrebbe essere considerata, per alcuni, funzionale alla risoluzione di eventuali problematiche d'agenzia. Analogamente, questo approccio potrebbe essere utile a facilitare il riallineamento degli interessi di proprietari e manager, al fine di garantire che questi ultimi ritornino ad operare nell'interesse dei primi. È poi fondamentale citare l'elemento tributario, che, in alcuni casi, potrebbe costituire una buona motivazione per delistarsi dalla Borsa. I casi in questione sono quelli in cui il delisting viene messo in atto attraverso un'operazione *Leveraged Buy-Out*, la quale, prevedendo un notevole ricorso al debito, può essere frutto di vantaggi di natura fiscale in favore degli azionisti.

Tuttavia, l'operazione LBO non è l'unica configurazione che potrebbe assumere il delisting volontario. Accanto a questa, infatti, risultano esserci le operazioni *Management Buy-Out* e *Management Buy-In*, che, insieme alla prima tipologia, rientrano nel novero delle operazioni *Going Private Transactions*, le quali, essenzialmente, altro non sono che delle forme di acquisizione. A tal proposito è bene ricordare come nello scenario finanziario italiano la maggior parte delle società siano uscite dalla Borsa a seguito di un'*Offerta Pubblica di Acquisto (OPA)*, operazione, per l'appunto, rientrante nel contesto GPT, a dimostrazione di come sia la pratica prediletta nei mercati EGM ed EXM.

Un altro decisivo aspetto su cui la letteratura del delisting si è soffermata ha poi riguardato l'influenza che alcune modifiche normative hanno avuto sulla probabilità del fenomeno. Nello specifico, l'inasprimento della regolamentazione in materia di corporate governance, orientata ad una maggiore tutela degli azionisti di minoranza, ha sicuramente avuto un peso significativo nella valutazione relativa al ritiro dal mercato. Il motivo è logico, nuove regole implicano costi maggiori da sostenere e, per alcuni studiosi, questa circostanza si è dimostrata essere sufficiente a far prendere a molti operatori la decisione di rinunciare alla propria posizione in Borsa. Tuttavia, l'aspetto regolamentare non concerne solo la fattispecie del delisting volontario, essendo che molti altri soggetti sono stati costretti a rimuovere i propri titoli dalle negoziazioni perché non in grado di adeguarsi alle novità della disciplina.

Ed è proprio parlando del delisting involontario che l'elaborato si conclude. Casistica, questa, che, essenzialmente, si viene a manifestare quando la società quotata perde la capacità di assolvere a tutti i requisiti previsti dalla quotazione, nonché qualora si trovi in una situazione di dissesto finanziario che le renderebbe difficile continuare ad operare in Borsa o, addirittura, ove sia coinvolta in questioni legali. A riguardo, un'ipotesi condivisa è che siano le società che dopo la quotazione riscontrano prestazioni non poi così eccellenti ad essere maggiormente esposte al rischio di subire il delisting forzato. Un'altra teoria, invece, afferma che tale minaccia si possa più frequentemente manifestare in presenza di un'aggressiva pratica di *earnings management* svolta dalla società, seppure altri siano dell'idea che questa attività possa, in realtà, avere una funzione opposta.

In ogni caso, se da un lato si potrebbe affermare quasi con certezza che il delisting involontario, non simboleggiando la volontà della società, comporti degli effetti negativi, distruggendo parte del valore dell'impresa, dall'altro, la scelta di uscire volontariamente dal mercato potrebbe essere tanto proficua quanto dannosa, sia per gli azionisti che per l'intero mercato. In aggiunta, le ripercussioni potrebbero essere, in termini di entità, diverse da operatore a operatore, nonché altrettanto eterogenee a seconda della strada che il soggetto decida di intraprendere una volta non più appartenente ad un determinato listino.

In conclusione, è evidente come all'interno della complessità del mondo della finanza i fenomeni di *listing* e *delisting* occupino un ruolo cruciale, non solo per il singolo soggetto che si trova nella delicata situazione di dover prendere una decisione che potrebbe cambiare profondamente il suo futuro, ma anche per tutti coloro che, personificando il contesto in cui questo opera o vorrebbe operare, potrebbero subire le conseguenze della sua scelta.

Bibliografia e Sitografia

Achleitner, A.K., Betzer, A., Goergen, M. e Hinterramskogler, B. (2013), “Private Equity Acquisitions of Continental European Firms - The Impact of Ownership and Control on the Likelihood of Being Taken Private”, *European Financial Management*, 19, No. 1. Tratto da: https://www.researchgate.net/publication/228239057_Private_Equity_Acquisitions_of_Continental_European_Firms_-_The_Impact_of_Ownership_and_Control_on_the_Likelihood_of_Being_Taken_Private

Adonopoulos, G., Ashford, K. (2023), *IPO: significato, cos'è e come funziona*, 24/08/2023. Tratto da: <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/ipo-significato/>

Ahmadi, A., Bouri, A. (2019), “The Effect of Audit Quality on the Extent of Voluntary Disclosure: Companies Listed in the Tunisian Stock Exchange”, *Journal of the Knowledge Economy*, 10, No. 1, pp. 59-73. Tratto da: https://www.researchgate.net/publication/312181615_The_Effect_of_Audit_Quality_on_the_Extent_of_Voluntary_Disclosure_Companies_Listed_in_the_Tunisian_Stock_Exchange

AIM Italia News (sd), *Euronext Growth Milan: Guida per principianti*, AIM Italia News. Tratto da: <https://aimitalia.news/p/aim-italia-guida-per-principianti.html>

Anderson, R.W. (1994), “An exploration of the complementarity of bank lending and securities markets”, Unpublished (Université Catholique de Louvain, Louvain-la-Neuve).

Anteos Capital Advisors S.p.A. (2024), *La quotazione in Borsa. Accellerare lo sviluppo delle PMI*, Torino, 04/03/2024. Tratto da: https://odcec.torino.it/public/convegni/evento_ipo_4marzo2024_uitorino_v4.pdf

Arlotta, C. (2008), “Il processo di quotazione delle PMI tra presente e futuro. Il ruolo del dottore commercialista in questa fase di cambiamento”, *I Quaderni*, 17. Tratto da: <https://www.odcec.mi.it/quaderni/n-17---il-processo-di-quotazione-delle-pmi-tra-presente-e-futuro---carlo-arlotta>

Azevedo, A., Colak, G., El Kalak, I., Tunaru, R. (2021), “The Timing of Voluntary Delisting”, *Journal of Financial Economics*, 155. Tratto da:

https://www.researchgate.net/publication/338127872_The_Timing_of_Voluntary_Delisting

Azimut Direct (2022), *Quotarsi su EGM: Una guida alle imprese che guardano alla quotazione in borsa*, 12/01/2022. Tratto da: <https://azimutdirect.com/it/blog/egm/quotarsi-sul-mercato-euronext-growth-milan-quali-i-vantaggi-le-pmi>

Bajo, E., Barbi, M., Bigelli, M., Hillier, D. (2013), "The role of institutional investors in public-to-private transactions", *Journal of Banking and Finance*, 37, No. 11, pp. 4327-4336. Tratto da: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.004>

Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S.J. (2016), "Measuring Economic Policy Uncertainty," *The Quarterly Journal of Economics*, 131, No. 4, pp. 1593-1636. Tratto da: <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>

Banca Generali (2023), *Cosa sono e come funzionano i mercati finanziari*, 23/05/2023. Tratto da: <https://www.bancagenerali.com/blog/cosa-sono-i-mercati-finanziari>

Bancel, F., Mittoo, U.R. (2009), "Why Do European Firms Go Public?", *European Financial Management*, 15, No. 4, pp. 844-884. Tratto da: <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2009.00501.x>

Banco BPM (sd), *Squeeze out*, Glossario Banco BPM. Tratto da: <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/squeeze-out/>

Banfi, A., Zucchelli, D. (2020), "I titoli azionari e le offerte di azioni", A. Banfi (a cura di), *I mercati e gli strumenti finanziari*, ISEDI, Torino, pp. 127-176.

Barnes, P. (2000), "The identification of U.K. takeover targets using published historical cost accounting data Some empirical evidence comparing logit with linear discriminant analysis and raw financial ratios with industry-relative ratios", *International Review of Financial Analysis*, 9, No. 2, pp. 147-162. Tratto da: [https://doi.org/10.1016/S1057-5219\(00\)00022-3](https://doi.org/10.1016/S1057-5219(00)00022-3)

Baron, R.M., Kenny, D.A. (1986), "The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations",

Journal of Personality and Social Psychology, 51, No. 6, pp. 1173-1182. Tratto da: <https://doi.org/10.1037/0022-3514.51.6.1173>

BDO Italia S.p.A. (2024), *Il 2023 chiude con 33 IPO sul listino Euronext Growth Milan, in aumento rispetto alle 28 del 2022*, 14/03/2024. Tratto da: <https://www.bdo.it/it/news-it/2024/il-2023-chiude-con-33-ipo-sul-listino-uronext-growth-milan,-in-aumento-rispetto-alle-28-del-2022>

Beers, B., Royal, J. (2024), *Direct listing vs. IPO: Key differences and how to choose an investment*, Bankrate, 24/05/2024. Tratto da: <https://www.bankrate.com/investing/direct-listing-vs-ipo/>

Bertolino, F. (2024), *Borsa, pioggia di delisting: 22 aziende pronte a dire addio a Piazza Affari, addio a 21 miliardi di capitalizzazione*, Corriere della Sera, 24/06/2024. Tratto da: https://www.corriere.it/economia/finanza/24_giugno_24/borsa-pioggia-di-delisting-22-aziende-pronte-a-dire-addio-a-piazza-affari-addio-a-21-miliardi-di-capitalizzazione-5356ff6d-b664-40d5-a0dd-ed2bf5bf8x1k.shtml

Bettinelli, C., Danovi, A., Fabrizi, E. (2010), “Why do public firms go private in Italy”, *IRTOP*, 4, pp. 45-52. Tratto da: https://www.researchgate.net/publication/263166958_Why_do_public_firms_go_private_in_Italy

Bharath, S.T., Dittmar, A.K., (2010), “Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets?”, *The Review of Financial Studies*, 23, No. 5, pp. 1771-1818. Tratto da: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq016>

Bhattacharya, U., Borisov, A., Yu, X. (2013), “Firm Mortality and Natal Financial Care”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50, No. 1-2, pp. 61-88. Tratto da: <https://www.jstor.org/stable/43862243>

Borsa Italiana (2006), *Cos'è la green shoe? La facoltà per l'emittente di aumentare la dimensione dell'offerta*, 16/06/2006. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/lagreenshoe.htm>

Borsa Italiana (2007), *Le SIM: Società di Intermediazione Mobiliare*, 21/09/2007. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/sim.htm>

Borsa Italiana (2011), *Memorandum sul Sistema di controllo di gestione*, Settembre 2011. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/memorandumscg.pdf>

Borsa Italiana (2011), *OPA residuale*, 14/01/2011. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa-residuale.htm>

Borsa Italiana (2012), *Private Placement: il complesso di operazioni con cui emittenti privati e pubblici offrono strumenti finanziari di nuova emissione*, 14/09/2012. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/privateplacement206.htm>

Borsa Italiana (2014), *Guida al Piano Industriale: listing guides*, Aprile 2014 Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/strategicplancopy.pdf>

Borsa Italiana (2014), *Guida al Sistema di Controllo di Gestione: listing guides*, Luglio 2014 Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/guidascg2015.pdf>

Borsa Italiana (2015), *Trading Venues*, 19/06/2015. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/tradingvenue-220.htm#:~:text=La%20trading%20venue%20%2D%20letteralmente%20sarebbe,prodotto%20finanziario%20in%20altri%20termini.>

Borsa Italiana (2021), *Euronext MIV Milan: the Italian Market for the Investment Vehicles*. Tratto da: https://www.borsaitaliana.it/fondi/chiusi/miv/mivrequirements_pdf.htm

Borsa Italiana (2021), *Facsimile scheda uno - comunicazione di pre ammissione da inviare ai sensi dell'articolo 2 del regolamento emittenti*, 25/10/2021. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/euronext-growth-milan/06-schedapreammissione-25102021.pdf>

Borsa Italiana (2021), *Il Gruppo Borsa Italiana oggi entra a far parte di Euronext*, 29/04/2021. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/news/borsaitaliana-uronext.htm#:~:text=Euronext%20e%20il%20Gruppo%20Borsa,euro%20di%20capitalizzazione%20di%20mercato>

Borsa Italiana (2022), *Avviso n. 36399 - Modifiche al Regolamento dei Mercati e alle relative Istruzioni*, 22/09/2022. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/mercati-regolamentati-storico.htm>

Borsa Italiana (2022), *Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*, 03/10/2022. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/regolamentodeimercati-03102022.pdf>

Borsa Italiana (2023), *Euronext Growth Milan: Regolamento Emittenti*, 04/12/2023. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/euronext-growth-milan/02-regolamentoemittenti-04122023-conevidenza.pdf>

Borsa Italiana (2024), *Al via la Euronext STAR Conference 2024*, 18/03/2024. Tratto da: <https://www.euronext.com/it/about/media/euronext-press-releases/al-la-uronext-star-conference-2024>

Borsa Italiana (2024), *Borsa Italiana per le PMI*, Giugno 2024. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>

Borsa Italiana (2024), *Corrispettivi di ammissione e quotazione*, 01/07/2024. Tratto da: https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/price-list-24-07-01_pdf.htm

Borsa Italiana (2024), *Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*, 08/04/2024. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/regolamento08042024.pdf>

Borsa Italiana (sd), *Ammissione alla Quotazione*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ammissione-alla-quotazione.html>

Borsa Italiana (sd), *Azioni di società a piccola capitalizzazione*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/azioni-di-societa--a-piccola-capitalizzazione.html>

Borsa Italiana (sd), *Bookbuilding*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bookbuilding.html>

Borsa Italiana (sd), *Borsa Italiana SPA*, Glossario Finanziario. Tratto da:
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/borsa-italiana-spa.html>

Borsa Italiana (sd), *Clausola di Lock Up*, Glossario Finanziario. Tratto da:
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/clausola-di-lock-up.html#:~:text=Glossario%20finanziario%20%2D%20Clausola%20di%20Lock%20Up&text=Clausola%20che%20sancisce%20l'impegno,un'operazione%20di%20offerta%20pubblica>

Borsa Italiana (sd), *Clawback*, Glossario Finanziario. Tratto da:
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/clawback.html>

Borsa Italiana (sd), *Codice di Autodisciplina*, Glossario Finanziario. Tratto da:
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/codice-di-autodisciplina.html#:~:text=Il%20Codice%20di%20Autodisciplina%20delle,funzionamento%20delle%20societ%C3%A0%20quotate%20italiane>

Borsa Italiana (sd), *Collocamento*, Glossario Finanziario. Tratto da:
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/collocamento.html>

Borsa Italiana (sd), *Conferenza Euronext STAR 2024*. Tratto da:
<https://www.borsaitaliana.it/speciali/star-conference-milan/2024/homepage/star-conference.en.htm>

Borsa Italiana (sd), *Delisting*, Glossario Finanziario. Tratto da:
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/delisting.html>

Borsa Italiana (sd), *Due Diligence*, Glossario Finanziario. Tratto da:
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/due-diligence.html#:~:text=Glossario%20finanziario%20%2D%20Due%20Diligence&text=Attivit%C3%A0%20di%20indagine%20e%20di,%2C%20investimenti%2C%20finanziamenti%2C%20IPO>

Borsa Italiana (sd), *Euronext Growth Milan Requirements: Formal requirements for Euronext Growth Milan*. Tratto da:
<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-growth-milan/requisiti/come-accedere.en.htm>

Borsa Italiana (sd), *Euronext Milan Requirements: Formal requirements for Euronext Milan market*. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-milan/requisiti/come-accedere.en.htm>

Borsa Italiana (sd), *Euronext Milan*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/euronext-milan.html#:~:text=Glossario%20finanziario%20%2D%20Euronext%20Milan&text=Mercato%20gestito%20da%20Borsa%20Italiana,diritti%20di%20opzione%20e%20warra>
[nt](https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/euronext-milan.html#:~:text=Glossario%20finanziario%20%2D%20Euronext%20Milan&text=Mercato%20gestito%20da%20Borsa%20Italiana,diritti%20di%20opzione%20e%20warra)

Borsa Italiana (sd), *Euronext Milan*. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-milan/home/caratteristiche.htm>

Borsa Italiana (sd), *Euronext MIV Milan – Punti di Forza*. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/fondi/chiusi/miv/vantaggi/quotazione.htm>

Borsa Italiana (sd), *Euronext STAR Milan*. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/star/home/caratteristiche.htm>

Borsa Italiana (sd), *Financial Due Diligence*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/financial-due-diligence.html>

Borsa Italiana (sd), *Flottante*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/flottante.html>

Borsa Italiana (sd), *Global Coordinator*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/global-coordinator.html>

Borsa Italiana (sd), *I Mercati di Borsa Italiana*. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/mercati.htm>

Borsa Italiana (sd), *Il Processo di Quotazione*. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>

Borsa Italiana (sd), *Informazioni Price Sensitive*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/informazioni-price-sensitive.html>

Borsa Italiana (sd), *Intermonte SIM*. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/network/intermonte/intermontesim.htm>

Borsa Italiana (sd), *La storia di Borsa: la privatizzazione (1998-2008)*. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/storia/storia/privatizzazione.htm>

Borsa Italiana (sd), *Leveraged Buy Out*, Glossario Finanziario. Tratto da: [https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/leveraged-buy-out.html#:~:text=Il%20leveraged%20buy%20out%20\(LBO,attivo%20patrimoniale%20della%20societ%C3%A0%20acquisita](https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/leveraged-buy-out.html#:~:text=Il%20leveraged%20buy%20out%20(LBO,attivo%20patrimoniale%20della%20societ%C3%A0%20acquisita)

Borsa Italiana (sd), *Management Buy Out*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/management-buy-out.html#:~:text=Le%20operazioni%20di%20management%20buy,revoca%20dalla%20quotazione%20di%20borsa>

Borsa Italiana (sd), *Market-To-Book Ratio*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/market-to-book-ratio.html>

Borsa Italiana (sd), *Mercato Regolamentato*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-regolamentato.html>

Borsa Italiana (sd), *Offerta Pubblica Iniziale (IPO)*, Glossario Finanziario. Tratto da: [https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html#:~:text=L'offerta%20pubblica%20iniziale%20\(o,titoli%20su%20un%20mercato%20regolamentato](https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html#:~:text=L'offerta%20pubblica%20iniziale%20(o,titoli%20su%20un%20mercato%20regolamentato)

Borsa Italiana (sd), *Price Range*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/price-range.html>

Borsa Italiana (sd), *Prospetto Informativo*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prospetto-informativo.html>

Borsa Italiana (sd), *Quotation Management Admission Test*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/quotation-management-admission-test.html#:~:text=Il%20QMAT%20%C3%A8%20un%20documento,requisiti%20sostanziali%20per%20la%20quotazione>

Borsa Italiana (sd), *Requisiti di ammissione*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/requisiti-di-ammissione.html>

Borsa Italiana (sd), *Requisiti sostanziali*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/requisiti-sostanziali.html#:~:text=Mentre%20i%20Requisiti%20Formali%20sono,elementi%20caratteristici%20di%20una%20societ%C3%A0>.

Borsa Italiana (sd), *Segmento professionale*. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-growth-milan/segmento-professionale/caratteristiche-e-requisiti.htm>

Borsa Italiana (sd), *Sistemi Multilaterali di Negoziazione*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/sistemi-multilaterali-di-negoziazione.html>

Borsa Italiana (sd), *Stock Option: cosa sono e come funzionano*. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/stockoption203.htm>

Borsa Italiana (sd), *Underpricing*, Glossario Finanziario. Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/underpricing.html#:~:text=Glossario%20finanziario%20%2D%20Underpricing&text=Fenomeno%20tipico%20delle%20operazioni%20di,titoli%20al%20momento%20della%20quotazione>

Brau, J.C., Fawcett, S.E. (2004), “Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice”, *Journal of Finance*, 61, No. 1, pp. 399-436. Tratto da: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=530924#paper-citations-widget

Bruce, R. (2019), *Azioni a bassa, media e elevata capitalizzazione*, Wealth Insights, 31/07/2019. Tratto da: <https://www.juliusbaer.com/it/insights/wealth-insights/come-investire/azioni-a-bassa-media-ed-elevata-capitalizzazione/>

Calusa, M., Chetri, E., Sabatini, F.R. (2023), *EGM Analysis – 9M23*, 17/10/2023. Tratto da: <https://www.bancaprofilo.it/wp-content/uploads/2023/10/Presentazione-EGM-9M23.pdf>

Cambosu, D. (2023), *Cos'è la scale-up e quali sono le sue caratteristiche*, 23/10/2023. Tratto da: <https://www.startupbusiness.it/cose-la-scaleup/24444/>

Camurati, F. (2024), *Opa Tod's, superato il 90% del capitale. Il titolo si prepara al delisting*, Milano Finanza, 04/05/2024. Tratto da:

<https://www.milanofinanza.it/fashion/opa-tod-s-superato-il-90-del-capitale-il-titolo-si-prepara-al-delisting-202405032006075969>

Capterra (sd), *Best Practice*, Glossario Informatico Capterra. Tratto da: <https://www.capterra.it/glossary/177/best-practice>

Capuano, M., Duca, S., Vitale, M. (2001), *Guida alla quotazione*, Giugno 2021. Tratto da: <https://finanzaziendale.myblog.it/media/01/00/3324644626.pdf>

CDP Equity (sd). Tratto da: https://www.cdp.it/sitointernet/it/cdp_equity.page

Chemmanur, T.J., Fulghieri, P. (1995), *Information production, private equity financing, and the going public decision*, Columbia University.

Chemmanur, T.J., Fulghieri, P. (1999), "A Theory of the Going-Public Decision", *Review of Financial Studies*, 12, No. 2, pp. 249-279. Tratto da: https://www.researchgate.net/publication/5216780_A_Theory_of_the_Going-Public_Decision

Chemmanur, T.J., He, S., Nandy, D.K. (2010), "The Going-Public Decision and the Product Market", *The Review of Financial Studies*, 23, No. 5, pp. 1855-1908. Tratto da: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.674241>

Chemmanur, T.J., Signori, A., Vismara, S. (2023), "The exit choices of European private firms: A dynamic empirical analysis", *Journal of Financial Markets*, 65. Tratto da: <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2023.100821>

Choe, H., Masulis, R.W., Nanda, V. (1993), "Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence," *Journal of Empirical Finance*, 1, No. 1, pp. 3-31. Tratto da: [https://doi.org/10.1016/0927-5398\(93\)90003-A](https://doi.org/10.1016/0927-5398(93)90003-A)

Clementi, M. (sd), *Segmenti della Borsa di Milano*. Tratto da: <https://www.percorsofinanza.it/percorsi/percorsobase/mercati-finanziari/segmenti-borsa-milano/>

Commissione Europea (2004), *Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004 sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la Direttiva 2001/34/CE*. Tratto da:

https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/normativa/Consultazione-direttiva-Transapency.pdf

Commissione Europea (2017), *Direttiva 2017/828/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti*. Tratto da: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32017L0828>

Concas, A. (2013), *L'offerta al pubblico di prodotti finanziari*. Tratto da: <https://www.diritto.it/l-offerta-al-pubblico-di-prodotti-finanziari/>

Confapi Milano (2020), *AIM Italia, che cos'è come funziona*, 08/10/2020. Tratto da: <https://www.confapimilano.it/news-eventi/1472-aim-italia,-che-cos%E2%80%99%C3%A8-come-funziona.html>

Confapi Milano (2022), *Quotazione all'EG Milan, un'opportunità per Pmi, startup e scaleup*, Banca Finnat e Tonucci & Partners (a cura di), 06/06/2022. Tratto da: <https://www.confapimilano.it/news-eventi/1612-quotazione-all%E2%80%99eg-milan,-una-grande-opportunit%C3%A0-per-pmi,-startup-e-scaleup.html>

Consob (sd), *I singoli servizi di investimento*. Tratto da: <https://www.consob.it/web/investor-education/i-singoli-servizi-di-investimento>

Consob (sd), *In caso di offerta pubblica di acquisto*. Tratto da: <https://www.consob.it/web/investor-education/in-caso-di-offerta-pubblica-di-acquisto>

Croci, E., Del Giudice, A. (2014), “Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe”, *European Financial Management*, 20, No. 2, pp. 374-405. Tratto da: <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2011.00640.x>

Crowdfunding Buzz (2023), *Yakkyo protagonista della prima operazione di just listing su Euronext Growth Milan*, Equity Crowdfunding, 29/12/2023. Tratto da: <https://www.crowdfundingbuzz.it/yakkyo-protagonista-della-prima-operazione-di-just-listing-su-uronext-growth-milan/>

Dal Maso, E. (2022), *Delisting, perché la borsa non va*, 06/08/2022. Tratto da: https://www.milanofinanza.it/news/delisting-perche-la-borsa-non-va-2572800?refresh_cens

Dawson, J., Seater, J. (2013), "Federal regulation and aggregate economic growth", *Journal of Economic Growth*, 18, No. 2. pp. 137-177. Tratto da: <https://ssrn.com/abstract=2223315>

De Niro, E., Sagliocca, M. (2023), "Il delisting per volontà dell'emittente: il fenomeno del delisting "puro"", *Non solo Diritto Bancario*, 07/02/2023. Tratto da: <https://www.dirittobancario.it/art/il-delisting-per-volonta-dellemittente-il-fenomeno-del-delisting-puro/>

DeAngelo, H., DeAngelo, L., Rice, E.M. (1984), "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth", *The Journal of Law & Economics*, 27, No. 2, pp. 367-401. Tratto da: <https://www.jstor.org/stable/725581>

Del Saggio, A. (sd), *IPO: che cos'è e come funziona*. Tratto da: <https://investhero.it/ipo-che-cose-e-come-funziona/>

Di Diego, S. (2023), *Accelerare lo sviluppo delle PMI con la quotazione in borsa: opportunità e requisiti*, *Imprenditore Smart*, 06/03/2023. Tratto da: <https://imprenditoresmart.it/blog/finanza/accelerare-lo-sviluppo-delle-pmi-con-la-quotazione-in-borsa-opportunita-e-requisiti>

Dietrich, J.K., Sorensen, E. (1984), "An application of logit analysis to prediction of merger targets", *Journal of Business Research*, 12, No. 3, pp. 393-402. Tratto da: [https://doi.org/10.1016/0148-2963\(84\)90020-1](https://doi.org/10.1016/0148-2963(84)90020-1)

Djankov, S., Glaeser, E., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. (2003), "The New Comparative Economics", *Journal of Comparative Economics*, 31, No. 4, pp. 595-619. Tratto da: https://www.researchgate.net/publication/4969368_The_New_Comparative_Economics

Euronext (2023), *IPO Guide: A GUIDE TO LISTING ON THE STOCK EXCHANGE*. Tratto da: https://www.euronext.com/sites/default/files/2021-12/52118_IPO-Guide-2021_WEB.pdf

Euronext (sd), *Euronext completa oggi l'acquisizione del Gruppo Borsa Italiana e pubblica i risultati del 1° trimestre 2021*. Tratto da: <https://www.euronext.com>

Euronext (sd), *Scelta dei consulenti*. Tratto da: <https://www.euronext.com/en/raise-capital/how-go-public/choosing-advisors>

Euronext (sd), *The IPO Journey. The key steps in a stock market listing explained, from preparation to IPO results*. Tratto da: <https://www.euronext.com/en/raise-capital/how-go-public/ipo-journey>

Fama, E.F., French, K.R. (2004), “New lists: Fundamentals and survival rates”, *Journal of Financial Economics*, 73, pp. 229-269. Tratto da: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.04.001>

Fantaguzzi, V. (2024), *Società ad azionariato diffuso: un modello di governance partecipata*, 04/07/2024. Tratto da: <https://www.dirittoconsenso.it/2024/07/04/societa-ad-azionariato-diffuso-un-modello-di-governance-partecipata/>

FasterCapital (2024), *Delisting in Borsa aggiornamento cause e conseguenze*, 18/06/2024. Tratto da: <https://fastercapital.com/it/contenuto/Delisting-in-Borsa--aggiornamento-cause-e-conseguenze.html#cancellazione-dalla-quotazione-a-seguito-di-una-ristrutturazione-aziendale>

FasterCapital (2024), *Delisting in Borsa aggiornamento cause e conseguenze*, 13/06/2024. Tratto da: <https://fastercapital.com/it/contenuto/Delisting-in-Borsa--cause-e-conseguenze.html#Impatto-del-delisting-sui-prezzi-delle-azioni-e-sulla-capitalizzazione-di-mercato>

FasterCapital (2024), *Delisting involontario cosa significa per le aziende e gli investitori*, 07/06/2024. Tratto da: <https://fastercapital.com/it/contenuto/Delisting-involontario--cosa-significa-per-le-aziende-e-gli-investitori.html#ragioni-per-il-delisting-involontario>

FasterCapital (2024), *Il dilemma del delisting conseguenze della mancata conformità per le aziende*, 28/06/2024. Tratto da: <https://fastercapital.com/it/contenuto/Il-dilemma-del-delisting--conseguenze-della-mancata-conformita-per-le-aziende.html#Impatto-su-azionisti-e-investitori>

FasterCapital (2024), *Studi di eventi l'impatto della durata empirica sull'analisi dello studio degli eventi*, 28/06/2024. Tratto da: <https://fastercapital.com/it/contenuto/Studi-di-eventi--l-impatto-della-durata-empirica-sull-analisi-dello-studio-degli-eventi.html>

FasterCapital (2024), *Teoria dell'agenzia come utilizzare la teoria dell'agenzia per comprendere e risolvere i conflitti di interessi nella tua attività*, 16/06/2024. Tratto

da: <https://fastercapital.com/it/contenuto/Teoria-dell-agenzia--come-utilizzare-la-teoria-dell-agenzia-per-comprendere-e-risolvere-i-conflitti-di-interessi-nella-tua-attivita.html#come-utilizzare-la-teoria-dell-agenzia-come-strumento-per-comprendere-e-risolvere-i-conflitti-di-interessi-nella-tua-attivita>

FasterCapital (sd), *Il Track Record Dell'azienda*. Tratto da: <https://fastercapital.com/it/tema/il-track-record-dell'azienda.html>

Ferragina, F. (2007), *La quotazione in Borsa delle piccole/medie imprese: un obiettivo possibile per facilitare lo sviluppo*, 30/05/2007. Tratto da: <https://www.kon.eu/wp-content/uploads/2023/05/news-85.pdf>

Fidanza, B. (2022), “Common Stock Delisting: An Empirical Analysis of Firms Performance”, *Internation Business Research*, 15, No. 7. Tratto da: https://www.researchgate.net/publication/361474115_Common_Stock_Delisting_An_Empirical_Analysis_of_Firms_Performance

Franza, E. (2016), “Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione, internalizzatori sistematici ed il direct market access. Criticità emerse in applicazione MiFID I e prospettive nella MiFID II”, *Non solo Diritto Bancario*, 15/07/2016. Tratto da: <https://www.dirittobancario.it/art/mercati-regolamentati-sistemi-multilaterali-di-negoziazione-internalizzatori-sistematici/>

Fumagalli, M. (2020), *Un'alternativa all'IPO anche in Italia?*, FCHub, 31/08/2020. Tratto da: <https://fchub.it/unalternativa-allipo-anche-in-italia/>

Ghielmi, C. (2015), “Le sedi di negoziazione nell'ambito della disciplina MiFID II e MiFIR”, *Rivista di Diritto Bancario*. Tratto da: https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/ghielmi_c_le_sedi_di_negoziazione_nellambito_della_disciplina_mifid_ii_e_mifir_2015.pdf

Giustiniani, V., Miccoli, M., Sani, F., (2022), “L'attività di due diligence nella fase di IPO”, *Non solo Diritto Bancario*, 10/10/2022. Tratto da: <https://www.dirittobancario.it/art/lattivita-di-due-diligence-nella-fase-di-ipo/>

Graziano, D., Magni, D., Morresi, O., Pezzi, A. (2021), “Defining the Relationship Between Firm's Performance and Delisting: Empirical Evidence of Going Private in Europe”, *Journal of the Knowledge Economy*, 13, pp. 2584-2605. Tratto da: <https://doi.org/10.1007/s13132-021-00806-w>

Harris, J.H., Panchapagesan, V., Werner, I.M. (2008), *Off But Not Gone: A Study of Nasdaq Delistings*, Fisher College of Business Working Paper, No. 2008-03-005, Dice Center Working Paper, No. 2008-6. Tratto da: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=628203

Hong, G., Peristiani, S. (2004), “Pre-IPO financial performance and aftermarket survival”, *Current Issues in Economics and Finance*, 10, No. 2, pp. 1-8. Tratto da: https://www.researchgate.net/publication/5050209_Pre-IPO_financial_performance_and_aftermarket_survival

Imperatore, C. (2023), *Vantaggi e criticità dei finanziamenti attraverso le Spac*, Il Sole 24ore, 21/08/2023. Tratto da: <https://www.ilsole24ore.com/art/vantaggi-e-criticita-finanziamenti-attraverso-spac-AFB6w1Z>

Incorvati, L. (2020), *Perché il passaggio di Piazza Affari sotto Euronext farà da volano alle small cap*, Il Sole 24ore, 22/11/2020. Tratto da: <https://www.ilsole24ore.com/art/perche-passaggio-piazza-affari-sotto-uronext-fara-volano-small-cap-ADG8mp3>

IoInvesto SCF (sd), *Borsa Italiana*, Glossario. Tratto da: <https://www.ioinvesto.net/glossario/borsa-italiana/>

Jensen, M.C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *The American Economic Review*, 76, No. 2, pp. 323-329. Tratto da: <https://www.jstor.org/stable/1818789>

Kang, S.M. (2017), “Voluntary Delisting In Korea: Causes And Impact On Company Performance”, *Journal of Applied Business Research*, 33, No. 2, pp. 391–408. Tratto da: <https://doi.org/10.19030/jabr.v33i2.9912>

Kaplan, S. (1989), “The effects of management buyouts on operating performance and value”, *Journal of Financial Economics*, 24, No. 2, pp. 217-254. Tratto da: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90047-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90047-0)

Kashefi Pour, E., Lasfer, M. (2013), “Why Do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market?”, *Journal of Banking and Finance*, 37, No. 12, pp. 4850-4860. Tratto da: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.08.022>

Kieschnick, R.L. (1989), "Management buyouts of public corporations: An analysis of prior characteristics", *Leveraged Management Buyouts and Shareholders' Wealth*, Dow-Jones-Irwin, Illinois, pp. 35-59. Tratto da: https://books.google.it/books?hl=en&lr=&id=HwvA8NK6sUoC&oi=fnd&pg=PA35&ots=oUA5zxSoh_&sig=gYJDopXfantY1mtK5jmJIGx9BxI&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false

Kieschnick, R.L. (1998), "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions Revisited", *Journal of Business Finance & Accounting*, 25, No. 1-2, pp. 187-202. Tratto da: <https://api.semanticscholar.org/CorpusID:154925114>

Laghi, E., Panetta, I.C., Tutino, M. (2013), "Key Factors in Delisting Process in Italy: Empirical Evidence", *The GSTF Journal on Business Review*, 2, No. 4, pp. 218-223. Tratto da: <https://www.semanticscholar.org/paper/Key-Factors-in-Delisting-Process-in-Italy%3A-Evidence-Tutino-Panetta/4780aa0daec9ff0f63438db0b52963e0171791a6>

Lambiase, A. (2016), *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, Franco Angeli, Milano. Tratto da: <https://www.hoepli.it/libro/la-quotazione-delle-pmi-su-aim-italia-e-gli-investitori-istituzionali-nel-capitale/9788891740748.html>

Lambiase, A. (2024), *I requisiti formali per l'ammissione alla quotazione in Borsa*, estratto da "Il bigino della quotazione" (2024), 07/02/2024. Tratto da: <https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/15838-i-requisiti-formali-per-lammissione-alla-quotazione-in-borsa.html>

Leo, R. (2022), *Requisiti per quotarsi in Borsa: quali sono*, 16/11/2022. Tratto da: <https://finanzafacile.net/requisiti-per-quotarsi-in-borsa-quali-sono/#quali-sono-i-requisiti-per-potersi-quotare-in-borsa>

Li, J., Zhou, J. (2006), *Earnings Management and Delisting Risk of Initial Public Offerings*, Simon Business School - University of Rochester, Research Paper Series AAA 2008 Financial Accounting and Reporting Section (FARS). Tratto da: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.641021>

Lops, V. (2017), *Come si partecipa a un'Ipo in Borsa e quanto può essere rischioso*, Il Sole 24ore, 19/07/2017. Tratto da: <https://www.ilsole24ore.com/art/come-si-partecipa-un-ipo-borsa-e-quanto-puo-essere-rischioso-AEQanKzB>

Lowry, M., Schwert, G.W. (2002), "IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?", *The Journal of Finance*, 57, No. 3, pp. 1171-1200. Tratto da: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00458>

Macey, J., O'Hara, M., Pompilio, D. (2008), "Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process", *The Journal of Law and Economics*, 51, No. 4, pp. 683-713. Tratto da: <http://dx.doi.org/10.1086/593386>

Maksimovic, V., Pichler, P. (2001), "Technological Innovation and Initial Public Offerings", *The Review of Financial Studies*, 14, No. 2, pp. 459-494. Tratto da: <https://www.jstor.org/stable/2696748>

Martinez, I., Serve, S. (2017), "Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda", *Journal of Economic Survey*, 31, No. 3, pp. 733-770. Tratto da: <https://ideas.repec.org/p/hal/journal/hal-01368879.html>

Mehran, H., Peristiani, S. (2010), "Financial Visibility and the Decision to Go Private", *Review of Financial Studies*, 23, No. 2, pp. 519-547. Tratto da: https://www.researchgate.net/publication/227465287_Financial_Visibility_and_the_Decision_to_Go_Private

Migliorini, F. (2022), *Due diligence fiscale: cos'è e come si effettua*, Fiscomania.com, 17/01/2022. Tratto da: <https://fiscomania.com/due-diligence-fiscale/>

Ministero dell'Economia e delle Finanze (2021), *L'operazione Euronext e l'italianità di Borsa*, Roma, 15/04/2021. Tratto da: <https://www.mef.gov.it/inevidenza/Loperazione-Euronext-e-litalianita-di-Borsa/>

Mula, L. (2017), "La revisione della Direttiva sui Diritti degli Azionisti: un nuovo approccio dell'UE alla corporate governance delle società quotate", *Non solo Diritto Bancario*, 12/06/2017. Tratto da: <https://www.dirittobancario.it/art/la-revisione-della-direttiva-sui-diritti-degli-azionisti-un-nuovo-approccio-ue/>

Olson, M. (2000), *Power and Prosperity: Outgrowing Communist and Capitalist Dictatorships*, Basic Books, New York.

Omegna, B.M., Quattrocchio, L.M. (2016), “L'Alternative Investment Market Italia (AIM Italia)”, *Diritto ed Economia dell'Impresa*, Fascicolo No. 5, pp. 134-149. Tratto da: <https://www.dirittoeconomaiimpresa.it/alternative-investment-market-italia-am-italia>

Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. (1996), "The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy," *European Economic Review*, 40, No. 3-5, pp. 1057-1069. Tratto da: <https://ideas.repec.org/a/eee/eecrev/v40y1996i3-5p1057-1069.html>

Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. (1998), “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis,” *The Journal of Finance*, 53, No. 1, pp. 27-64. Tratto da: https://www.researchgate.net/publication/2700028_Why_Do_Companies_Go_Public_-_An_Empirical_Analysis

Pagano, M., Röell, A. (1998), "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public," *The Quarterly Journal of Economics*, 113, No. 1, pp. 187-225. Tratto da: https://www.researchgate.net/publication/24091603_The_Choice_Of_Stock_Ownership_Structure_Agency_Costs_Monitoring_And_The_Decision_To_Go_Public

Pagano, M., Volpin, P.F. (2001), “Shareholder Protection, Stock Market Development, and Politics”, *Journal of the European Economic Association*, 4, No. 2-3, pp. 315-341. Tratto da: <https://doi.org/10.1162/jeea.2006.4.2-3.315>

Paoletti, A. (2017), “Le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)”, *Rivista di Diritto Societario*, Fascicolo 4. Tratto da: <https://www.rivistadirittosocietario.com/Special-Purpose-Acquisition-Companies-SPAC>

Perrini, F. (2000), *La gestione della quotazione per valorizzare le PMI*, Egea, Milano.

Planell, S. (1995), “Determinantes y efectos de le salida a bolsa en España: Un análisis empírico”, Unpublished (CEMFI, Madrid).

Poulsen, A., Lehn, K. (1989), Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions, *The Journal of Finance*, 44, pp. 771-787. Tratto da: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb04390.x>

Pownall, G., Wieczynska, M. (2018), “Deviations from the Mandatory Adoption of IFRS in the European Union: Implementation, Enforcement, Incentives, and Compliance”. Tratto da: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1919805

Pwc (sd), *Considering an IPO? First, understand the costs*. Tratto da: <https://www.pwc.com/us/en/services/consulting/deals/library/cost-of-an-ipo.html>

Ransley, R.D. (1984), “A research project into the operation and development of the unlisted securities market 1980- 1984”, Unpublished (London Business School, London).

Redazione Finanza (2024), *Tod's, l'Opa supera il 90%: scatta il delisting da Piazza Affari*, Il Sole 24ore, 03/05/2024. Tratto da: <https://www.ilsole24ore.com/art/tod-s-l-opa-supera-90percento-scatta-delisting-piazza-affari-AFBIK2qD>

Redazione iCRIBIS (sd), *Guida essenziale per la quotazione in Borsa delle PMI*. Tratto da: <https://www.contenuti.icribis.com/osservatorio/2017/quotazione-PMI>

Redazione IG Italia (sd), *Che cosa succede quando un'azione viene delistata?*. Tratto da: <https://www.ig.com/it/strategie-di-trading/che-succede-quando-un-azione-viene-delistata--220225#cosa-succede>

Redazione Investi Responsabilmente (sd), *Direttiva sui diritti degli azionisti (2017/828/UE)*. Tratto da: <https://investiresponsabilmente.it/glossario/direttiva-sui-diritti-degli-azionisti-2017-828-ue/#:~:text=La%20Direttiva%20Shareholder%20Rights%20II,corporate%20governance%20delle%20aziende%20quotate>

Redazione Lapenna del Web (2024), *OPA Tod's, delisting il 7 giugno 2024*, 07/06/2024. Tratto da: <https://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/opa-tods-delisting-7-giugno-2024>

Redazione Milano Finanza (2024), *Da Start up a Scale up: come farlo nel modo giusto*, Milano Finanza, 24/09/2024. Tratto da: <https://www.milanofinanza.it/news/da-start-up-a-scale-up-come-farlo-nel-modo-giusto-202212141102468643>

Redazione Non Solo Diritto Bancario (2022), “Quotazione Borsa: nuove norme per l'accesso al mercato”, *Non solo Diritto Bancario*, 26/09/2022. Tratto da:

<https://www.dirittobancario.it/art/quotazione-borsa-nuove-norme-per-laccesso-al-mercato/#>

Redazione Sciarra.Biz (2020), *La quotazione AIM Italia: costi, benefici, pro e contro*, 12/07/2020. Tratto da: <https://www.sciarra.biz/2020/07/12/la-quotazione-su-aim-italia/>

Redazione Spazioetico (sd), *Teoria dell’Agenzia*, Glossario di Spazioetico. Tratto da: <https://spazioetico.com/risorsa/teoria-dellagenzia/>

Renneboog, L., Simons, T., Wright, M., (2007), “Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation”, *Journal of Corporate Finance*, 13, No. 4, pp. 591-628. Tratto da: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.04.005>

Ritter, J.R. (1991), “The Long-Run Performance of initial Public Offerings”, *The Journal of Finance*, 46, No. 1, pp. 3-27. Tratto da: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>

Rizzi, F. (2024), *Quali sono i requisiti per essere quotati alla Borsa italiana?*, 27/03/2024. Tratto da: <https://rankia.it/quali-sono-i-requisiti-per-essere-quotati-alla-borsa-italiano/>

Röell, A. (1996), "The Decision to Go Public: An Overview", *European Economic Review*, 40, pp. 1071-1081. Tratto da: [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00114-X](https://doi.org/10.1016/0014-2921(95)00114-X)

RSM (2021), *La quotazione sul mercato AIM Italia: un’opportunità di crescita per le PMI*, 01/03/2021. Tratto da: https://www.rsm.global/italy/rsmrev/sites/default/files/media/2la_quotazione_sul_mercato_aim_italia_unopportunita_di_crescita_per_le_pmi_v.19_2_21_fg.pdf

Scarpa, D. (2009), *Un’analisi economica del diritto: teoria dell’agenzia e rapporto di amministrazione*, Altalex, 15/06/2009. Tratto da: <https://www.altalex.com/documents/news/2009/06/25/un-analisi-economica-del-diritto-teoria-dell-agenzia-e-rapporto-di-amministrazione>

Schipper, K. (1989), “Earnings Management”, *Accounting Horizons*, 3, No. 4, pp. 91-102. Tratto da: <https://www.proquest.com/scholarly-journals/earnings-management/docview/208918065/se-2>

Shah, S., Thakor, A.V. (1998), "Private versus Public Ownership: Investment, Ownership Distribution, and Optimality", *The Journal of Finance*, 43, No. 1, pp. 41-59.

Tratto da: https://www.researchgate.net/publication/4992174_Private_versus_Public_Ownership_Investment_Ownership_Distribution_and_Optimality

Silano, S. (2024), *Delisting, perché Piazza Affari è da record, ma perde appeal*, 14/03/2024. Tratto da: <https://www.morningstar.it/it/news/247243/delisting-perch%C3%A9-piazza-affari-%C3%A8-da-record-ma-perde-appeal.aspx>

Spiegel, M.I., Tookes, H. (2008), *Dynamic Competition, Innovation and Strategic Financing*, Yale School of Management, Working Paper. Tratto da: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1161239>

Studio Associato Finetti (2019), *Cos'è l'earnings management: possibili definizioni*, 24/05/2019. Tratto da: <https://studiofinetti.eu/2019/05/24/cose-learnings-management/>

Studio Associato Finetti (2019), *Motivazioni dell'Earnings Management: cosa spinge i manager a sfruttare queste strategie?*, 06/06/2019. Tratto da: <https://studiofinetti.eu/2019/06/06/motivazioni-dellearnings-management-cosa-spinge-i-manager-a-sfruttare-queste-strategie/>

Studio Righini (sd), *La quotazione sul mercato AIM Italia*. Tratto da: <https://www.studiorighini.it/eu-it/la-quotazione-sul-mercato-aim-italia.aspx>

Tesone, C. (2022), *Chi si quota in borsa e che cos'è la IPO?*, 21/03/2022. Tratto da: <https://fiscomania.com/quota-borsa-ipo/#oneri-informativi>

Tessa, M. (2021), *Rivoluzione per Borsa Italiana che cambia nome: sarà Euronext Growth Milan*, Wall Street Italia, 28/09/2021. Tratto da: <https://www.wallstreetitalia.com/rivoluzione-per-borsa-italiana-che-cambia-nome-sara-uronext-growth-milan/>

Thomsen, S., Vinten, F. (2007), "Delistings and the costs of governance: A study of European stock exchanges 1996-2004", *Journal of Management and Governance*, 18. Tratto da: https://www.researchgate.net/publication/257619046_Delistings_and_the_costs_of_governance_A_study_of_European_stock_exchanges_1996-2004

TOD'S Group (sd), *La Storia*. Tratto da: <https://www.todsgroup.com/it/gruppo/storia>

Touati, M.B. (2020), *La Borsa Italiana cambia proprietà: dal London Stock Exchange passerà al consorzio Euronext, in un'operazione a cui partecipa anche Cassa Depositi e Prestiti (e non per caso)*, *Il POST*, 09/10/2020. Tratto da: <https://www.ilpost.it/2020/10/09/borsa-italiana-uronext/>

Ventoruzzo, M. (2010), "Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals", *Virginia Journal of International Law*, 50, No. 4. Tratto da: <https://ssrn.com/abstract=1505485>

Vulcheva, M.I. (2011), "International Accounting Standardization across Countries with Unequal Enforcement- Questionable Benefits at a High Price?", PhD dissertation, Faculty of the James T. Laney School Emory University. Tratto da: <https://etd.library.emory.edu/concern/etds/0v8381066?locale=it>

Yaari, V., Ronen, J. (2008), *Earnings Management. Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*, J. Demsky (a cura di), *Springer Series in Accounting Scholarship*, Springer-Verlag New York Inc. Tratto da: <https://doi.org/10.1007/978-0-387-25771-6>

Zorzo, M. (sd), *Delisting: Che cos'è? Perché le aziende decidono di lasciare la borsa?*. Tratto da: https://www.parliamodiinvestimenti.it/delisting-cosa-e-perche-le-aziende-decidono-di-lasciare-la-borsa/#Che_cose_il_Delisting

Zotti, J. (2020), *La Borsa di Milano: nascita, storia e sviluppi di Piazza Affari*, *Investire.biz*, 01/10/2020. Tratto da: <https://investire.biz/analisi-previsioni-ricerche/indici-di-borsa/la-borsa-di-milano-nascita-storia-e-sviluppi-di-piazza-affari>