

UNIVERSITÀ DELLA VALLE D'AOSTA
UNIVERSITÉ DE LA VALLÉE D'AOSTE

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E POLITICHE

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E POLITICHE DEL
TERRITORIO E DELL'IMPRESA

ANNO ACCADEMICO 2021/2022

TESI DI LAUREA MAGISTRALE

**IL FENOMENO DEL DELISTING:
ASPETTI TEORICI E PRINCIPALI EVIDENZE EMPIRICHE NEL
MERCATO AZIONARIO ITALIANO**

DOCENTE: Prof. Massimiliano Nova

STUDENTE: 20 G01 279 Michielin Serena

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1	6
IL FENOMENO DEL DELISTING	6
1.1 Inquadramento del fenomeno e le due maggiori ondate	6
1.1.1 Definizione	6
1.1.2 Fattispecie di <i>delisting</i>	7
1.1.3 <i>Delisting waves</i>	12
1.2 <i>Trade-off</i> tra rimanere in Borsa e abbandonarla	19
1.2.1 Perché quotarsi in Borsa? I vantaggi teorici della quotazione	19
1.2.2 Perché uscire dalla Borsa? Le principali motivazioni al <i>delisting</i> volontario	23
1.2.2.1 Incentivi tradizionali	23
1.2.2.2 Incentivi derivanti dalla teoria dell'agenzia	27
1.2.2.3 Incentivi derivanti dalla struttura finanziaria	28
1.2.2.4 Altri incentivi	29
1.3 Quadro normativo in Italia	32
1.3.1 La regolamentazione del <i>delisting</i> in Italia	32
1.3.2 L'OPA in Italia: definizioni e inquadramento normativo	41
1.4 Differenza tra prezzo di mercato e valore intrinseco di un'azione	50

CAPITOLO 2	55
IL DELISTING NEL MERCATO AZIONARIO ITALIANO	55
2.1 Le caratteristiche del mercato azionario italiano: una panoramica del flusso di <i>listing</i> e <i>delisting</i> degli ultimi 20 anni	55
2.2 Focus sul mercato principale EXM di Borsa Italiana dal 2019 al 2021	63
2.3 Analisi di un campione ristretto	67
2.3.1 Analisi dei risultati	70
CONCLUSIONI	85
BIBLIOGRAFIA	90
SITOGRAFIA	92
ALLEGATI	98
Allegato 1: Database	99

INTRODUZIONE

Nel 2021 Borsa Italiana ha registrato 49 nuove ammissioni tramite offerte pubbliche iniziali (IPO), di cui 5 su Euronext Milan (ex MTA) e 44 su Euronext Growth Milan (ex AIM Italia), raggiungendo la soglia *record* di 407 società quotate a Piazza Affari alla fine di dicembre 2021, con una capitalizzazione complessiva di circa 757 miliardi di euro, pari al 43,1 % del PIL del nostro Paese.

Nonostante questo scenario apparentemente positivo, uno dei temi finanziari più discussi negli ultimi anni è stato l'elevato flusso di *delisting* che ha interessato il mercato borsistico italiano. Negli ultimi 20 anni sono state ben 336 le emittenti (di cui 268 sul listino principale) che, per svariate ragioni, hanno dato l'addio a Piazza Affari, causando un'importante perdita di capitalizzazione per Borsa Italiana. Si tratta di numeri tutt'altro che trascurabili che, per la loro entità, hanno allarmato analisti e studiosi, preoccupati per il progressivo depauperamento del listino.

Non si tratta, tuttavia, di un fatto esclusivamente italiano: il fenomeno dello spopolamento dei listini borsistici ha infatti caratterizzato in maniera trasversale tutti i mercati internazionali espandendosi a tal punto da interessare non soltanto il dibattito accademico, ma anche la stampa specializzata. Se ne parla, infatti, nella prima pagina di *Affari&Finanza* di lunedì 10 ottobre 2022, il cui titolo, "*Il declino delle Borse*", oltre alla sua attualità mostra il grande allarmismo generato intorno a questo tema.

L'articolo conferma che il malessere delle Borse è comune a livello mondiale in quanto, negli ultimi anni, le nuove quotazioni sono inferiori agli abbandoni. Il fenomeno del "*dimagrimento dei listini*" (così soprannominato da Vittoria Puledda all'interno dell'articolo sopracitato) accomuna le principali Borse di tutto il mondo, che hanno registrato una flessione del numero di società quotate: negli ultimi 20 anni la Borsa di Wall Street ha perso 1.900 società quotate, Londra 700, Parigi 246 e Francoforte 237.¹

¹ Puledda, Vittoria. "*Il declino delle Borse*", *Affari&Finanza* (settimanale allegato a "la Repubblica"), Anno 37, n.37, 10 ottobre 2020, pp. 1-3. Stampa.

Con il termine *delisting* si fa riferimento, nello specifico, al processo attraverso il quale una società quotata in Borsa viene cancellata dal mercato azionario in cui i suoi titoli vengono negoziati. Il *delisting* si rivela essere un fenomeno fortemente eterogeneo e caratterizzato da una grande complessità in quanto, come si vedrà in seguito, l'abbandono del listino può essere ricondotto ad un'ampia varietà di operazioni.

Malgrado l'importanza di questa operazione e la sua grande diffusione a livello internazionale, il processo del *delisting* risulta tuttora un tema poco studiato, in particolar modo nel contesto italiano e per quanto attiene al profilo economico e finanziario. Gli studiosi, infatti, hanno focalizzato le proprie ricerche sull'operazione inversa al *delisting*, ovvero all'IPO (Initial Public Offer), che si verifica più frequentemente. Ciò è in parte dovuto al fatto che, al contrario di quanto accade per la quotazione, da sempre riconosciuta come un traguardo e motivo di grande orgoglio per un'azienda, nell'ambiente finanziario il *delisting* è considerato un evento traumatico e negativo per una società e vi è ancora resistenza a vederlo come una possibile strategia vincente per un'impresa.

Dai dati a disposizione risulta evidente che il *delisting* è un'operazione che caratterizza tutti i principali listini mondiali e che, per la sua rilevanza e grande attualità, merita particolare attenzione. L'obiettivo del presente elaborato è proprio quello di approfondire il fenomeno del *delisting* nel nostro Paese e descriverne le principali evidenze empiriche riscontrate in Italia.

La presente tesi si articola in due parti distinte: nella prima si approfondiscono gli aspetti teorici del *delisting* mentre nella seconda si compie una ricerca empirica sul fenomeno in Italia.

Nel primo capitolo, grazie ad una *review* della più significativa letteratura internazionale presente in dottrina, si andrà a conoscere in maniera più approfondita il fenomeno del *delisting* in Italia. Dopo aver dato una definizione al fenomeno oggetto di studio, si procederà ad una disamina delle principali fattispecie di *delisting* e si vedrà, inoltre, la grande distinzione tra *delisting* volontario e quello involontario. Il focus di questa ricerca sarà il *delisting* volontario in quanto, come si comprenderà in seguito, è la fattispecie più comune in Italia e in Europa. Si procederà, poi, con un *excursus* del

fenomeno, dal momento della sua nascita sino ai giorni nostri, ponendo particolare attenzione a quelle che sono state le due grandi ondate di manifestazione del fenomeno. Successivamente, dopo una breve rassegna dei principali benefici che una società può ottenere dalla quotazione in Borsa, l'analisi si sposterà sulle principali motivazioni teoriche al *delisting* volontario, evidenziando così il *trade-off* esistente tra rimanere in Borsa e abbandonarla. Verranno, ancora, illustrati i principali riferimenti normativi che disciplinano il processo del *delisting* in Italia e verrà dedicata particolare attenzione alla legislazione italiana in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto (Opa), in quanto, in Italia, la maggior parte dei *delisting* è riconducibile ad un'Opa. Infine, si porrà l'attenzione sulla differenza tra prezzo dell'azione e valore intrinseco di quest'ultima, distinzione fondamentale in ambito finanziario al fine di poter comprendere quando un titolo è sopravvalutato o sottovalutato dal mercato.

Al fine di individuare le tendenze recenti che interessano il mercato borsistico italiano in materia di *delisting*, il secondo capitolo dell'elaborato raccoglie le principali evidenze empiriche relativamente al fenomeno del *delisting* nel nostro Paese; esso può essere diviso a sua volta in due parti. Al fine di descrivere le principali caratteristiche del mercato azionario del nostro Paese nella prima si illustra una panoramica dei flussi di ammissioni e di revoche che hanno riguardato i listini di Borsa Italiana negli ultimi 20 anni.

Successivamente, con l'obiettivo di evidenziare le principali peculiarità del fenomeno in Italia e le tendenze attuali del mercato, si propone un approfondimento del flusso di *delisting* che, nell'ultimo triennio (2019-2021), ha interessato il mercato principale di Borsa Italiana, attraverso la costruzione e l'analisi di un campione di 33 società. In particolare, all'interno della ricerca empirica proposta, si è scelto di focalizzare l'analisi sull'individuazione delle principali fattispecie di *delisting*, delle tecniche più utilizzate dalle società per abbandonare il listino, dei settori più colpiti da questo processo e dell'effetto che il fenomeno del *delisting* ha sulla capitalizzazione di Borsa. Infine, verrà prestata particolare attenzione al premio o sconto riconosciuto agli azionisti fase di *delisting*, al fine di individuare i principali trend del mercato azionario del nostro Paese.

CAPITOLO 1

IL FENOMENO DEL DELISTING

SOMMARIO: 1.1 *Inquadramento del fenomeno e le due maggiori ondate* - 1.2 *Trade-off tra rimanere in Borsa e abbandonarla* - 1.3 *Quadro normativo in Italia* - 1.4 *Differenza tra prezzo di mercato e valore intrinseco di un'azione*

1.1 Inquadramento del fenomeno e le due maggiori ondate

1.1.1 Definizione

*“Con il termine delisting si indica la cancellazione di un titolo azionario dal listino di un mercato organizzato. Il titolo in oggetto cesserà quindi di essere negoziato tramite le procedure e le regole fissate dalla Borsa.”*² (Geranio, 2004).

La parola *delisting* deriva dal termine *listing*, il quale indica l'esatta situazione opposta, ovvero l'inserimento di uno strumento finanziario all'interno del listino dei titoli quotati di un determinato mercato azionario.

Borsa Italiana S.p.A. è la società che si occupa della regolamentazione e della gestione del mercato finanziario italiano, comunemente noto come Borsa di Milano, e, in particolare, si occupa dell'ammissione, della sospensione e dell'esclusione di strumenti ed operatori finanziari dalle negoziazioni.³ La funzione di vigilanza è invece esercitata dalla Consob⁴ e dalla Banca d'Italia. In Italia l'ammissione di un titolo al listino spetta dunque a Borsa Italiana, ed è subordinata al possesso, con riferimento all'emittente e allo strumento oggetto di quotazione, di una serie di requisiti minimi formali e sostanziali.

² Geranio, *I delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze*, Newfin Working Paper, 2004.

³ <https://www.Borsaitaliana.it/>

⁴ La Consob, acronimo di Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, è un'autorità amministrativa indipendente istituita con la legge 7 giugno 1974, n.2016. Essa è l'ente volto alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano.

Le motivazioni che possono portare una società a quotarsi in Borsa sono innumerevoli⁵, tra queste vi è sicuramente la possibilità di finanziare la crescita ampliando e diversificando le proprie fonti finanziarie, di accrescere la visibilità, la credibilità ed il prestigio aziendali a livello internazionale, di migliorare lo standing creditizio della società nei confronti di fornitori e investitori, nonché quella di attrarre risorse qualificate e di uno strumento addizionale di incentivazione e motivazione del management e dei dipendenti.

Con il termine *delisting*, invece, si fa riferimento al processo attraverso il quale una società, precedentemente quotata, abbandona volontariamente o viene rimossa definitivamente dal listino della Borsa Valori in cui le sue azioni sono scambiate e, di conseguenza, i suoi titoli non saranno più oggetto di negoziazione in quel mercato.

In senso ampio si può quindi definire il *delisting* come il risultato di un insieme di azioni che porta alla revoca definitiva di un titolo azionario dalla quotazione.

1.1.2 Fattispecie di *delisting*

Il fenomeno del *delisting* si presenta come un fenomeno molto complesso e fortemente differenziato: la revoca dalla quotazione, infatti, può collegarsi ad una varietà molto ampia di casi ed operazioni, ciascuna delle quali mostra dinamiche specifiche e peculiari con riferimento alle cause, ai soggetti coinvolti, alle soluzioni tecniche adottate, la cui combinazione comporta effetti differenti sull'economia della società delistata e sui rapporti con gli stakeholder (Onesti et al., 2012).

Al fine di fare chiarezza tra le diverse operazioni che portano al *delisting*, all'interno del presente paragrafo si procederà ad una disamina delle principali fattispecie di *delisting* emerse dall'analisi della letteratura di riferimento.

Nella prassi finanziaria e nella letteratura vengono utilizzate numerose espressioni (*going private*, *public-to-private transaction*, *going dark*) per indicare specifiche operazioni che rientrano nell'ampio concetto di *delisting*. Essendo quindi un'operazione

⁵ Le motivazioni teoriche al *delisting* verranno ampiamente trattate all'interno del secondo paragrafo del presente capitolo.

multiforme che raggruppa transazioni eterogenee tra loro, il *delisting* è un fenomeno difficilmente classificabile in categorie omogenee.

Nonostante tali difficoltà di inquadramento, la letteratura è solita distinguere tra *delisting* involontari e volontari (Macey *et al.*, 2008)⁶.

Il *delisting* involontario, anche detto *delisting* forzoso, si manifesta ogni qualvolta è l'istituzione regolatrice del mercato a deliberare la revoca del titolo dalle negoziazioni. Le fattispecie possibili sono principalmente due: la cessazione dell'attività (per fallimento o liquidazione) della società quotata o, più comunemente, la mancata *compliance* nei confronti dei regolamenti specifici a cui ogni società deve adempiere per rimanere nel listino (mancanza dei requisiti minimi). I *delisting* forzosi si distinguono dagli altri in quanto la società e i suoi azionisti subiscono involontariamente gli effetti della revoca dalla quotazione. Tale fattispecie di *delisting* è più ricorrente nei mercati anglosassoni, e in particolare in quelli statunitensi, in quanto la normativa vigente, assai rigorosa, prevede requisiti rigidi da rispettare per poter mantenere lo *status* di impresa quotata.

Il *delisting* volontario, al contrario, si verifica quando è la stessa società quotata che, per scelta del *management* e della proprietà, decide di abbandonare la quotazione. Questa è la fattispecie predominante nei mercati borsistici dell'Europa continentale, caratterizzati da normative meno stringenti rispetto a quelli anglosassoni.

Secondo Martinez e Serve (2017) il *delisting* volontario può essere a sua volta distinto in due macrocategorie: “*delisting with no subsequent trading*” e “*delisting with subsequent trading*”.

La prima categoria comprende tutte le operazioni che hanno come obiettivo il *delisting* della società quotata; per fare riferimento a queste operazioni la letteratura utilizza due espressioni che provengono dal mondo anglosassone: “*Public to Private Transaction*”

⁶ Macey, O'Hara, Pompilio: Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process; The Journal of Law and Economics - Novembre 2008.

(PTP)⁷ e "Going Private Transaction" (GPT).⁸ Le *going private transaction* possono essere realizzate mediante diverse tecniche ed è interessante sottolineare il fatto che in questi casi il *delisting* si presenta come effetto indiretto di un'altra operazione, che ha formalmente un altro obiettivo.

Le GPT possono avvenire come risvolto naturale a seguito di un'acquisizione (takeover), di una fusione con una società non quotata o di un'Offerta Pubblica d'Acquisto (OPA)⁹.

Quando l'acquisizione viene compiuta da una società non quotata appositamente creata ricorrendo prevalentemente al capitale di debito per finanziare il valore d'acquisto, l'operazione prende il nome di "*Leveraged-Buy-Out*" (LBO).

Quando l'acquisizione viene compiuta dai *manager* interni alla società, l'operazione prende il nome di "*Management-Buy-Out*" (MBO); viceversa il "*Management-Buy-In*" (MBI) si verifica quando a compiere l'acquisizione che determina la fuoriuscita dal mercato borsistico sono *manager* esterni alla società.

Quando ad acquistare la società quotata e decretare la sua revoca dal listino è un investitore istituzionale, come ad esempio un fondo di *private equity*, l'operazione viene detta "*Institutional Buy-Out*" (IBO).

Il fenomeno del LBO è largamente diffuso negli Stati Uniti e nel Regno Unito mentre in Europa la maggior parte delle società che decidono di abbandonare volontariamente la Borsa lo fa attraverso il "*Buyout Offer with squeeze-out*" (BOSO)¹⁰.

⁷ Il termine *Public-to-private*, nota anche come transazione da pubblico a privato, fa riferimento ad una circostanza in cui una società quotata viene venduta ad un investitore privato e le sue azioni vengono ritirate dal mercato azionario; il termine Ptp può quindi essere considerato un sinonimo di *going private transaction*.

⁸ Le espressioni *going private transaction* e *public-to private transaction*, associate al concetto di *delisting* in senso ampio, si riferiscono a transazioni organizzate da un gruppo di investitori, spesso guidata da *insider* della società, volte all'acquisizione dell'intero capitale azionario della società quotata, determinando indirettamente il delisting di quest'ultima per mancanza di flottante (Lehn e Poulsen, 1989).

⁹ "L'OPA è un'operazione di Borsa mediante la quale una persona fisica o giuridica dichiara pubblicamente agli azionisti di una società quotata di essere disposta a comprare i loro titoli a un prezzo superiore a quello di Borsa, per acquisire o rafforzare il proprio controllo sulla società in questione (*definita società bersaglio*)". (Treccani)

¹⁰ Con il termine inglese *squeeze out* si indica un istituto giuridico che, sotto determinate condizioni, attribuisce il diritto di acquisto sulle azioni residue in seguito alla promozione di un'OPA totalitaria.

Nella pratica si può osservare che, nella maggior parte dei casi, queste operazioni si realizzano grazie all'utilizzo di una *shell company*¹¹, ovvero di una società creata appositamente per portare a termine l'acquisizione o la fusione.

La seconda categoria, identificata con il termine "*delisting with subsequent trading*", comprende tutte le transazioni con cui una società esce da un mercato regolamentato ma le sue azioni continuano ad essere scambiate in un altro mercato, estero o non regolamentato. La decisione di uscire dalla Borsa, quindi, non implica necessariamente che le azioni della società smettano di essere negoziate.

Appartengono a questa categoria il *cross-delisting*¹² e il *going dark* (o *deregistration*).

Il termine *cross-delisting* indica le operazioni attraverso le quali una società, inizialmente quotata in più mercati, decide di ritirarsi da uno o più di essi e di focalizzarsi su uno in particolare, spesso su quello caratterizzato da una normativa meno stringente, che richiede *standard* di quotazione meno severi.

Il fenomeno del *going dark* si riferisce invece al caso in cui una società decida volontariamente di abbandonare la Borsa, per poi continuare a scambiare i propri titoli su mercati non regolamentati¹³, anche identificati con il termine *Over The Counter* (mercati OTC). I mercati OTC¹⁴ sono mercati non regolamentati e decentralizzati all'interno dei quali è possibile negoziare e acquistare strumenti finanziari che non figurano nei listini di Borsa. Fra i più noti mercati OTC ci sono il Nasdaq, il Forex e piattaforme per lo scambio di *asset* innovativi come, ad esempio, le criptovalute.

¹¹ "*A shell corporation is a corporation without active business operations or significant assets*". (Investopedia)

¹² Il termine *cross-delisting* deriva dal *cross-listing*. "Il *cross-listing* è l'operazione finanziaria in cui una società, già quotata sul mercato domestico, *primary listing*, decide di quotarsi anche su una seconda piazza finanziaria, *secondary listing*. In questa situazione ci troveremo di fronte alle stesse azioni, ma quotate in due diversi mercati. Gli anni Novanta sono stati caratterizzati da grandi ondate di *cross-listing*, con l'obiettivo delle società di espandere la propria presenza nei mercati internazionali e dare uno slancio importante al proprio processo di crescita."

¹³ "*Un mercato non regolamentato è un luogo, fisico o virtuale, in cui gli operatori si incontrano al fine di collocare, scambiare o rimBorsare valori mobiliari. L'assenza di regolamentazione riguarda il fatto che il funzionamento di tale mercato, i titoli e gli operatori ammessi non sono assoggettati alla disciplina specifica e alla autorizzazione delle Autorità di Vigilanza in materia di Mercati Regolamentati e non sono iscritti nell'apposito albo.*" (Borsa Italiana)

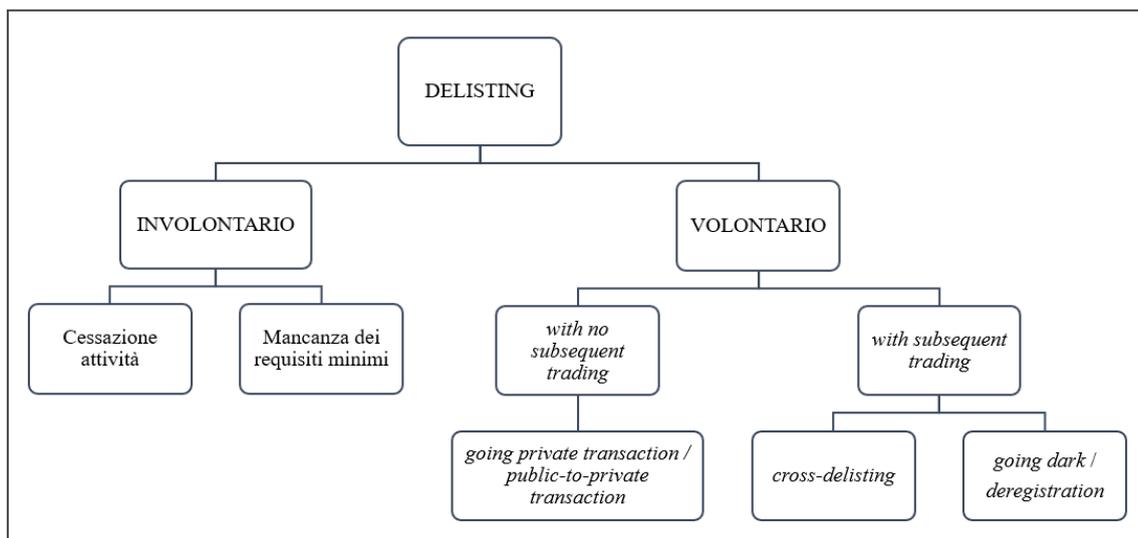
¹⁴ La quotazione nei mercati non regolamentati avviene secondo il principio di incontro tra domanda e offerta; per questo motivo il valore dei titoli cambia continuamente e in maniera decorrelata rispetto all'andamento delle borse mondiali. Questi mercati si caratterizzano quindi per una maggiore volatilità e libertà di contrattazione.

Non rientra nella fattispecie di *going dark* la scelta di una società quotata di spostarsi da un mercato all'altro, anche all'interno della stessa Borsa (come, ad esempio, passare dal mercato primario al secondario), per godere di una normativa meno stringente.

In sintesi, le *going private transaction* (o *public-to-private transaction*) si distinguono dalle operazioni di *going dark* e *cross-delisting* in quanto con le prime la società decide di non negoziare più le sue azioni con il pubblico mentre con le seconde la società decide di uscire dai mercati regolamentati per continuare a scambiare i propri titoli in mercati non regolamentati (solitamente OTC).

Il diagramma riportato nella figura sottostante sintetizza le fattispecie di *delisting* analizzate nel presente paragrafo.

Figura 1.1: Fattispecie di *delisting*.



Fonte: elaborazione personale.

1.1.3 *Delisting waves*

Per quanto il *delisting* risulti oggi un tema estremamente attuale, non si tratta di un fenomeno nuovo, bensì radicato nel tempo.

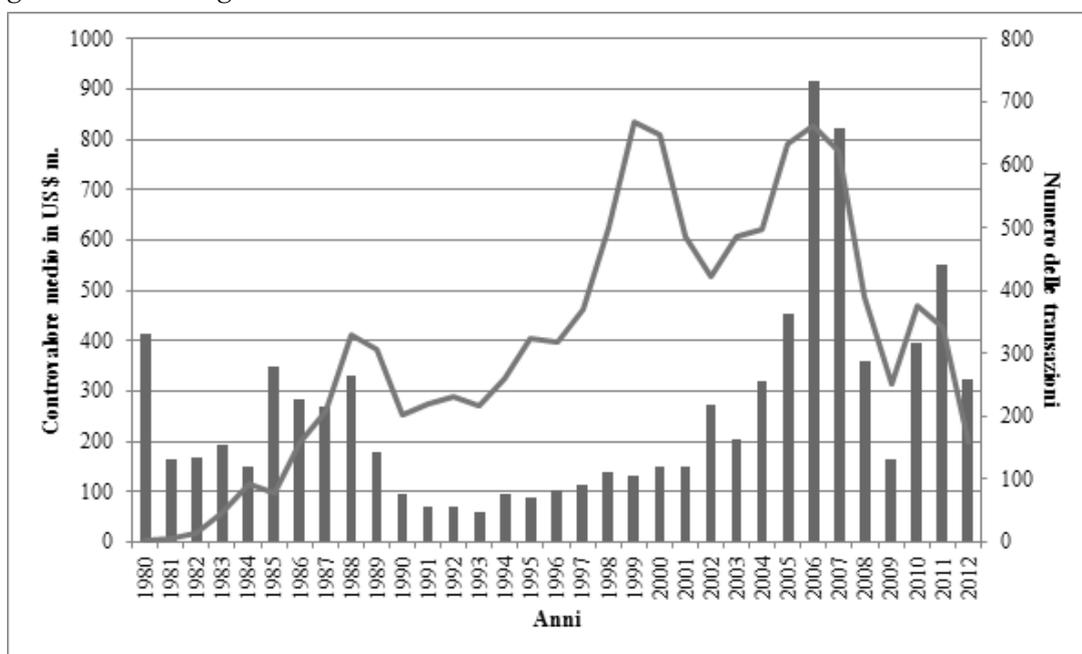
Il *going private*, infatti, ha iniziato a manifestarsi per le prime volte negli Stati Uniti a partire dalla metà degli anni '70, ma è diventato un fenomeno comune sia negli Stati Uniti che in Europa solo a partire dagli anni '90.

Da allora ci sono state due importanti manifestazioni storiche di questo fenomeno che, per la loro portata, prendono il nome di “*ondate di delisting*”, anche note con il termine inglese *delisting waves* o *going private waves*.

Come emerge dalla figura 1.2, l'andamento dei *delisting* può essere riassunto in due grandi ondate: la prima ha inizio nel 1980 e si conclude con la crisi dei *junk bonds* nel 1989; la seconda ha inizio alla fine degli anni '90 e si conclude con gli inizi della crisi finanziaria del 2008.

Dopo il 2008 il fenomeno ha registrato un andamento pressoché regolare e non si sono verificati degli incrementi tali da poter parlare di nuove “ondate”.

Figura 1.2: *Delisting waves*.



Fonte: Del Giudice (2012)¹⁵.

¹⁵ Del giudice, A., *Going Private Transaction. Perché le società abbandonano la Borsa*, Milano, FrancoAngeli, 2012.

Gli istogrammi presenti nel grafico in figura 1.2 indicano l'ammontare medio delle transazioni di *going private* realizzate durante l'anno, mentre la linea indica il numero complessivo delle transazioni.

Come si può notare dal grafico, il numero delle transazioni di *delisting* ha registrato un'impennata a partire dalla metà degli anni '80 fino alla fine del decennio. Durante la seconda ondata, iniziata a partire dal 1997, sono stati rilevati due picchi per quanto concerne la numerosità delle transazioni, rispettivamente nel 1999 e nel 2006; i valori medi molto più elevati registrati nel 2006 e nel 2007 sono dovuti ad alcune acquisizioni di dimensione anomala.

Queste due grandi ondate storiche di *delisting* presentano caratteristiche profondamente diverse fra loro sia in termini di mercati di riferimento, sia per quanto riguarda le motivazioni alla base delle transazioni che hanno riguardato società dalle caratteristiche quasi opposte.

La prima ondata di *delisting* ha interessato prevalentemente gli Stati Uniti; tra il 1982 e il 1989 il 57% delle società statunitensi quotate in Borsa è diventato *target* di acquisizioni (principalmente ostili) o è stato oggetto di *restructuring*¹⁶ (Mitchell e Mulherin, 1996)¹⁷.

Il fenomeno del *delisting* raggiunge rapidamente anche la Borsa di Londra, dove, nel 1985, si registra il primo caso di acquisto da parte del *management*; l'ondata britannica, anche se di dimensioni più ridotte, presenta le stesse caratteristiche di quella statunitense.

La prima ondata di *delisting* ha avuto come oggetto società che presentavano tre caratteristiche principali: si trattava di grandi *corporation* mature, con ingenti flussi di cassa a disposizione e poche opportunità di crescita.

¹⁶ Con il termine ristrutturazione si fa riferimento al "complesso delle decisioni e delle azioni con cui si dà nuova struttura organizzativa a enti o imprese economiche, in relazione a determinate nuove o mutate esigenze. La crescente competizione sui mercati [...] comportano il continuo adattamento dell'azienda al mutato ambiente di riferimento." (Treccani)

¹⁷ Mitchell e Mulherin, *The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity*, Report, 1996.

Secondo Jensen¹⁸, la motivazione prevalente di quelle transazioni era legata alla riduzione dei costi di agenzia¹⁹ originati dalla divergenza di interessi tra proprietà e controllo, che risultano particolarmente onerosi nelle società ad azionariato diffuso tra il pubblico, in cui si ha una netta separazione tra management e proprietà. Al contrario, nelle società che presentano una struttura proprietaria ristretta o addirittura chiusa, per gli azionisti è più facile controllare l'operato degli amministratori e, di conseguenza, i costi di agenzia sono ridotti o del tutto inesistenti.

All'inizio degli anni '80 i costi di agenzia erano diventati insostenibili in un periodo storico in cui, per poter fronteggiare la crescente competizione globale e la modernizzazione tecnologica, erano fondamentali un corretto uso delle risorse e una maggiore attenzione al *core business* societario.

I *going private* degli anni '80 avevano quindi l'obiettivo di utilizzare i flussi di cassa disponibili al fine di ristrutturare la società e migliorare la sua posizione competitiva attraverso il taglio dei costi, l'aumento della focalizzazione sul *core business* al fine di creare valore, la dismissione di attività non strategiche, il *downsizing* dei grandi gruppi conglomerati: tutti obiettivi che, come sostenuto da Del Giudice (2012), sono più facilmente perseguibili in seguito al *delisting* in quanto quest'ultimo garantisce “*la tranquillità di operare tagli senza la pressione del mercato azionario e delle sue esigenze informative*”.

Negli anni '80 il principale veicolo di realizzazione delle transazioni PtP è stato il *leveraged buyout* (LBO)²⁰, ovvero un'operazione in cui una società non quotata creata ad *hoc* acquista la società quotata (che, di conseguenza, viene eliminata dal listino) utilizzando ingenti prestiti²¹ garantiti dall'attivo della società acquisita, per poi fondersi con la società acquisita incorporandola.

¹⁸ Questa motivazione è stata sostenuta da Jensen in numerosi scritti (1986, 1988, 1989a, 1989b) e ha trovato ampio riscontro anche nella letteratura empirica successiva.

¹⁹ Un costo di agenzia è un tipo di spesa aziendale interna, che deriva dalle azioni di un *agent* che agisce per conto di un *principal*. Di conseguenza i costi di agenzia si manifestano in una società ogni volta che chi gestisce l'impresa (*agent*) non è il proprietario del capitale di rischio.

²⁰ “*Il leveraged buyout è una tecnica di acquisto di una partecipazione (totalitaria o di controllo) di una società, di un'azienda, di un ramo d'azienda o di un gruppo di attività (target), che ha come caratteristica quella di ricorrere al debito per finanziare la maggior parte del valore di acquisto.*” (Treccani)

²¹ Negli anni '80 il ricorso al debito per finanziare le operazioni di buyout era incentivato da un costo del capitale molto contenuto.

Ciò che in quegli anni spinse il mercato degli LBO fu l'introduzione dei *junk bond*, ovvero delle obbligazioni ad alto rischio che servivano a finanziare le acquisizioni. Dalla fine degli anni '80 si ebbero i primi segnali di debolezza e cedimento da parte del mercato dei *junk bond*; la successiva crisi di questi titoli determinò la fine della prima ondata di *delisting*.

La tendenza al *delisting* è diminuita fino alla fine degli anni '90, quando una seconda ondata di *delisting* ha interessato sia gli Stati Uniti sia l'Europa.

Rispetto al Regno Unito, il fenomeno si manifesta nell'Europa Continentale in maniera meno pronunciata, sia per quanto riguarda il numero di transazioni sia per l'entità di queste ultime. Tra il 1995 e il 2005, il 25% delle società quotate in Europa è stato oggetto di *delisting* tramite LBO, per un ammontare totale di 28 miliardi di euro (Macey *et al.*, 2008).²²

La letteratura ha fornito diverse motivazioni per cercare di giustificare questa differenza di entità. In *primis* ciò è dovuto al fatto che, in questi mercati, il fenomeno ha attecchito da meno tempo rispetto alle borse anglosassoni (le quali hanno già sperimentato il fenomeno durante la prima ondata verificatasi negli anni '80). Un secondo motivo è legato al fatto che in Europa le società di *private equity*²³ erano più riluttanti ad intraprendere il rischioso e costoso processo di *delisting*. Inoltre, anche l'approccio culturale ha inciso su tale differenza: a titolo esemplificativo, i *manager* tedeschi di solito sono più riluttanti a quotare in Borsa le loro società in quanto non sono soliti riconoscere i vantaggi derivanti dalla quotazione; viceversa quelli italiani ambiscono alla presenza del proprio titolo nel listino e, per questo motivo, sono meno propensi al processo di *delisting*.

Infine, anche gli aspetti legali giocano un ruolo fondamentale: nel Regno Unito le normative legali e fiscali sono più favorevoli ad operazioni di LBO rispetto all'Europa e, di conseguenza, ne facilitano la diffusione.

²²Macey, O'Hara, Pompilio, *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*, The Journal of Law and Economics, Novembre 2008.

²³ "Il *private equity* è una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita (*high growth companies*) effettuata prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in Borsa." (Borsa Italiana)

La seconda ondata, inquadrabile nel decennio che precede la crisi finanziaria (1997-2007), presenta caratteristiche profondamente diverse rispetto alla precedente.

In primo luogo, non si tratta più di un fenomeno esclusivamente anglosassone; i *delisting* si diffondono rapidamente anche nell'Europa continentale. In secondo luogo, le società che, durante questa seconda ondata, optano per un *going private* hanno caratteristiche per alcuni versi opposte rispetto a quelle protagoniste dell'ondata precedente: si tratta di società giovani, spesso ad azionariato concentrato, di dimensione contenuta, con scarsi flussi di cassa disponibili ed elevate opportunità di crescita (Del Giudice, 2012).

Infine, la letteratura scientifica che individuava la teoria dell'agenzia come *ratio* principale alla base della prima ondata di *delisting* si rivela un modello interpretativo scarsamente applicabile a queste recenti transazioni.

Le società che presentano le caratteristiche precedentemente descritte riscontrano non poche difficoltà ad attirare l'attenzione degli investitori, specialmente di quelli istituzionali. Le motivazioni di questa mancanza di interesse sono riconducibili, in primo luogo, alla scarsa visibilità delle società più piccole e, inoltre, al fatto che gli investitori istituzionali sono sempre meno orientati a detenere partecipazioni azionarie rilevanti per un periodo di tempo medio-lungo.

La mancanza di interesse da parte degli investitori riduce la liquidità dei titoli quotati e, di conseguenza, anche il loro valore; ciò impedisce alla società di finanziare la crescita in modo alternativo all'uso del debito.

In ragione dei costi sostenuti per il mantenimento del titolo in un listino, l'impossibilità di fruire dei benefici relativi rende razionale la decisione di un *going private* (Bharat e Dittmar, 2010).

La recente ondata di *delisting* è spesso promossa da *insider* della società, cioè *manager* o azionisti di controllo che, non potendo godere dei benefici attesi dalla quotazione a causa della sottovalutazione del titolo, mirano a rilevare l'intero capitale azionario, con conseguente cancellazione del titolo dal listino, e a continuare l'attività d'impresa in forma non quotata.

Come afferma Del Giudice: “attraverso tale opzione, le società cercano dei partner finanziari più adeguati a sostenere la crescita economica dell’impresa, come ad esempio i fondi di private equity” (Del Giudice, 2012).

La sottovalutazione percepita dal *management* si rivela quindi uno degli elementi più importanti alla base delle transazioni che, durante la seconda ondata, hanno condotto al *going private*.

Un esempio emblematico a supporto di questo assunto è la dichiarazione rilasciata dal CEO di Wainhomes Plc, il quale al momento del *delisting* della società verificatosi nel 1999 ha affermato quanto segue: “ci sentiamo non voluti e non graditi. C’è stato un disinteresse degli investitori nei confronti delle azioni di società di piccola dimensione negli scorsi due o tre anni. Questo ha reso più difficile finanziare l’espansione o le acquisizioni attraverso l’emissione di nuove azioni, che rimane uno dei principali motivi che ci hanno spinto alla quotazione” (Financial Times, 4 marzo 1999).

La tabella seguente contiene una sintesi delle principali caratteristiche di queste due ondate storiche di *delisting*.

Tabella 1.1: Caratteristiche chiave delle due maggiori ondate di *delisting*.

Periodo	Area geografica	Motivazioni	Caratteristiche delle società	Modalità
1980-1989	USA, UK	Riduzione dei costi di agenzia	Società grandi, mature, con ingenti flussi di cassa, ad azionariato frammentato, scarse opportunità di crescita	LBO
1997-2008	USA, Europa	Sottovalutazione percepita del titolo	Società medio-piccole, giovani, con scarsi flussi di cassa, ad azionariato concentrato, elevate opportunità di crescita	LBO, MBO, MBI, BOSO

Fonte: elaborazione personale.

L'evidenza che il *delisting* si manifesta ad ondate è stata teorizzata da Helwege e Liang (2004), i quali hanno formulato la teoria del “*cold and hot market*”. Secondo questi due studiosi, nei periodi in cui i mercati sono caratterizzati da *trend* positivi (*hot market*) si registra un numero più elevato di IPO (acronimo di *initial public offer*); viceversa,

quando i mercati si trovano a fronteggiare periodi negativi (*cold market*), i *delisting* aumentano.

In altre parole, questa teoria presuppone che quando l'economia si trova in una fase di espansione, le aziende stimano per i propri progetti *cash flow*²⁴ più elevati, gli investitori sono più ottimisti e, di conseguenza, le aziende sono più incentivate alla quotazione.

Viceversa, il maggior numero di *delisting* che si registra nelle fasi di crisi e incertezza delle borse può essere spiegato dal fatto che durante questi periodi i mercati finanziari sono tendenzialmente contraddistinti da prezzi bassi e sottovalutazioni dei titoli azionari.

Inoltre, secondo Ritter e Loughran (1994)²⁵, le società che, guidate da opportunismo gestionale e irrazionalità degli investitori che tendenzialmente caratterizzano le fasi di espansione, decidono di quotarsi sono le prime che avranno una maggiore probabilità di fronteggiare un *delisting* non appena i mercati saranno in ribasso, in quanto in fase di IPO non sono state selezionate sulla base della loro qualità.

²⁴ Con il termine *cash flow* (in italiano flussi di cassa) si fa riferimento ai flussi monetari, ovvero alla differenza tra le entrate e le uscite di cassa di un'azienda o di un progetto in un determinato periodo di analisi.

²⁵ Loughran, Ritter, Initial public offerings:international insights, Paper, 1994.

1.2 Trade-off tra rimanere in Borsa e abbandonarla

L'obiettivo del presente paragrafo è quello di analizzare e comprendere quali sono le principali motivazioni che portano le imprese a rinunciare volontariamente alla quotazione. Per fare ciò in un primo momento si richiameranno le principali ragioni che inducono le imprese a quotarsi sui mercati regolamentati e, successivamente, si approfondiranno i principali svantaggi legati alla quotazione in Borsa al fine di far emergere il *trade-off* esistente tra costi e benefici riconducibili al *going public*.

1.2.1 Perché quotarsi in Borsa? I vantaggi teorici della quotazione

Una letteratura teorica ben sviluppata e consolidata, basata principalmente sull'analisi costi-benefici, spiega perché le imprese decidono quotarsi in Borsa attraverso una IPO (*Initial Public Offer*).

I principali vantaggi della quotazione in Borsa riguardano in primo luogo l'aspetto finanziario. Il mercato borsistico costituisce un canale diretto per l'impresa quotata per raccogliere nuove risorse finanziarie a titolo di capitale proprio, rivolgendosi direttamente agli investitori. Ciò consente loro di ampliare le proprie possibilità di finanziamento, in genere circoscritte al solo credito bancario e alle risorse inizialmente conferite dall'azionariato originario.

La possibilità di reperire nuovi capitali al fine di finanziare piani di investimento e crescita consente all'impresa di ridurre, in un'ottica di lungo periodo, il suo livello di indebitamento, in quanto non dipende unicamente dalle forme di finanziamento a titolo di debito. La quotazione rende quindi possibile la diversificazione delle fonti di finanziamento e una maggiore ripartizione dei rischi di impresa.

Il minor livello di indebitamento, unito ad un più alto grado di affidabilità (dovuto alla maggior disponibilità di informazioni sull'impresa quotata grazie alla *disclosure* del prospetto informativo) e al facile accesso al capitale di rischio, sono tutti elementi che

consentono all'impresa quotata di esercitare un maggior potere contrattuale nelle trattative con gli istituti di credito, con un conseguente calo del WACC²⁶.

“In sintesi quindi dal punto di vista finanziario la quotazione dovrebbe consentire a un'impresa di raccogliere maggiore disponibilità di capitale ad un costo mediamente inferiore.” (Geranio, 2004).

I benefici derivanti dalla quotazione non attengono esclusivamente alla sfera finanziaria; sono numerosi, infatti, i vantaggi per le imprese quotate dal punto di vista strategico.

In primo luogo, l'impresa quotata acquista un *pricing* di mercato, vale a dire un valore ritenuto significativo e generalmente considerato “oggettivo” in quanto condiviso da un'ampia comunità finanziaria. Tale valore attribuisce un maggior potere contrattuale nelle trattative per operazioni di finanza straordinaria ma, talvolta, può rappresentare anche un fattore di penalizzazione in quanto, durante le fasi di *trend* borsistico negativo, il valore del singolo titolo viene spesso trainato al ribasso dall'andamento generale del mercato, nonostante l'impresa sia caratterizzata da dati societari positivi (Geranio, 2004).

Un ulteriore effetto derivante dal *going public* è la liquidabilità dei titoli, vale a dire la possibilità di negoziare le azioni in un mercato regolamentato in cui, teoricamente, è sempre possibile trovare una controparte con la quale scambiare il titolo a condizioni prossime al prezzo di mercato. Grazie alla liquidabilità delle azioni è possibile utilizzare queste ultime come strumento di pagamento, come spesso accade nelle fusioni, oppure come garanzia in operazioni di raccolta di finanziamenti. Come sostenuto da Geranio (2004), il capitale proprio di un'impresa quotata in Borsa diventa esso stesso uno strumento per concretizzare la strategia dell'impresa.

Inoltre, secondo Röel (1996), uno dei benefici più importanti che l'impresa ricava dall'ingresso sui mercati regolamentati è l'effetto immagine. Il *listing* aumenta la visibilità e la reputazione dell'impresa in quanto presuppone la volontà di quest'ultima di mostrarsi in modo trasparente al mercato. Lo *status* di azienda quotata in Borsa rappresenta infatti un segnale di affidabilità per clienti e fornitori (Stoughton e Zechner,

²⁶ Con il termine WACC (acronimo di Weighted Average Cost of Capital) si intende il costo medio ponderato del capitale.

1998); si può dunque affermare che l'adesione al listino offre in qualche modo una certificazione della qualità intrinseca dell'impresa.

La quotazione in Borsa può anche essere vista come un evento di *marketing* in quanto consente all'emittente di farsi conoscere e far conoscere i propri prodotti e servizi. L'effetto immagine dovuto alla quotazione può infatti avere delle importanti ricadute commerciali sull'impresa; ciò è principalmente dovuto al fatto che la diffusione del suo nome a seguito della quotazione stimola l'interesse di potenziali nuovi clienti e rafforza la fedeltà di quelli già presenti nel portafoglio. Non è un caso che le aziende scelgono di quotarsi sul mercato del principale paese di riferimento per i propri prodotti (mercati *target*).

La quotazione offre vantaggi anche dal punto di vista operativo in quanto permette la realizzazione di programmi di incentivazione del *management* e del personale (*Employee Stock Plans* o ESOP) che, teoricamente, dovrebbero facilitare il *recruitment* e la motivazione delle migliori risorse umane disponibili sul mercato che, per ragioni di prestigio, potrebbero preferirla rispetto alle imprese non quotate (Draho, 2010).

Inoltre, l'impresa che decide di quotarsi in Borsa deve necessariamente effettuare una revisione della struttura informativa aziendale e dotarsi di un efficace sistema di controllo interno, al fine di produrre la documentazione necessaria al soddisfacimento degli obblighi informativi previsti per le società quotate; da ciò deriva un ulteriore beneficio per il management, il quale dispone di molte informazioni aggiornate fondamentali al fine di perseguire gli obiettivi aziendali.

L'impresa quotata è tenuta a comunicare al mercato i piani di investimento che intende effettuare; ciò obbliga il *management* della stessa a riflettere e quantificare le prospettive future al fine di definire una chiara visione strategica che sia condivisa tra le principali figure aziendali.

Geranio (2004) sostiene che la quotazione può rappresentare una soluzione ai problemi di successione imprenditoriale di tutte le imprese familiari in cui l'imprenditore che intende ritirarsi non dispone di eredi disposti a continuare l'operato nell'azienda di famiglia.

Infine, visto l'importante valore generato dalla quotazione in Borsa per il sistema economico, numerosi Paesi hanno introdotto degli incentivi e sgravi fiscali per le imprese quotande²⁷.

La tabella seguente riassume i principali vantaggi derivanti dalla quotazione in Borsa.

Tabella 1.2: Principali vantaggi teorici della quotazione.

Vantaggi	Riferimenti bibliografici
Canale diretto di raccolta di capitale di rischio	Holmström e Tirole (1993); Carpenter e Petersen (2002)
Maggiore potere contrattuale verso le banche	Pagano et al. (1998)
Minore costo del capitale	Röell (1996)
Possibilità di fare acquisizioni con concambio azioni	Brau e Fawcett (2006)
Leva di <i>marketing</i>	Giorgino et al. (2001)
Migliore immagine verso clienti e fornitori	Stoughton e Zechner (1998)
Attrazione di <i>manager</i> talentuosi	Draho (2010)
Managerializzazione dell'impresa	Mello e Parsons (2000)
Maggior valore dei piani di <i>stock option</i>	Draho (2010)
Migliore controllo di gestione interno	Giorgino et al. (2001)
Ruolo di <i>monitoring</i> e 'disciplina' del mercato	Pagano e Röell (1998)
Detrazioni fiscali e crediti d'imposta	Giudici e Paleari (2000)

Fonte: Quaderni di ricerca Intermonte (2022).

²⁷ A titolo esemplificativo si ricorda che i costi sostenuti per la quotazione in Borsa sono fiscalmente deducibili.

1.2.2 Perché uscire dalla Borsa? Le principali motivazioni al *delisting* volontario

Le diverse motivazioni che sottendono all'operazione di privatizzazione di una società dal mercato borsistico sono state approfondite dalla letteratura finanziaria a partire dagli anni '80, a seguito della prima grande ondata di *delisting* verificatasi negli Stati Uniti.

Bharath e Dittmar (2010)²⁸ affermano che, siccome le teorie relative a costi e benefici del *listing* sono teorie di tipo *trade-off*, queste teorie possono essere utilizzate anche per spiegare le ragioni alla base dei *delisting* volontari. Secondo Martinez e Serve (2011) una società opta per il *delisting* quando i costi derivanti dalla quotazione superano i benefici della permanenza sul listino. DeAngelo e collaboratori (1984) evidenziano che il *going private* genera dei guadagni per la società delistata grazie ad una riduzione dei costi di quotazione e all'introduzione di una struttura proprietaria che accresce gli incentivi per i *manager*.

Seguendo l'esempio di Djama *et al.* (2012) è possibile classificare le principali motivazioni del *delisting* volontario in tre categorie di incentivi: motivazioni tradizionali, motivazioni legate alla teoria dell'agenzia e motivazioni legate alla struttura finanziaria.

Mentre le motivazioni tradizionali sono comuni a tutti i *delisting* volontari, gli incentivi legati alla teoria dell'agenzia e alla struttura finanziaria potrebbero differire a seconda dell'area geografica e della fattispecie di *delisting*. Gli incentivi che non trovano collocazione nella categorizzazione sopracitata ma che sono emersi dalla letteratura analizzata verranno riportati in una categoria residuale chiamata "altri incentivi".

1.2.2.1 Incentivi tradizionali

La prima categoria viene anche identificata con il nome *incentive related*, in quanto fa riferimento alle motivazioni legate ai costi e ai benefici diretti dell'operazione di *delisting*.

²⁸ Bharath, Dittmar, *Why do firms use private equity to opt out of public markets*, Research, 2010.

In questa sezione si presentano gli incentivi tradizionali comuni a tutti i delisting volontari, correlati, da una parte, all'aumento dei costi della quotazione e, dall'altra, alla riduzione dei benefici derivanti dalla permanenza nel listino (*trade-off* costi benefici).

Nel momento in cui una società decide di quotarsi in Borsa si trova a dover affrontare una serie di costi al fine di poter scambiare le proprie azioni all'interno di un mercato regolamentato; di conseguenza, il primo incentivo al *delisting* volontario è quello di ridurre i costi sostenuti dall'impresa quotata.

L'impresa quotata deve sostenere ingenti costi diretti e indiretti.

I primi costi diretti da sostenere in seguito alla presentazione dell'IPO²⁹ sono le commissioni di sottoscrizione da corrispondere alla banca per la collocazione del titolo all'interno del listino, a cui si sommano le commissioni di Borsa annuali imposte dalla società che gestisce il mercato regolamentato, i costi di negoziazione e quelli volti a mantenere un buon rapporto con gli investitori. A queste voci di costo si sommano i costi necessari alla riorganizzazione interna della società quotanda, la quale dovrà investire nella creazione di un ufficio di *Investor Relation* e nell'assunzione e formazione di personale destinato al controllo di gestione. A tal proposito Geranio (2004) sostiene che tale riorganizzazione non può fermarsi alla sola creazione di un nuovo ufficio all'interno dell'organigramma aziendale, ma deve invece corrispondere ad un vero e proprio cambio di mentalità all'interno della società.

Tra i costi indiretti vi sono tutti i costi che le società quotate devono sostenere per sottostare a determinati requisiti di trasparenza, ovvero per la predisposizione di bilanci e rendiconti infrannuali (trimestrali e semestrali)³⁰ richiesti dall'ente regolatore del mercato, affinché gli investitori possano conoscere la situazione economico-patrimoniale della società quotata in ogni momento. Ne consegue che, più la regolamentazione di un mercato è stringente, più tali adempimenti informativi risultano onerosi per le imprese quotate in quel listino.

²⁹A questi costi si aggiungono gli ingenti costi di consulenza finanziaria e legale per la strutturazione dell'IPO e per la redazione del prospetto informativo da presentare al mercato.

³⁰ A tal proposito incidono notevolmente anche i costi di *auditing* e di revisione dei conti. Le società quotate e le S.p.A che fanno ricorso al capitale di rischio sono infatti tenute ad affidare il controllo contabile ad una società di revisione esterna e indipendente (artt. 156-165 del TUF).

Alcuni autori sostengono che i *listing cost* non sono sufficienti, da soli, a giustificare un *delisting* volontario, ma piuttosto ne sono una concausa; altri autori, come Renneboog (2005) e DeAngelo (1984), affermano invece che i “*listing cost can be alone significant*”. Ciò accade in particolar modo per le piccole e medie imprese le quali, non potendo godere delle economie di scala, sono più motivate rispetto alle imprese di grandi dimensioni ad abbandonare la Borsa in seguito all’aumento dei costi di quotazione.

Ai maggiori costi che le società quotate devono sostenere si aggiungono i mancati o limitati vantaggi ottenuti dal *going public* rispetto a quelli attesi. Spesso le società decidono di revocare la propria quotazione in quanto i benefici sperati dalla quotazione non si sono concretizzati o, addirittura, la quotazione rappresenta un ostacolo per la società stessa. Lo stesso Geranio (2004) sostiene che buona parte dei vantaggi derivanti dalla quotazione in Borsa precedentemente esposti spesso rimangono solo sulla carta e, in particolar modo per le piccole o medie imprese, la strutturazione aziendale risulta irrigidita, piuttosto che rinvigorita, dalla quotazione. L’unico beneficio finanziario certo a livello di impresa riguarda la raccolta di risorse finanziarie in sede di IPO, che ha consentito alle società quotate di realizzare i propri piani di espansione e acquisizione.

Con riferimento agli altri principali benefici attesi dalla quotazione nella letteratura finanziaria è stata sollevata più di un’obiezione.

Il primo fattore che porta al mancato raggiungimento degli obiettivi sperati è senza dubbio la sottovalutazione del titolo, anche nota con il termine inglese *undervaluation*, che si verifica quando il prezzo di mercato dell’azione non rispecchia pienamente il vero valore dell’impresa. I titoli della società potrebbero essere strutturalmente sottovalutati rispetto al prezzo stimato dal *management* per motivi riconducibili alle dimensioni della società che le rendono inappetibili al mercato.

Tale sottovalutazione può essere dovuta a molteplici fattori.

Le azioni delle piccole e medie imprese quotate in Borsa sono spesso penalizzate nel prezzo in quanto, a causa dell’esiguo flottante³¹, risultano meno liquide rispetto alle

³¹ Le società di modeste dimensioni quotate in Borsa, caratterizzate da una ridotta capitalizzazione e una minore liquidità vengono identificate con il termine inglese *small cap*.

grandi imprese; ne consegue quindi che gli investitori che necessitano di liquidare i propri *asset* nel breve periodo orienteranno le proprie scelte di investimento altrove.

Inoltre, i titoli di tali imprese sono spesso caratterizzati da una più alta variabilità, in quanto i problemi di liquidità delle azioni e la scarsità di transazioni portano il prezzo del titolo a fluttuare.

Il diffuso disinteresse da parte degli investitori, istituzionali e non, nei confronti delle società di modeste dimensioni è riconducibile alla carenza informativa che le contraddistingue. Ciò è imputabile al fatto che gli analisti finanziari non sono incentivati a monitorare le piccole e medie imprese e ad investire in *research* e analisi finanziaria per queste ultime in quanto ci sono meno investitori interessati a tali notizie. La ridotta copertura informativa da parte degli analisti si traduce in un maggior rischio percepito e spesso costituisce un deterrente all'acquisto di quel titolo.

Anche gli investitori istituzionali mostrano un certo disinteresse ad entrare nel capitale delle *small cap* preferendo invece investire nelle imprese caratterizzate da una maggiore capitalizzazione, che presentano titoli più liquidi e facilmente smobilizzabili.

Un ulteriore fattore che concorre all'*undervaluation* dei titoli è l'incapacità o la difficoltà del management di comunicare il vero valore dell'azienda al mercato: molti *management*, infatti, sottovalutando la necessità di *disclosure* verso il mercato, non rispondono all'esigenza dei risparmiatori di essere tempestivamente informati circa la programmazione e il budgeting della società. Tale asimmetria informativa tra *management* e investitori non incentiva questi ultimi ad investire nei titoli della società. Per un'impresa quotata è fondamentale saper comunicare con i propri investitori in quanto il maggior valore che via via si forma, per trasferirsi sul valore di mercato e quindi sul prezzo del titolo, deve essere percepito e misurabile dagli investitori.

Il mercato può sottovalutare i titoli di una società anche in funzione della politica dei dividendi intrapresa da quest'ultima. Come sostenuto da Geranio (2004), infatti, la remunerazione del capitale di rischio rappresenta un condizionamento fondamentale alla quotazione, pena pericolosi ribassi nel prezzo delle azioni. Ne consegue che una politica di ritenzione degli utili, per quanto vantaggiosa per l'impresa e per i suoi azionisti nel medio-lungo periodo, verrà valutata negativamente dal mercato. Allo stesso tempo

l'elaborazione di una politica dei dividendi apprezzabile dal mercato risulta incompatibile con una strategia di crescita dell'azienda in quanto provoca un'insufficienza di capitale disponibile per progetti di investimento. Al fine di crearsi un azionariato "affezionato" e stabile, l'azienda dovrà erogare dividendi corposi e crescenti negli anni; di conseguenza il *management* di una società quotata avrà meno libertà nel perseguire le scelte strategiche di medio-lungo periodo rispetto ad una controparte non quotata.

In genere un aumento dell'indebitamento in società già poco apprezzate dal mercato finisce spesso per affossarne ulteriormente le quotazioni; ne consegue che le imprese che si trovano in una situazione di *underpricing* rinunceranno alla possibilità di sfruttare l'effetto della leva finanziaria³² al fine di contenere la svalutazione dei propri titoli. Una società quotata può quindi decidere di revocare la propria quotazione con l'obiettivo di sfruttare al massimo il grado di leverage apportando nuove risorse finanziarie a titolo di capitale di terzi senza subire le conseguenze derivanti dal giudizio del mercato che, tipicamente, disapprova l'indebitamento al di sotto di una certa soglia (Geranio, 2004).

1.2.2.2 Incentivi derivanti dalla teoria dell'agenzia

Nei paesi anglosassoni la quasi totalità delle transazioni PtP si realizzano attraverso il LBO, spesso diretto verso società con una bassa concentrazione della proprietà. In un contesto così descritto la teoria dell'agenzia gioca un ruolo chiave nella scelta tra rimanere in Borsa ed abbandonarla.

La principale motivazione dei *delisting* che si sono verificati nei paesi anglosassoni è infatti legata alla riduzione dei costi di agenzia, particolarmente onerosi per le società a proprietà dispersa, i quali hanno origine dalla divergenza di interessi tra proprietà e controllo. Tramite il GPT si ha un riallineamento degli interessi dettato dal

³² Con il termine "*leva finanziaria*" o "*leverage*" si fa riferimento al rapporto di indebitamento, definito come il rapporto tra i mezzi di terzi (capitale di debito) e i mezzi propri dell'impresa (capitale proprio e riserve patrimoniali).

"La definizione di *leva finanziaria* a volte fa riferimento all'uso del debito per migliorare la redditività netta dei mezzi propri di un'impresa, grazie all'effetto fiscale favorevole della deducibilità degli interessi passivi dal reddito imponibile." (Borsa Italiana)

ricongiungimento di proprietà e controllo, in quanto una società ad azionariato disperso viene acquistata da pochi investitori, i quali ricorrono al capitale di debito (LBO).

Un'ulteriore motivazione teorica al *delisting* che troviamo in letteratura è la cosiddetta “*free cash flow hypothesis*”. L'idea alla base di questa ipotesi è che l'elevata leva finanziaria associata ad un LBO porta ad una responsabilizzazione del management che cercherà di ridurre gli sprechi di free cash flow (FCF) al fine di rimborsare il debito. Il *management* sarà quindi incentivato a selezionare con maggior attenzione i progetti che generano FCF positivi ed eviterà, invece, quelli a breve termine che distruggono ricchezza volti all'arricchimento personale. In questa fattispecie è quindi il debito stesso a monitorare il comportamento del *management* della società.

Le motivazioni teoriche al *delisting* legate ai problemi di *agency theory* difficilmente si adattano al contesto societario dell'Europa continentale, caratterizzato da società con una struttura di *ownership* più concentrata. Nelle società ad azionariato concentrato per gli azionisti esterni è più semplice monitorare le azioni del *management* e, pertanto, è meno probabile che la società soffra di elevati costi di agenzia derivanti da conflitti di interesse tra dirigenti e azionisti.

In sintesi, gli incentivi legati alla teoria dell'agenzia non sono comuni a tutti i *delisting* ma caratterizzano le società ad azionariato diffuso, in quanto contraddistinte da ingenti costi di agenzia derivanti dal disallineamento degli incentivi tra proprietà e controllo.

1.2.2.3 Incentivi derivanti dalla struttura finanziaria

Gli incentivi derivanti dalla struttura finanziaria della società oggetto di *delisting* fanno riferimento al cosiddetto “*tax shield*”³³ e, di conseguenza, differiscono fortemente a seconda delle modalità con le quali essa abbandona il mercato azionario.

Come è emerso dal paragrafo precedente, i *delisting* tramite LBO prevedono un sostanziale aumento della leva finanziaria della società delistata. La “*tax benefits hypothesis*” si basa sul fatto che gli interessi maturati sul capitale di debito di una

³³ “A tax shield is a reduction in taxable income for an individual or corporation achieved through claiming allowable deductions such as mortgage interest, medical expenses, charitable donations, amortization, and depreciation.” (Investopedia)

società sono deducibili dal reddito imponibile. Il capitale di debito gode quindi di un importante vantaggio economico rispetto al capitale azionario poiché, grazie alla deducibilità degli interessi, consente all'azienda di ottenere un risparmio di imposta³⁴. Tale deducibilità da un lato crea un importante scudo fiscale, che consentirà all'azienda delistata di non pagare alcuna imposta per un lungo periodo di tempo, e, dall'altro, provoca un aumento sostanziale dei flussi di cassa dei progetti aziendali che, a sua volta, genera valore per gli azionisti.

Per queste ragioni i benefici fiscali sono un elemento chiave a favore del *delisting* tramite LBO. Viceversa, essi non costituiscono un fattore determinante nella decisione di *delisting* tramite BOSO, ad esempio, in quanto tale transazione, a differenza del LBO, non prevede alcuna leva finanziaria.

1.2.2.4 Altri incentivi

Il presente sottoparagrafo contiene una disamina delle motivazioni teoriche al *delisting* che non trovano una precisa collocazione nella categorizzazione sopracitata, ma che sono emerse dalla letteratura analizzata.

In primo luogo, la cultura della trasparenza, che dovrebbe contraddistinguere le società quotate, oltre a comportare dei costi non indifferenti per queste ultime per la produzione della documentazione informativa verso il mercato, può penalizzare la società dal punto di vista strategico. Un rilevante costo indiretto derivante dalla quotazione in Borsa, infatti, è la comunicazione al mercato di informazioni strategiche che, a disposizione della concorrenza, possono danneggiare l'impresa nel proprio mercato di riferimento. L'elevato grado di trasparenza richiesto dai regolamenti delle borse può costituire un ostacolo per una società che non vuole fornire importanti informazioni ai suoi concorrenti; per questo motivo alcune società potrebbero essere motivate ad abbandonare la Borsa per poter "*custodire il segreto del proprio successo*" (Geranio, 2004).

³⁴ L'entità del vantaggio fiscale dipenderà dal regime fiscale dello Stato in cui sono quotati i titoli in questione e dall'aliquota marginale a cui l'impresa è soggetta.

Anche lo stretto controllo fiscale a cui sono sottoposte le imprese quotate rispetto alle controparti non quotate può costituire un deterrente alla permanenza nel listino. Come affermato da Geranio “*l’obbligo alla trasparenza e alla certificazione elimina tutti gli spazi, ove ve ne fossero, per l’adozione di pratiche contabili opache ai fini fiscali*” (Geranio, 2004).

Oltre a politiche di dividendi poco remunerative, il mercato è solito penalizzare le società che intraprendono ristrutturazioni e strategie di lungo periodo in quanto, seppur necessarie per la crescita e lo sviluppo dell’impresa, comportano una riduzione dei profitti di breve periodo. Il *management* di una società è spesso incentivato a selezionare piani di investimento di breve periodo, seppur poco remunerativi, con l’unico scopo di soddisfare le attese degli azionisti. Per questa ragione sono numerose le società che optano per il *delisting*, in molti casi solo temporaneamente, al fine di poter realizzare importanti ristrutturazioni o investimenti liberamente, senza subire la pressione da parte del mercato.

Secondo la teoria dell’*hot and cold market*, le IPO tendono ad aumentare nei periodi in cui il mercato è caratterizzato da *trend* positivo mentre diminuiscono nei periodi di *trend* negativo. Secondo questa teoria le imprese potrebbero essere incentivate a quotarsi in Borsa durante i periodi favorevoli (*hot market*) al fine di raccogliere agevolmente nuove risorse finanziarie, per poi sfruttare i periodi di ribasso per abbandonare piazza affari.

Il *delisting* volontario può quindi essere promosso anche per ragioni meramente speculative, di breve periodo, al fine di limitare i danni dell’insuccesso della quotazione. Tale operazione danneggia gli azionisti della società delistata i quali, dopo aver acquistato i titoli ad un prezzo equo in sede di IPO, si trovano a venderli ad un valore inferiore, trainato dal periodo di *cold market*, registrando così una perdita. In questi casi il *delisting* apporta grandi benefici alla società delistata che, al contrario, registra un guadagno in conto capitale.

Durante i periodi di *cold market* il *delisting* rappresenta un’alternativa più che conveniente per le società che non hanno ottenuto i risultati sperati dalla quotazione.

Tuttavia, Geranio esclude l’ipotesi che le scelte di quotazione, e del successivo *delisting*, siano parte di una strategia prestabilita da parte della società al fine di

realizzare grandi vantaggi economici a danno degli investitori. Egli sostiene piuttosto che entrambe le scelte rispondono a criteri di convenienza di breve periodo e non sono parte di un piano strategico a lungo termine. (Geranio, 2004).

La tabella seguente riassume i principali svantaggi derivanti dalla quotazione in Borsa.

Tabella 1.3: *Principali svantaggi legati alla quotazione.*

Svantaggi	Riferimenti bibliografici
Costi di struttura interni (e.g. <i>Investor Relator, governance</i>)	Ritter (1987); Renneboog et al. (2007)
<i>Fee</i> richieste dalla società di gestione del mercato	DeAngelo <i>et al.</i> (1984)
Obblighi di rendicontazione (e.g. certificazione bilanci)	Geranio (2004)
Adempimenti normativi (ex. <i>Internal Dealing, MAR</i>)	Kamar <i>et al.</i> (2009); Bharat e Dittmar (2010)
Rischi di <i>compliance</i>	Kamar <i>et al.</i> (2009)
Esposizione alla volatilità del mercato	Weir <i>et al.</i> (2005); Bharat e Dittmar (2010)
Parziale perdita del controllo sull'azionariato	Brennan e Franks (1997)
<i>Spillover</i> di informazioni verso la concorrenza	Maksimovic e Pichler (2001)
Difficoltà nell'implementazione di ristrutturazioni rilevanti	Giudici e Vismara (2021)

Fonte: Quaderni di ricerca Intermonte (2022).

1.3 Quadro normativo in Italia

L'obiettivo del presente paragrafo è quello di illustrare le principali disposizioni che regolano il *delisting* in Italia, al fine di inquadrare il fenomeno secondo l'ordinamento italiano. In un primo momento, si procederà ad una disamina dei connotati giuridici e dei principali riferimenti normativi che disciplinano questo fenomeno in Italia, la quale presenta un assetto giuridico che non si discosta molto da quelli degli altri paesi dell'Europa continentale. Successivamente, si approfondirà la legislazione italiana in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto (Opa), in quanto, nel nostro Paese, la maggior parte dei *delisting* è riconducibile ad un'Opa.

1.3.1 La regolamentazione del *delisting* in Italia

La normativa italiana stabilisce che la revoca di un titolo quotato presso il mercato regolamentato può essere disposta da Borsa Italiana, in seguito al venir meno dei requisiti necessari alla permanenza sul listino, oppure può essere richiesta volontariamente da parte della società emittente. Il primo caso definisce il fenomeno del *delisting* involontario, anche chiamato obbligatorio, in quanto, di fatto, la società subisce l'esclusione dei propri titoli dalle negoziazioni; il secondo caso fa invece riferimento al *delisting* volontario, in quanto è la società che, per svariate ragioni (approfondite all'interno del secondo paragrafo del presente elaborato), decide di optare per la revoca dei propri titoli dalle contrattazioni.

Nel prosieguo del presente paragrafo si analizzeranno le principali disposizioni contenute nel Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A. (aggiornato al 25 ottobre 2021), approfondendo dapprima la disciplina del *delisting* involontario e, successivamente, quella relativa al *delisting* volontario. In Italia le norme che regolano l'esclusione, temporanea o definitiva, dalle negoziazioni sono contenute e definite all'interno del Titolo 2.5 del Regolamento di Borsa Italiana.

L'articolo 2.5.1 stabilisce le modalità sospensione e di revoca della quotazione e, nel dettaglio, sancisce che "*Borsa Italiana può disporre:*

a) la sospensione dalle negoziazioni di uno strumento finanziario, se la regolarità del mercato dello strumento stesso non è temporaneamente garantita o rischia di non esserlo ovvero se lo richieda la tutela degli investitori;

b) la revoca dalla quotazione e dalle negoziazioni di uno strumento finanziario, in caso di prolungata carenza di negoziazione ovvero se reputa che, a causa di circostanze particolari, non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento.”³⁵

Il regolamento di Borsa Italiana prevede quindi due modalità attraverso cui è possibile interrompere la quotazione di uno strumento finanziario: la sospensione e la revoca.

La sospensione delle negoziazioni fa riferimento ad “*un'interruzione non programmata del normale processo di contrattazione di uno strumento finanziario.*”³⁶ Qualora, per un periodo di tempo limitato, la quotazione di un titolo non dovesse garantire la regolarità del mercato o la tutela degli investitori, Borsa Italiana può disporre l'interruzione temporanea non programmata del suo normale processo di negoziazione. Risulta interessante sottolineare che gli organi di controllo ricorrono frequentemente alle sospensioni temporali durante i periodi di alta volatilità dei mercati, al fine di evitare eccessivi rischi per gli azionisti-risparmiatori (Geranio, 2004). Il comma 2 dell'articolo 2.5.1 riporta gli elementi principali a cui Borsa Italiana fa riferimento ai fini della sospensione di un titolo dalle negoziazioni; nello specifico vengono prevalentemente presi in considerazione i seguenti fattori: “a) *diffusione o mancata diffusione di notizie che possono incidere sul regolare andamento del mercato; b) delibera di azzeramento del capitale sociale e di contemporaneo aumento al di sopra del limite legale; c) ammissione dell'emittente a procedure concorsuali; d) scioglimento dell'emittente; e) giudizio negativo del revisore legale o della società di revisione legale, ovvero impossibilità per il revisore legale o la società di revisione legale di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi.*”³⁷

È importante evidenziare che Borsa Italiana gode di una notevole discrezionalità nel deliberare ammissioni, revoche e sospensioni di strumenti finanziari; si potrebbero

³⁵ Articolo 2.5.1 del Regolamento di Borsa Italiana, comma 1).

³⁶ Fonte: Borsa Italiana.

³⁷ Articolo 2.5.1 del Regolamento di Borsa Italiana, comma 2).

quindi verificare situazioni in cui alcune società, pur non rispettando i requisiti di quotazione, rimangono quotate sui listini regolamentati oppure ancora di società che, pur presentando elementi per la sospensione, non ricevono una delibera di sospensione da parte di Borsa Italiana. Ne consegue che il venir meno dei requisiti o la presenza di determinati elementi non comporta automaticamente la sospensione o la revoca dello strumento finanziario ma ne costituisce solo il presupposto; ai fini della sospensione o della revoca occorre la delibera finale di Borsa Italiana. L'elevato potere discrezionale di cui Borsa Italiana dispone può avere risvolti positivi e negativi. Una società che ha sempre avuto delle ottime performance non viene dunque automaticamente costretta ad uscire dal mercato in seguito al venir meno di uno degli *standard* di quotazione ma, al tempo stesso, tale potere discrezionale può portare ad un trattamento non egualitario delle società quotate, che spesso privilegia le grandi e prestigiose società contro gli interessi di quelle a capitalizzazioni inferiori (*small cap*).

Si può quindi distinguere tra sospensione discrezionale e automatica. La prima si verifica quando le autorità di mercato individuano delle circostanze che possono generare turbative all'ordinario svolgimento delle negoziazioni, quali ad esempio l'assenza o l'incertezza di notizie riguardanti un dato emittente. Borsa Italiana può decidere discrezionalmente di sospendere le negoziazioni di un determinato titolo quando si registrano andamenti anomali dei prezzi o delle quantità negoziabili; oppure, ad esempio, quando è necessario acquisire informazioni in merito a particolari situazioni di mercato di uno strumento finanziario. Le sospensioni automatiche dalle negoziazioni vengono invece innescate automaticamente da un evento specifico, quale il superamento di specifiche soglie di variazione del prezzo (tale soglia per i titoli azionari è pari al +/- 10%).

Il terzo comma dell'articolo 2.5.1 sancisce che *“qualora nel periodo in cui uno strumento finanziario è sospeso dalle negoziazioni si siano verificate modifiche sostanziali nella situazione economico, patrimoniale o finanziaria dell'emittente, Borsa Italiana può subordinare la revoca del provvedimento di sospensione, nel solo interesse della tutela degli investitori, alle condizioni particolari che ritenga opportune, nei limiti delle competenze di cui all'articolo 2.1.2 del Regolamento e che siano esplicitamente*

comunicate all'emittente"³⁸. La Borsa Italiana può revocare in via definitiva lo strumento finanziario dalle contrattazioni nel caso in cui, trascorsi 18 mesi dall'adozione del provvedimento di sospensione, non siano venuti meno i motivi che hanno portato alla sospensione tecnica del titolo³⁹.

La revoca di uno strumento finanziario è un atto definitivo che determina la cancellazione del titolo dal listino. Ai sensi del comma 1 dell'articolo 2.5.1 sopra riportato, Borsa Italiana può disporre la revoca di uno strumento finanziario dalla quotazione se reputa che, a causa di circostanze particolari, non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento.

Per deliberare la revoca di uno strumento finanziario Borsa Italiana fa prevalentemente riferimento ai seguenti elementi: *"a) controvalore medio giornaliero delle negoziazioni eseguite nel mercato e numero medio di titoli scambiati, rilevati in un periodo di almeno diciotto mesi; b) frequenza degli scambi registrati nel medesimo periodo; c) grado di diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari in termini di controvalore e di numero dei soggetti detentori; d) ammissione dell'emittente a procedure concorsuali; e) giudizio negativo del revisore legale o della società di revisione legale, ovvero impossibilità per il revisore legale o la società di revisione legale di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi; f) scioglimento dell'emittente; g) sospensione dalle negoziazioni per una durata superiore a 18 mesi."*⁴⁰

Questi elementi possono essere considerati come delle condizioni che, al verificarsi, possono condurre la società al *delisting*. Nei primi due casi previsti dal comma 5, ovvero i punti a) e b), la sussistenza di tali elementi deve essere rilevata per un periodo minimo di diciotto mesi, al fine di poter considerare una situazione consolidata, e non più provvisoria, e procedere, quindi, all'eliminazione del titolo del listino. I punti d), e) e f) del medesimo comma riprendono tre condizioni già considerate ai fini della sospensione. In queste tre fattispecie il regolamento consente a Borsa Italiana di scegliere discrezionalmente, a seconda del caso in esame, tra l'emanazione di un provvedimento di sospensione oppure di revoca definitiva del titolo. Il punto g) stabilisce che, in presenza di determinate circostanze, Borsa Italiana può procedere

³⁸ Articolo 2.5.1 del Regolamento di Borsa Italiana, comma 3).

³⁹ Articolo 2.5.1 del Regolamento di Borsa Italiana, comma 5, lettera g).

⁴⁰ Articolo 2.5.1 del Regolamento di Borsa Italiana, comma 5).

dapprima per una sospensione e, qualora trascorsi 18 mesi dalla sospensione le condizioni che hanno dato luogo al provvedimento di sospensione dovessero permanere, può procedere con la revoca definitiva del titolo.

Qualora dall'analisi degli elementi di cui sopra Borsa Italiana ritenga che sussistano motivi sufficienti per procedere al *delisting* di un titolo, questa deve inviare *“all'emittente una comunicazione scritta con la quale vengono richiamati gli elementi che costituiscono presupposto per la revoca e viene fissato un termine non inferiore a 15 giorni per la presentazione di deduzioni scritte.”*⁴¹ Il comma 2 dell'articolo 2.5.2, il quale disciplina gli aspetti procedurali della revoca di uno strumento finanziario dalla quotazione, prevede che, in seguito alla comunicazione da parte di Borsa Italiana, l'emittente possa richiedere un'audizione a quest'ultima, nei tempi e nei modi previsti dal regolamento.⁴² Se la procedura non subisce evoluzioni radicali, è prassi che la revoca diventi effettiva trascorsi 60 giorni dal giorno della comunicazione di Borsa Italiana di cui al comma 1 dell'articolo in esame. L'articolo 2.5.3 del Regolamento stabilisce che la CONSOB e gli investitori devono essere tempestivamente informati dei provvedimenti di sospensione e di revoca tramite un avviso di Borsa Italiana.

La revoca dalle negoziazioni su richiesta della società emittente, il cosiddetto *delisting* volontario, è prevista dal Testo Unico della Finanza (TUF) e disciplinata dall'articolo 2.5.5 del regolamento di Borsa Italiana. L'articolo 133 del TUF stabilisce che *“Le società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani, previa deliberazione dell'assemblea straordinaria, possono richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari, secondo quanto previsto dal regolamento del mercato, se ottengono l'ammissione su altro mercato regolamentato italiano o di altro paese dell'Unione Europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento.”*⁴³ In base alla legislazione italiana è quindi possibile richiedere l'esclusione dei propri strumenti finanziari dalle negoziazioni a seguito della decisione da parte degli azionisti in sede di assemblea straordinaria. Affinché si possa deliberare sul *delisting* della società quotata è necessario che all'assemblea straordinaria partecipino i soci che rappresentano almeno

⁴¹ Articolo 2.5.2 del Regolamento di Borsa Italiana comma 1).

⁴² Articolo 2.5.2 del Regolamento di Borsa Italiana comma 2).

⁴³ Articolo 133 del Testo Unico della Finanza (TUF).

la metà del capitale sociale e votino a favore della decisione di revoca almeno i due terzi dei soci partecipanti.⁴⁴

Fino al 2004 l'articolo 133 del TUF precedentemente riportato veniva interpretato in maniera restrittiva da molti studiosi, i quali limitavano la possibilità di richiedere a Borsa Italiana la revoca dei propri titoli dalle negoziazioni ai soli casi di ammissione della società oggetto di *delisting* in un altro mercato regolamentato nazionale o dell'Unione Europea. Con l'introduzione dell'articolo 2437-*quinquies* del codice civile nel 2004, la dottrina ritiene che sia opportuno estendere le procedure che si desumono dall'articolo 133 del TUF a tutti i casi in cui la società emittente richiede la revoca definitiva dal listino, anche senza il trasferimento della quotazione verso altri mercati regolamentati. L'articolo 2437-*quinquies*, introdotto nel codice civile a partire dal 2004, stabilisce che *“Se le azioni sono quotate in mercati regolamentati hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione.”*⁴⁵ Il legislatore garantisce quindi il diritto di recesso agli azionisti che non hanno votato in favore della decisione di revoca dalla quotazione in sede di assemblea straordinaria.

In questo contesto la determinazione del valore delle azioni per coloro che esercitano il diritto di recesso risulta un elemento chiave. L'articolo 2437-*ter* del codice civile sancisce che il socio ha diritto alla liquidazione delle azioni per le quali esercita il diritto di recesso e che *“il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso.”*⁴⁶ Lo stesso articolo precisa inoltre che *“lo statuto delle società quotate in mercati regolamentati può prevedere che la determinazione del valore di liquidazione sia determinato secondo i criteri indicati dai commi 2 e 4 del presente articolo”*⁴⁷, fermo restando che in ogni caso tale valore

⁴⁴ L'articolo 2368 del Codice Civile stabilisce che *“Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio l'assemblea straordinaria è regolarmente costituita quando è rappresentata almeno la metà del capitale sociale o la maggiore percentuale prevista dallo statuto e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea.”*

⁴⁵ Articolo 2437-*quinquies* del Codice Civile.

⁴⁶ Articolo 2437-*ter* del Codice Civile

⁴⁷ Il comma 2 dell'articolo 2437-*ter* stabilisce che *“Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione*

non può essere inferiore alla media aritmetica dei prezzi di chiusura degli ultimi sei mesi antecedenti l'avviso di convocazione dell'assemblea straordinaria con la quale si delibera la decisione di revoca dalle negoziazioni. La ragione per cui il legislatore stabilisce un periodo piuttosto lungo, pari a sei mesi, deriva dal fatto che, solitamente, le informazioni sulla possibilità di un *delisting* giungono al mercato molto prima della data dell'avviso di convocazione dell'assemblea straordinaria. La media aritmetica dei sei mesi ha quindi l'obiettivo di depurare i prezzi dei titoli dall'impatto che la notizia di *delisting* potrebbe aver avuto sugli stessi.

L'articolo 2.5.5 del Regolamento di Borsa Italiana disciplina gli aspetti procedurali dell'operazione di *delisting* volontario e, al comma 1, prevede che le società emittenti italiane con azioni quotate debbano inoltrare a Borsa Italiana un'apposita "*richiesta scritta*", sottoscritta dal legale rappresentante, conforme allo schema contenuto nelle Istruzioni⁴⁸. Ai sensi del comma 2 del medesimo articolo, le società emittenti devono allegare alla richiesta di esclusione la seguente documentazione: "*a) delibera dell'assemblea straordinaria di richiesta di esclusione dalle negoziazioni; b) attestato dell'ammissione a quotazione in altro mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione Europea.*"⁴⁹ Dalla presentazione della richiesta scritta, e della relativa documentazione, all'effettiva esclusione dalle negoziazioni deve decorrere almeno un mese; il provvedimento di Borsa Italiana è tempestivamente comunicato al pubblico mediante Avviso di Borsa Italiana e trasmesso all'emittente. Quest'ultimo, come previsto dal comma 5, ha l'onere di pubblicare un avviso che rinnova l'informativa al pubblico circa l'imminente esclusione dalle negoziazioni quindici giorni prima della data di decorrenza dell'esclusione. Il legislatore ha definito queste scadenze al fine di dare agli azionisti il tempo necessario per valutare se esercitare il diritto di recesso, se vendere le proprie azioni prima della revoca dalla quotazione o se rimanere soci della società anche dopo il *delisting* di quest'ultima.

legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni."

Il quarto comma del medesimo articolo prevede invece che "*lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione.*"

⁴⁸ Articolo 2.5.5 del Regolamento di Borsa Italiana, comma 1).

⁴⁹ Articolo 2.5.5 del Regolamento di Borsa Italiana, comma 2).

Geranio (2004), rielaborando i dati di Borsa Italiana, studia l'andamento dei *delisting* in Italia nel periodo 1999-2003⁵⁰, andamento che può essere riassunto nella tabella seguente.

Tabella 1.4: Revoche dalla quotazione effettuate in Italia tra il 1999 e il 2003.

Motivazione tecnica	1999	2000	2001	2002	2003	Totale
Irregolarità/insussistenza scambi	1	3	-	2	1	7
Opa residuale	1	9	13	4	11	38
Fusione	4	7	6	8	10	35
Richiesta emittente	1	1	-	-	-	2
TOTALE	7	20	19	14	22	82

Fonte: Geranio (2004).

Dalla tabella sopra riportata si evince che, tra il 1999 e il 2003, sono solo 7 le società che sono state estromesse dal listino a causa di irregolarità o insussistenza degli scambi. Risulta interessante evidenziare che, in base a quanto emerge dai dati riportati nella tabella, la maggior parte dei *delisting* è riconducibile ad un'Opa. Negli anni oggetto di analisi, infatti, sono ben 38 le società che sono state delistate in seguito ad un'Opa residuale, per una percentuale pari a circa il 46% del totale dei casi. La fusione risulta essere invece la seconda causa di *delisting* in quanto, nel 43% dei casi (35 *delisting* su 82), la revoca è stata indotta da un'operazione di fusione. Nell'arco di tempo considerato da Geranio (2004), infine, sono solo 2 le società che hanno ottenuto l'esclusione dal listino su richiesta della società emittente, pari a circa il 2,5% del totale.

Dai dati sopra riportati emerge che la fusione per incorporazione è la seconda causa di *delisting* nel nostro Paese. *“L'operazione di fusione per incorporazione tra due o più società determina la scomparsa delle società incorporate, che confluiscono in un'unica società incorporante, la quale può essere già esistente o di nuova costituzione”* (Borsa Italiana)⁵¹. Affinché la fusione per incorporazione determini il *delisting* della società incorporata, la società incorporante, che sia già esistente o appositamente costituita, deve essere privata, ovvero non quotata nei mercati regolamentati. *“È importante*

⁵⁰ Borsa Italiana, *Fatti e Cifre 2003*, aprile 2004.

⁵¹ www.Borsaitaliana.it

sottolineare che in seguito a fusione per incorporazione, l'impresa incorporante mantiene il nome e la sua identità e acquisisce tutte le attività e passività dell'impresa incorporata” (Geranio, 2004). La società oggetto di incorporazione, di conseguenza, è costretta ad abbandonare la quotazione, perdendo la propria autonomia e, più in generale, la propria identità. Questa operazione deve essere approvata dai soci in sede di assemblea straordinaria⁵² e, ai sensi dell'articolo 2437-*quinquies*, gli azionisti che sono sfavorevoli all'operazione di fusione possono esercitare il diritto di recesso.⁵³ Coloro che non esercitano il diritto di recesso diventano soci della società privata incorporante.

Risulta doveroso sottolineare che il *delisting* a seguito di un'Opa, così come il *delisting* a seguito di un'operazione di fusione, è riconducibile alla fattispecie di *delisting* volontario nonostante la decisione di revoca sia formalmente presa da parte di Borsa Italiana.

A differenza delle società quotate americane, le imprese italiane e, più in generale, quelle dell'Europa continentale, presentano un assetto proprietario caratterizzato da un alto grado di concentrazione della proprietà⁵⁴ e dalla presenza di azionisti di controllo. In questo contesto l'Offerta Pubblica d'Acquisto (Opa) risulta essere la tecnica prevalentemente utilizzata dalle società che decidono di abbandonare la quotazione e, per questo motivo, merita particolare attenzione.

Nel paragrafo seguente si approfondirà l'operazione dell'Opa con particolare riferimento alle tipologie di Opa esistenti, alle principali norme che regolano il *delisting* a seguito di un'Opa e alla determinazione del prezzo dell'Opa.

⁵² La fusione per incorporazione finalizzata al *delisting* della società quotata è una strada percorribile solo da chi controlla già la società, ovvero possiede la maggioranza delle azioni, e non da chi ne vuole acquisire la maggioranza.

⁵³ In base all'interpretazione dell'articolo 2437-*quinquies* l'esclusione della quotazione potrebbe derivare da una deliberazione di conversione di una categoria di azioni quotata in una non quotata o da una deliberazione di trasformazione. La fusione per incorporazione è considerata una trasformazione in quanto “è un'operazione straordinaria con cui si muta il modello organizzativo della società” e, perciò, agli azionisti che votano contro tale decisione in sede di assemblea straordinaria è garantito il diritto di recesso. (www.broccardi.it)

⁵⁴ Le società caratterizzate da un alto grado di concentrazione della proprietà vengono comunemente identificate con il termine “*azionariato concentrato*”, ovvero l'esatto opposto delle società ad azionariato diffuso.

1.3.2 L'OPA in Italia: definizioni e inquadramento normativo

Con il termine Offerta Pubblica di Acquisto (di seguito Opa), nota anche con la locuzione inglese *tender offer*, si fa riferimento ad “ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all’acquisto in denaro di prodotti finanziari. Qualora l’acquisto venga realizzato consegnando, a titolo di corrispettivo, altri prodotti finanziari, l’offerta pubblica viene definita di scambio⁵⁵. Il soggetto che lancia un’offerta pubblica di acquisto o di scambio deve effettuare preventivamente un’apposita comunicazione alla Consob⁵⁶[...] allegando un documento, destinato alla successiva pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire al pubblico di formarsi un giudizio sull’OPA stessa” (Borsa Italiana).⁵⁷

Risulta doveroso chiarire la distinzione tra Opa, Opac e Opas. Nel primo caso l’offerente acquista i titoli azionari della società oggetto dell’Opa corrispondendo agli azionisti denaro contante. In questa fattispecie gli azionisti della società oggetto dell’Opa che decidono di aderire all’offerta vengono liquidati ed escono definitivamente dall’azionariato della società. L’offerta pubblica di scambio (Opac) si distingue dall’Opa in quanto, in questo caso, il pagamento delle azioni oggetto dell’offerta avviene esclusivamente attraverso la consegna di titoli azionari (generalmente titoli azionari appartenenti all’offerente). L’Opac è un particolare tipo di Opa che prevede l’acquisizione di strumenti finanziari mediante lo scambio di altri strumenti finanziari; di conseguenza il soggetto offerente non dovrà sostenere alcun investimento finanziario per portare a termine l’offerta ma accetterà l’ingresso dei soci che aderiranno all’offerta all’interno del proprio azionariato. L’offerta pubblica di acquisto e scambio (Opas), infine, risulta essere un mix tra un’Opa e un’Opac in quanto il pagamento è misto, ovvero sia in denaro contante sia in azioni, nella misura definita dall’offerente.

Il principale elemento che caratterizza l’Opa, e che distingue il *delisting* a seguito di un’Opa dalla tecnica della fusione per incorporazione approfondita in precedenza, è che per lanciare un’Opa non è necessaria né l’approvazione degli azionisti in sede di

⁵⁵ L’offerta pubblica di scambio (Opac) è un particolare tipo di Opa che prevede l’acquisizione di strumenti finanziari in cambio di altri strumenti finanziari.

⁵⁶ La Consob è un’authority amministrativa indipendente che, insieme a Banca d’Italia, vigila sui mercati regolamentati italiani.

⁵⁷ www.BorsaItaliana.it

assemblea straordinaria né quella del consiglio di amministrazione, in quanto si tratta di un'operazione di mercato aperto e sta al singolo azionista decidere se aderire o meno all'offerta.

L'Opa si configura quindi per essere uno strumento finalizzato a facilitare l'acquisizione del controllo di una società i cui titoli sono quotati sui mercati regolamentati. Qualora chi detiene il controllo 'di fatto'⁵⁸ della società quotata non sia disposto a cederlo, lo strumento dell'Opa risulta fondamentale, in quanto il potenziale acquirente può lanciare un'offerta pubblica al fine di acquisire la maggioranza della società rivolgendosi direttamente a tutti gli altri piccoli azionisti di quest'ultima. A differenza della fusione per incorporazione, quindi, questa tecnica risulta percorribile non solo da chi detiene già il controllo della società quotata, ma anche da chi ne vuole acquisire la maggioranza.

Spesso accade che gli azionisti, che in precedenza avevano votato per l'ingresso nei mercati regolamentati, grazie allo strumento dell'Opa promuovano il riacquisto della totalità delle azioni in circolazione con il fine ultimo di delistare la società quotata. Ciò che porta al *delisting* a seguito di un'Opa è la riduzione del flottante⁵⁹, ovvero del numero di azioni in circolazione, al di sotto del livello minimo previsto dalla normativa vigente. Borsa Italiana, ai fini dell'ammissione alla quotazione e della relativa permanenza all'interno del listino, richiede alle società quotate un flottante minimo pari al 25% del capitale sociale. La società quotata deve mantenere il suddetto requisito anche in seguito all'ammissione in Borsa in quanto la carenza di negoziazioni del proprio titolo può portare alla revoca dell'ammissione alla quotazione.

L'utilizzo ampiamente diffuso dell'Opa ha portato l'Unione Europea all'emanazione di una direttiva comunitaria con l'obiettivo di armonizzare il più possibile i sistemi

⁵⁸Si può distinguere tra controllo azionario 'di diritto' e controllo azionario 'di fatto'. Il controllo 'di diritto' di verifica quando chi lo detiene dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria. Viceversa il controllo azionario 'di fatto' si verifica quando un soggetto, pur non detenendo la maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria, dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante sulla società (il controllo 'di fatto' viene anche detto controllo minoritario che è reso possibile dall'assenteismo degli altri soci).

⁵⁹ Con il termine flottante si fa riferimento al numero delle 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. Nel computo di questa quota non si tiene conto delle partecipazioni azionarie di controllo, di quelle vincolate da patti parasociali e di quelle soggette a vincoli alla trasferibilità di durata superiore ai 6 mesi; al contrario, rientrano nel computo le azioni possedute da organismi di investimento collettivo del risparmio, da fondi pensione e da enti previdenziali." (Borsa Italiana)

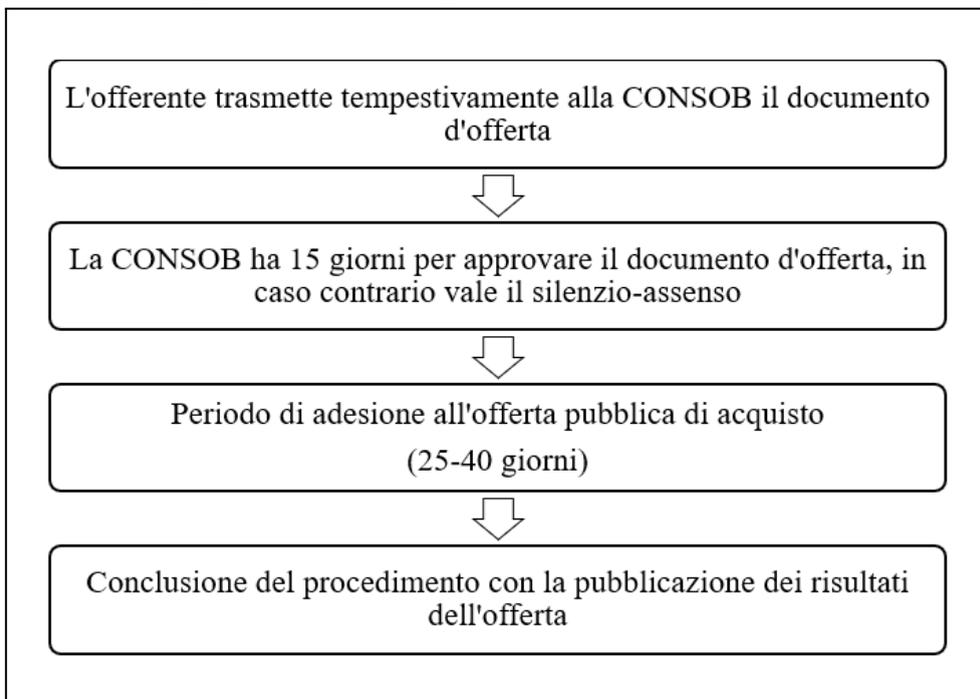
normativi dei diversi paesi europei in materia di Opa. La direttiva 2004/25/CE è stata recepita all'interno del sistema normativo italiano nel 2007, con il decreto legislativo 19 novembre 2007, n.229, in quale è andato ad inserirsi all'interno dell'impianto normativo delineato dal TUF. La disciplina dell'Opa, attualmente disciplinata dagli articoli 101 *bis*-112 del TUF e dalle norme di attuazione contenute nel regolamento della CONSOB, si divide in due parti: la prima (parte generale) contiene le norme di generale applicazione in materia di Opa, mentre la seconda (parte speciale) disciplina le singole fattispecie di Opa previste dalla legge. Nel prosieguo del presente paragrafo si procederà ad analizzare le principali norme che regolano l'Opa al fine di inquadrare il fenomeno e le sue diverse fattispecie.

Il procedimento dell'Opa è piuttosto articolato e può essere suddiviso in diverse fasi. Ai sensi dell'articolo 102 del TUF la prima fase prevede la trasmissione alla CONSOB, da parte dell'offerente, del documento d'offerta destinato alla pubblicazione, all'interno del quale sono contenute le informazioni necessarie ai destinatari ai fini della valutazione dell'offerta stessa.⁶⁰ Se esso è ritenuto idoneo a consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta la CONSOB lo approva entro quindici giorni; contestualmente all'approvazione, la essa può indicare all'offerente alcune informazioni integrative da fornire entro un termine prestabilito e/o specifiche modalità di pubblicazione del documento. Qualora, trascorsi quindici giorni dalla trasmissione del documento d'offerta, la CONSOB non abbia espresso alcun parere, vale il *silenzio-assenso* e il documento viene reso pubblico. Successivamente inizia il periodo di adesione, durante il quale ciascun destinatario decide se aderire o meno all'offerta. La durata del periodo di adesione può variare da un minimo di venticinque giorni a un massimo di quaranta, se si tratta di un'Opa volontaria, totalitaria o preventiva (qualora essa sia lanciata almeno sul 60% dei prodotti finanziari). In tutte le altre fattispecie di Opa la durata dell'offerta può variare da un minimo di quindici giorni a un massimo di venticinque. L'offerente non può ridurre il periodo concordato ne può estenderne la durata oltre limiti precedentemente esposti; tuttavia, la durata del periodo di adesione può essere protratta fino ad un massimo di 55 giorni qualora la CONSOB lo ritenesse necessario, al fine di tutelare gli investitori. Il procedimento dell'Opa si conclude al

⁶⁰ Articolo 102 del TUF.

termine del periodo di adesione alla stessa e, contestualmente, i risultati dell'Offerta vengono resi pubblici.

Figura 1.3: Sintesi del procedimento dell'Opa.



Fonte: elaborazione personale.

L'offerta pubblica di acquisto può essere volontaria o obbligatoria. L'Opa è volontaria quando è l'offerente che, liberamente, decide di presentarla; il fine di questa fattispecie di Opa è l'acquisizione del controllo della società quotata ed è indirizzata indistintamente a tutti gli azionisti. Viceversa, si parla di Opa obbligatoria quando è la legge a disporre la sua presentazione (l'articolo 106 del TUF stabilisce le condizioni che fanno scattare l'obbligo, in capo all'offerente, di presentare un'offerta pubblica di acquisto totalitaria).

Borsa Italiana individua 4 tipologie di Opa:

- *Opa volontaria preventiva*. Ai sensi dell'articolo 107 del TUF, l'Opa volontaria preventiva è un'offerta di acquisto o di scambio volontaria avente ad oggetto almeno il 60% dei titoli della società. L'opa volontaria preventiva non innesca l'obbligo di Opa obbligatoria totalitaria di cui all'articolo 106 del TUF qualora ricorrano congiuntamente le due seguenti condizioni: "a) l'offerente e le persone

che agiscono di concerto con lui, non abbiano acquistato partecipazioni in misura superiore all'uno per cento, anche mediante contratti a termine con scadenza successiva, nei dodici mesi precedenti la comunicazione alla Consob prevista dall'articolo 102, comma 1, né durante l'offerta; b) l'efficacia dell'offerta sia stata condizionata all'approvazione di tanti possessori di titoli che possiedano la maggioranza⁶¹ dei titoli stessi [...].”⁶²

Il successivo terzo comma stabilisce che, in seguito ad un'Opa preventiva, scatta in capo all'offerente l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica totalitaria prevista dall'articolo 106 del TUF qualora, nei dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta preventiva: *“a) l'offerente medesimo o persone che agiscono di concerto con esso, abbiano effettuato acquisti di partecipazioni in misura superiore all'uno per cento, anche mediante contratti a termine con scadenza successiva; b) la società emittente abbia deliberato operazioni di fusione o di scissione.”*⁶³

- *Opa obbligatoria totalitaria.* Ai sensi del comma 1 dell'articolo 106 del TUF, qualora un soggetto venga a detenere, per acquisto a titolo oneroso⁶⁴, *“una partecipazione superiore alla soglia del 30% ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi”*⁶⁵ in capo a tale soggetto scatta l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato⁶⁶.

⁶¹ La condizione di cui alla lettera b) del primo comma dell'articolo 107 del TUF stabilisce quindi che l'Opa volontaria non fa scattare l'obbligo di lancio di un'offerta pubblica totalitaria di cui all'articolo 106 del TUF qualora l'offerta volontaria sia approvata da parte della maggioranza dell'assemblea dei soci alla quale però non partecipano il socio offerente e il socio di maggioranza relativa (se la sua quota di maggioranza è superiore al 10% del capitale sociale della società quotata oggetto dell'Opa).

⁶² Articolo 107 del TUF, comma 1).

⁶³ Articolo 107 del TUF, comma 3)

⁶⁴ L'obbligo di acquisto non scatta, quindi, qualora la partecipazione superiore al 30% derivi da successione *mortis causa* o da donazioni.

⁶⁵ L'elemento che determina il sorgere dell'obbligo dell'Opa non è dato solo dal superamento della soglia del 30% della partecipazione che si viene a detenere ma dal superamento della soglia del 30% dei diritti di voto. Risulta fondamentale sottolineare questo aspetto in quanto, in particolar modo per le società con azioni a voto plurimo o maggiorato, queste due grandezze possono essere molto diverse tra loro. (Borsa Italiana)

⁶⁶ Articolo 106 del TUF, comma 1).

Al fine di tutelare i soci di minoranza in caso di azionariato particolarmente frammentato, il comma 1-bis del medesimo articolo precisa inoltre che *“nelle società diverse dalle PMI⁶⁷ l’offerta di cui al comma 1 è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata.”*⁶⁸ Il legislatore, tenendo conto delle specificità delle PMI, stabilisce inoltre che queste ultime possano prevedere all’interno del proprio statuto *“una soglia diversa da quella indicata nel comma 1, comunque non inferiore al venticinque per cento né superiore al quaranta per cento.”*⁶⁹

Il successivo quarto comma stabilisce che l’obbligo di offerta obbligatoria non sussiste qualora la partecipazione indicata al comma 1 sia detenuta *“a seguito di un’offerta pubblica di acquisto o di scambio rivolta a tutti i possessori di titoli per la totalità dei titoli in loro possesso”*⁷⁰

Il legislatore con l’articolo 106 del TUF, il quale prevede e definisce le situazioni in cui scatta l’istituto dell’Opa obbligatoria totalitaria, vuole tutelare gli azionisti di minoranza i quali, qualora non facessero affidamento nel nuovo gruppo di comando, possono cedere le azioni in loro possesso.

- *Opa obbligatoria incrementale.* La cosiddetta Opa incrementale, anche nota come Opa di consolidamento della partecipazione, è una fattispecie di Opa obbligatoria prevista dall’articolo 106 del TUF, comma 3, punto b. In questa fattispecie l’obbligo di offerta scatta a seguito di *“acquisti superiori al 5% o alla maggiorazione dei diritti di voto in misura superiore al cinque per cento dei medesimi, da parte di coloro che già detengono la partecipazione indicata nei commi 1 e 1-ter senza detenere la maggioranza dei diritti di voto nell’assemblea ordinaria.”*⁷¹ La principale motivazione alla base della disciplina dell’Opa incrementale è di garantire agli azionisti di minoranza la possibilità di dismettere

⁶⁷ La legge n. 116 del 11 agosto 2014, il cosiddetto Decreto Competitività, introduce una precisa definizione di PMI, definite come “le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, il cui fatturato anche anteriormente all’ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, sia inferiore a 300 milioni di euro, ovvero che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore ai 500 milioni di euro”.

⁶⁸ Articolo 106 del TUF, comma 1-bis).

⁶⁹ Articolo 106 del TUF, comma 1-ter).

⁷⁰ Articolo 106 del TUF, comma 4).

⁷¹ Articolo 106 del TUF, comma 3, lettera b).

la propria partecipazione qualora vi sia un socio che decide, effettuando ulteriori acquisti, di rafforzare la sua partecipazione (già superiore alla soglia del 30% di cui al comma 1 del presente articolo).

- *Opa obbligatoria residuale.* Questa particolare tipologia di Opa obbligatoria è disciplinata dall'articolo 108 del TUF⁷², il cui comma 1 stabilisce che, qualora l'offerente, a seguito di un'Opa totalitaria, venga a detenere una partecipazione almeno pari al 95% del capitale sociale, in capo a quest'ultimo, sorge l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta⁷³, pagando un corrispettivo pari a quello dell'Opa totalitaria precedente⁷⁴.

Il successivo comma 2 prevede che, più in generale, l'offerta pubblica deve essere obbligatoriamente promossa da chiunque venga a detenere, anche non in seguito ad una precedente Opa totalitaria, una partecipazione superiore al 90% delle azioni con diritto di voto quotate, a meno che non venga ripristinato, entro un termine massimo di 90 giorni, un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. Il comma 2 dell'articolo 108 del TUF recita quanto segue: *“salvo quanto previsto al comma 1, chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste soltanto in relazione alle categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novanta per cento.”*⁷⁵

Una volta conclusa l'offerta pubblica residuale, la società viene revocata dal listino. Risulta interessante evidenziare che la *ratio* alla base della disciplina dell'Opa residuale è quella di proteggere i piccoli azionisti, garantendo loro di

⁷² L'articolo 108 del TUF fa riferimento e disciplina il cosiddetto obbligo d'acquisto, anche noto con il termine inglese *sell out*.

⁷³ Articolo 108 del TUF, comma 1).

⁷⁴ Articolo 108 del TUF, comma 3).

⁷⁵ Articolo 108 del TUF, comma 2).

poter vendere le proprie azioni, in quanto la revoca del titolo dalle negoziazioni comporta l'impossibilità per gli azionisti di liquidare il proprio investimento.

L'articolo 108 del TUF sopra riportato sancisce il diritto di *sell-out* (anche noto come obbligo di acquisto) a favore degli azionisti di minoranza, i quali, anche ad offerta conclusa, hanno il diritto di "liberarsi" dai titoli in loro possesso a seguito di un contesto sociale che ha subito un radicale cambiamento del controllo societario. In tale contesto risulta altrettanto rilevante l'istituto del diritto di acquisto a favore dell'offerente, anche noto a livello internazionale con il termine *squeeze-out*. L'istituto dello *squeeze-out*, sotto determinate condizioni previste dall'articolo 111 del TUF, attribuisce all'offerente il diritto di acquisto sulle azioni residue in seguito alla promozione di un'Opa totalitaria. Contestualmente, quindi, sorge l'obbligo in capo agli altri azionisti, di cedere le azioni in loro possesso. Il diritto di acquisto è disciplinato all'articolo 111 del TUF, il quale sancisce che: *"l'offerente che venga a detenere a seguito di offerta pubblica totalitaria una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto. Qualora siano emesse più categorie di titoli, il diritto di acquisto può essere esercitato soltanto per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento."*⁷⁶

Il Regolamento di Borsa Italiana prevede la revoca dalla quotazione e dalle negoziazioni dei titoli oggetto di acquisto ai sensi dell'articolo 108 del TUF (obbligo di acquisto). Il Regolamento di Borsa Italiana stabilisce che i titoli oggetto di acquisto *"sono revocati dalla quotazione e dalle negoziazioni a decorrere dal giorno di Borsa aperta successivo all'ultimo giorno di pagamento del corrispettivo, salvo che il soggetto obbligato ai sensi dell'articolo 108, comma 1, del Testo Unico della Finanza abbia dichiarato che intende ripristinare il flottante."*⁷⁷

Nella medesima prospettiva si colloca la disposizione prevista per l'istituto giuridico dello *squeeze-out* (diritto di acquisto) di cui all'articolo 111 del TUF; il legislatore stabilisce che *"i titoli oggetto degli acquisti ai sensi di legge sono sospesi e/o revocati"*

⁷⁶ Articolo 111 del TUF, comma 1).

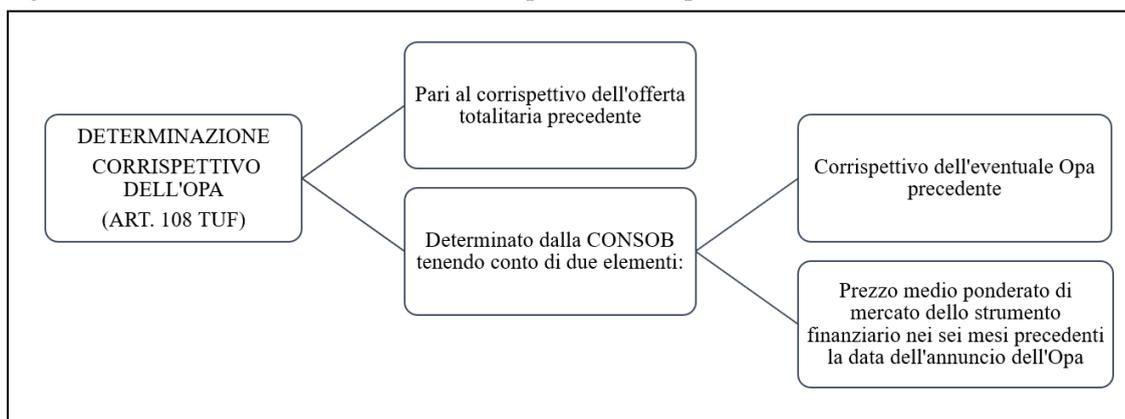
⁷⁷ Articolo 2.5.1 del Regolamento di Borsa Italiana, comma 6).

dalla quotazione e dalle negoziazioni tenuto conto dei tempi previsti per l'esercizio del diritto di acquisto.”⁷⁸

Anche se dal punto di vista meramente formale è la Borsa Italiana che delibera la revoca degli strumenti finanziari dal listino di Borsa, il *delisting* a seguito di un'Opa è una fattispecie che viene trattata come *delisting* volontario.

Un aspetto chiave ai fini del presente elaborato è la determinazione del prezzo di cessione dell'offerta pubblica d'acquisto. L'articolo 108 del TUF stabilisce il criterio di determinazione del prezzo minimo di promozione dell'Opa e, al terzo comma, sancisce che “nell'ipotesi di cui al comma 1, nonché nei casi di cui al comma 2 in cui la partecipazione ivi indicata sia raggiunta esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria, il corrispettivo è pari a quello dell'offerta pubblica totalitaria precedente, sempre che, in caso di offerta volontaria, l'offerente abbia acquistato a seguito dell'offerta stessa, titoli che rappresentano non meno del novanta per cento del capitale con diritto di voto compreso nell'offerta.”⁷⁹ Al di fuori di questi casi il corrispettivo è determinato dalla CONSOB in base ai seguenti elementi: il corrispettivo pagato in un'eventuale offerta precedente e il prezzo medio ponderato di mercato del semestre anteriore all'annuncio dell'offerta pubblica di acquisto.

Figura 1.4: Sintesi della determinazione del prezzo dell'Opa ai sensi dell'articolo 108 del TUF.



Fonte: elaborazione personale.

⁷⁸ Articolo 2.5.1 del Regolamento di Borsa Italiana, comma 6).

⁷⁹ Articolo 108 del TUF, comma 3).

1.4 Differenza tra prezzo di mercato e valore intrinseco di un'azione

Dal paragrafo precedente si evince che una delle principali motivazioni teoriche al *delisting* volontario è l'*undervaluation*, ovvero la strutturale svalutazione del prezzo di uno strumento finanziario rispetto al valore reale dell'impresa, spesso riconducibile alle ridotte dimensioni della società quotata. Ne consegue che, nonostante spesso siano utilizzati come sinonimi, il prezzo dell'azione e il valore intrinseco della stessa sono due concetti distinti che, in finanza, risulta fondamentale saper differenziare.

L'obiettivo del presente paragrafo è quello di indagare circa i concetti e le modalità di determinazione del prezzo di mercato e del valore intrinseco di un'azione quotata, al fine di chiarificare la differenza tra queste due nozioni fondamentali. Successivamente, allo scopo di individuare ed illustrare la relazione esistente tra queste due nozioni, si approfondirà il concetto dell'efficienza dei mercati finanziari.

Il prezzo indica l'importo in denaro (in euro, dollari o qualsiasi altra valuta) che deve essere pagato per acquistare un titolo azionario di una società; si tratta, quindi, di un valore chiaro, pubblico ed oggettivamente quantificabile che rappresenta quanto il mercato, in un dato momento, valuta un titolo quotato in borsa.

Inizialmente, i prezzi delle azioni vengono determinati attraverso l'offerta pubblica iniziale di una società (IPO), durante la quale il prezzo di un'azione è fissato da un broker o da una banca incaricata specificatamente per aiutare la società ad individuare un prezzo appropriato per l'IPO. Successivamente, il prezzo dell'azione cambia ogni giorno in quanto deriva dall'incontro tra la domanda e l'offerta e, perciò, è potenzialmente caratterizzato da un'ampia volatilità. Se ci sono più persone disposte ad acquistare un'azione (domanda) rispetto a quelle che sono intenzionate a venderle (offerta) il prezzo dell'azione sale, viceversa se ci sono più persone che vogliono vendere rispetto a quanti interessati a comprare, allora l'offerta eccede la domanda e il prezzo dell'azione cala.

La dinamica del prezzo del titolo non risulta sempre correlata all'andamento economico della società da cui dipende il valore intrinseco della stessa. Se è vero che, in linea teorica e nel caso di mercati efficienti, l'andamento economico della società dovrebbe incidere sul "valore" riconosciuto alla stessa e quindi sul suo "prezzo", sovente ciò non

accade, in quanto il prezzo è influenzato negativamente da molteplici fattori quali l'esigua liquidità che contraddistingue in particolar modo le piccole e medie imprese, il ridotto interesse suscitato dal titolo nei confronti degli analisti finanziari che non sono incentivati a monitorare le PMI e ad investire in *research*, l'incapacità del *management* di comunicare al mercato il vero valore dell'impresa sottovalutando la necessità e la grande importanza della *disclosure*, un alto grado di indebitamento, una politica ritenzione degli utili che, per quanto vantaggiosa per l'impresa e per i suoi azionisti nel medio-lungo periodo, provoca pericolosi ribassi nel prezzo delle azioni.⁸⁰

Ne consegue che il prezzo di un'azione di una società non è fisso, ma tende ad oscillare in base al mutamento dell'opinione di mercato; in genere è plausibile che esso aumenti qualora l'azienda sia considerata affidabile e, viceversa, cali se quest'ultima non soddisfa le aspettative degli azionisti. Infine, anche altri fattori possono incidere sul prezzo delle azioni di una società, come le notizie di settore, i comunicati di dati macroeconomici e gli annunci di soggetti politici che influiscono sull'andamento del mercato.

Il valore di un'azione, al contrario, è un concetto difficilmente identificabile in modo oggettivo; non esiste, infatti, una modalità certa ed univoca per determinarlo, ma vengono utilizzati diversi strumenti per approssimarlo. Il valore di un'azione, quindi, è quantificabile in maniera soggettiva e, perciò, analisti diversi possono giungere ad una stima diversa per l'identificazione del valore della stessa azione. A differenza del prezzo, il valore non è dato dall'incontro tra domanda e offerta ma dipende principalmente da due fattori: prospettive dell'investitore per i flussi di cassa futuri e rischiosità dell'investimento.

Per determinare il valore di un investimento, in genere, la finanza ricorre al metodo del *discounted cash flow* (DCF), ovvero un metodo di valutazione basato sull'attualizzazione, secondo un tasso adeguato al rischio dell'investimento, dei flussi futuri attesi dell'attività in questione. Al fine di identificare il valore di un'azione, quindi, gli analisti esaminano il bilancio dell'azienda e le sue prospettive finanziaria

⁸⁰ I fattori che incidono negativamente sul prezzo di mercato, causando la sottovalutazione di un titolo, sono stati ampiamente spiegati all'interno del paragrafo 1.2.2.1 del presente capitolo.

(attraverso i budget ed i piani finanziari), confrontando attività e passività, al fine di individuare e quantificare la sua capacità di generare profitti futuri.

Il valore di un'azione incorpora quindi una serie di elementi fondamentali quali, ad esempio, le prospettive di crescita della società, la situazione finanziaria, la qualità del management e il posizionamento competitivo. La stima del valore, per quanto soggettiva, risulta essere meno volatile rispetto al prezzo in quanto si basa su elementi intrinseci ed interni alla società, conosciuti dal *management*, che sono tendenzialmente più solidi.

In conclusione, il valore e il prezzo sono due concetti diversi in quanto il primo può essere definito come la quantità di unità monetaria necessaria al fine di acquistare un determinato bene economico, mentre il valore rappresenta l'insieme delle caratteristiche che conferiscono a quest'ultimo un grado di utilità.

Un elemento rilevante che distingue le azioni quotate da quelle di società non quotate in Borsa è la loro valutazione. Le azioni delle società non quotate non hanno un prezzo di mercato a cui fare riferimento e la loro valutazione rischia spesso di apparire meno chiara e trasparente. Viceversa, nel caso di titoli azionari di società presenti su un listino di Borsa e attivamente scambiati, i prezzi cui far riferimento sono agevolmente disponibili e significativi, rendendo più semplice la vendita e l'acquisto degli strumenti finanziari ad un prezzo stabilito dal mercato stesso.

Dopo aver approfondito la differenza tra il concetto di prezzo di mercato e di valore intrinseco di un'azione risulta doveroso chiedersi se queste due grandezze possano coincidere. In linea di principio, se il mercato fosse efficiente, il prezzo di mercato coinciderebbe con il valore intrinseco dell'azione.

Un mercato finanziario è considerato efficiente se il prezzo delle azioni quotate riflette, in maniera rapida e razionale, tutte le informazioni disponibili.⁸¹ Più un mercato è efficiente e più gli investitori tenderanno a considerare il prezzo di mercato come una buona approssimazione del valore intrinseco di un'azione.

⁸¹ Definizione di Borsa Italiana.

In base alla natura delle informazioni disponibili, Eugene Fama (1970)⁸² individua tre forme di efficienza dei mercati: debole, semi-forte e forte. La prima forma di efficienza implica che il prezzo del titolo rifletta solo le informazioni rappresentate dai prezzi e dai volumi storici del titolo stesso (informazioni sul passato). La seconda, ovvero l'efficienza in forma semi-forte, implica che il prezzo del titolo oltre a riflettere le informazioni sul passato, considera anche le informazioni pubblicamente disponibili (come, ad esempio, i bilanci, comunicati stampa e gli altri documenti informativi relativi alle società quotate). Infine, l'ultima forma di efficienza implica che il prezzo del titolo debba riflettere tutta l'informazione relativa allo strumento finanziario titolo e quindi le informazioni sul passato e sul presente, sia pubbliche sia private (comprendendo, quindi, anche le informazioni a disposizione degli *insider* delle società quotate).

La tabella 1.5 riassume le tre forme di efficienza dei mercati secondo l'impostazione di Eugene Fama (1970).

Tabella 1.5: *Le tre forme di efficienza dei mercati (Eugene Fama, 1970).*

<i>Efficienza del mercato</i>	<i>Informazioni che si riflettono sul prezzo delle azioni</i>
Efficienza debole	Informazioni sul passato
Efficienza semi-forte	Informazioni sul passato; informazioni di pubblico dominio
Efficienza forte	Informazioni sul passato, informazioni di pubblico dominio, informazioni private

Fonte: elaborazione personale.

Molti studi hanno dimostrato che, in genere, i mercati dei paesi emergenti sono caratterizzati da un'efficienza debole mentre quelli dei paesi avanzati presentano caratteristiche riconducibili alla seconda forma di efficienza, quella semi-forte (Eugene Fama, 1970).

Un mercato contraddistinto da un'efficienza forte è un mercato 'perfetto' in cui prezzo di mercato risponde con prontezza e accuratezza ad ogni tipo di informazione e, di

⁸² Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, 1970, vol. 25, n. 2, pp. 383-417.

conseguenza, prezzo e valore intrinseco dell'azione coincidono; in un contesto così descritto l'unico rendimento è quello commisurato al rischio legato all'investimento.

Tuttavia, nella realtà non esistono mercati perfettamente efficienti e gli investitori e gli analisti sono portati a stimare un proprio valore intrinseco da attribuire all'azione sulla base di tutte le informazioni a loro disposizione (come si è visto precedentemente, il valore non è un dato certo e oggettivo così come il prezzo, ma è una stima soggettiva).

All'interno dei mercati finanziari, a causa della loro inefficienza informativa, le informazioni non sono sempre disponibili a tutti gli investitori nello stesso momento; in tale contesto, quindi, chi è in possesso di un maggior quantitativo di informazioni riservate ha la possibilità di sfruttarle prima che esse si diffondano e modifichino il prezzo dell'azione, generando così un extra rendimento.

È proprio questo il motivo che, sempre più spesso, spinge il *management* di un'impresa quotata a scegliere di delistare volontariamente la società, riacquistando le azioni attraverso un'offerta pubblica di acquisto, al fine di beneficiare di prezzi più bassi dovuti a fattori macroeconomici (*teoria dell'hot and cold market*) non correlati con situazioni aziendali o problematiche di settore che, in quanto *insider* della società, conoscono perfettamente, generando così extra profitti.

CAPITOLO 2

IL DELISTING NEL MERCATO AZIONARIO ITALIANO

SOMMARIO: 2.1 *Le caratteristiche del mercato azionario italiano: una panoramica del flusso di listing e delisting degli ultimi 20 anni* - 2.2 *Focus sul mercato principale EXM di Borsa Italiana dal 2019 al 2021* - 2.3 *Analisi empirica di un campione ristretto*

2.1 Le caratteristiche del mercato azionario italiano: una panoramica del flusso di listing e delisting degli ultimi 20 anni

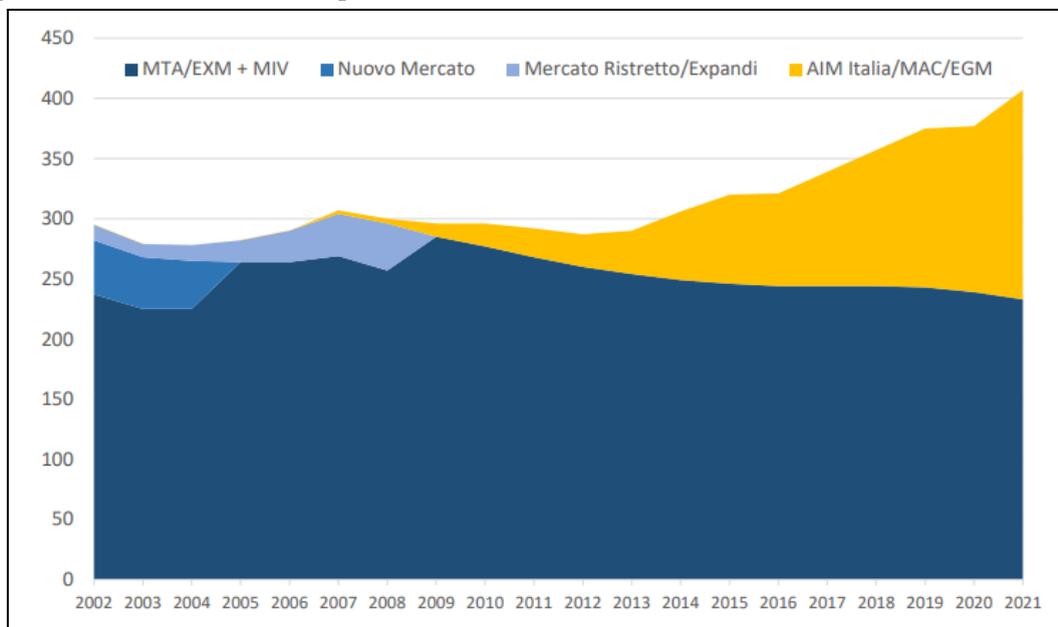
All'interno del presente paragrafo si illustreranno i numeri sui flussi di ammissioni e di revoche che hanno interessato i listini azionari di Borsa Italiana, al fine di descrivere le principali caratteristiche del mercato azionario del nostro Paese. A tal fine si farà principale riferimento alla ricerca "*Sliding Doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021)*", presentata da Intermonte⁸³ in collaborazione con la *School of Management del Politecnico di Milano*, la quale propone un'analisi approfondita del flusso di imprese che sono entrate e uscite dai listini di Borsa negli ultimi 20 anni.

I dati raccolti dallo studio precedentemente citato mostrano un saldo netto di *listing* e *delisting* positivo e un considerevole aumento, nel corso degli ultimi 20 anni, del numero di imprese quotate sui listini azionari di Piazza Affari, fino al raggiungimento della soglia *record* di 407 imprese quotate alla fine del 2021.

⁸³ "Intermonte è l'investment bank, quotata e indipendente, di riferimento per le PMI italiane e gli investitori istituzionali."
(www.intermonte.it)

Il grafico sottostante mostra il numero di imprese quotate tra il 2002 e il 2021 distinte tra il listino principale Euronext Milan (EXM)⁸⁴ e il listino secondario Euronext Growth Milan (EGM).⁸⁵

Figura 2.1: Numero di società quotate sui listini azionari di Borsa Italiana dal 2002 al 2021.



Fonte: Quaderni di ricerca Intermonte (2022).

Durante il periodo oggetto di analisi sono state 448 le ammissioni a Piazza affari, di cui circa il 59% (263 ammissioni) nel listino EGM, mentre i *delisting* ammontano a 336, di cui quasi l'80% (268 revoche) dal mercato principale EXM⁸⁶.

Nel 2007 le società complessivamente quotate a Piazza Affari ammontano a circa 300; dal quel momento, però, si osserva un costante declino del mercato principale che, alla fine del 2021, conta solo 233 società quotate. Tuttavia il grande contributo da parte di EGM, che alla fine del 2021 conta 174 società all'interno del proprio listino, ha consentito a Piazza Affari di raggiungere il *record* di 407 società quotate.

⁸⁴ I segmenti del Nuovo mercato e del Mercato ristretto presenti nel grafico sono stati assorbiti dal listino principale rispettivamente nel 2005 e nel 2009.

⁸⁵ Dal 25 ottobre 2021 i mercati di Borsa Italiana hanno cambiato denominazione: il Mercato Telematico Azionario (MTA) è diventato Euronext Milan e il mercato AIM Italia (AIM) è diventato Euronext Growth Milan (EGM).

Fonte: Borsa Italiana (www.Borsaitaliana.it)

⁸⁶ Negli ultimi 20 anni il listino principale mostra un saldo netto di *listing* e *delisting* fortemente negativo: le nuove ammissioni sono state 185 contro 268 revoche. Al contrario il mercato EGM ha attratto 263 imprese quotate e ha registrato solo 68 revoche.

Quello che si osserva è un *trend* di costante arretramento del numero di società quotate sul listino principale, a fronte di un'importante crescita del segmento EGM. Tali dati mostrano, quindi, una mutazione del profilo del mercato azionario italiano il quale, negli ultimi anni, è sempre più orientato verso le *small cap*.

Le nuove ammissioni che si sono susseguite nel corso dei 20 anni oggetto di analisi sono state 448 e, secondo Intermonte, possono essere classificate in diverse categorie: Ipo; ammissioni legate a scissioni (*spin-off*); ammissioni di società che si fondono con aziende già quotate; ammissioni di società già in possesso dei requisiti sul capitale flottante; ammissioni legate a una *business combination* di una SPAC⁸⁷ e, infine, i trasferimenti da altri listini⁸⁸. Quest'ultima categoria è stata esclusa dal conteggio delle ammissioni nel periodo oggetto di analisi in quanto l'obiettivo del *report* è quello di evidenziare il numero di nuove imprese che, per la prima volta, approdano in Borsa.

Lo studio di Intermonte ha poi analizzato più nel dettaglio le ammissioni annuali presso i listini azionari, distinguendo queste ultime in base alle categorie sopra riportate. Dall'analisi dei risultati ottenuti è emerso che il contributo più consistente arriva dalla categoria delle Ipo, pari al 75% delle ammissioni sul listino principale e pari al 92% su EGM.

Il grafico di seguito riportato raffigura il flusso di nuove ammissioni a Piazza Affari dal 2002 al 2021 suddivise per listino azionario. Dall'istogramma si può facilmente individuare un *trend* in crescita del numero di nuove ammissioni sul listino principale fino al 2007, anno in cui EXG registra il numero più elevato di nuove ammissioni. A causa della crisi finanziaria del 2008 i listini azionari sperimentano una fase negativa che vede una ripresa solo a partire dal 2013 e soprattutto grazie al contributo del listino EGM. Dal 2013 in poi le nuove ammissioni tendono a crescere in entrambi i listini, anche se con una diversa entità, ad eccezione del 2020 anno che, a causa della pandemia sanitaria dovuta al Covid-19, è stato caratterizzato da notevole incertezza. Tuttavia, già

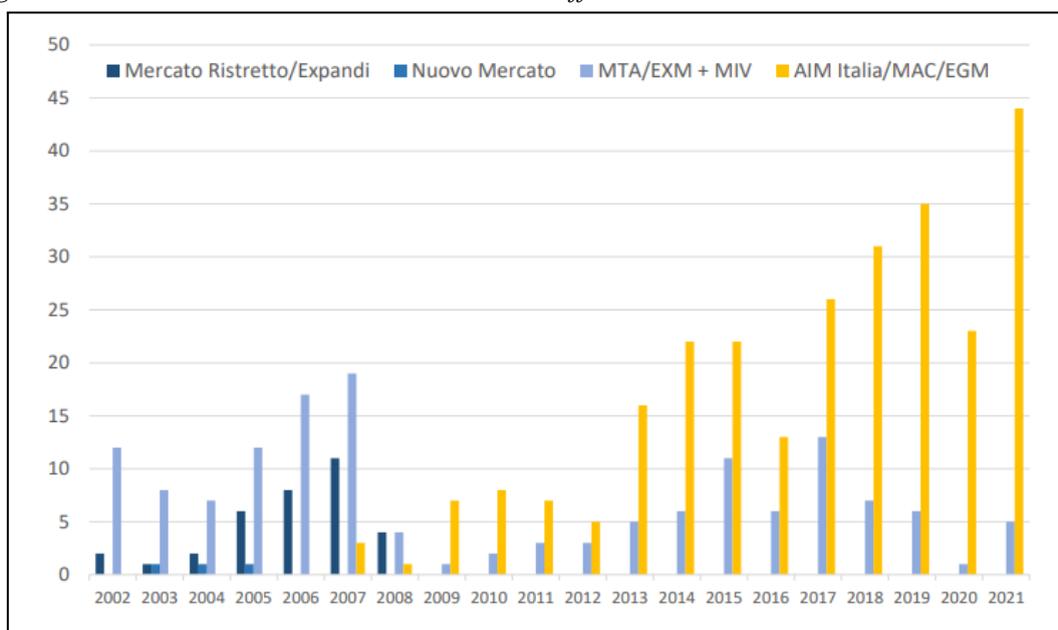
⁸⁷ In questo caso la società non quotata si fonde con la SPAC (acronimo di *Special Purpose Acquisition Company*), una 'società veicolo' che si è precedentemente quotata in Borsa tramite un'IPO e, dopo la fusione, si delista.

⁸⁸ Con il trasferimento da altri listini si può far riferimento ad un passaggio dal listino principale a EGM oppure ad ammissioni di società già quotate all'estero (cross-listing). Durante il periodo oggetto di analisi si sono registrati 21 trasferimenti di società dal listino EGM al listino principale EXM.

dall'anno successivo all'inizio dell'emergenza sanitaria, i risultati indicano una forte ripresa, con un aumento dei nuovi ingressi a Piazza Affari, in particolar modo per il listino secondario.

Infine, l'istogramma conferma quanto emerso in precedenza: il numero delle nuove ammissioni avvalorla la crescita del segmento EGM e scapito dell'arretramento del listino principale che, negli ultimi 10 anni, registra circa 6 nuove ammissioni ogni anno, contro una media di 30 nuovi ingressi annui per il listino secondario.

Figura 2.2: Flusso di nuove ammissioni a Piazza Affari dal 2002 al 2021.



Fonte: Quaderni di ricerca Intermonte (2022).

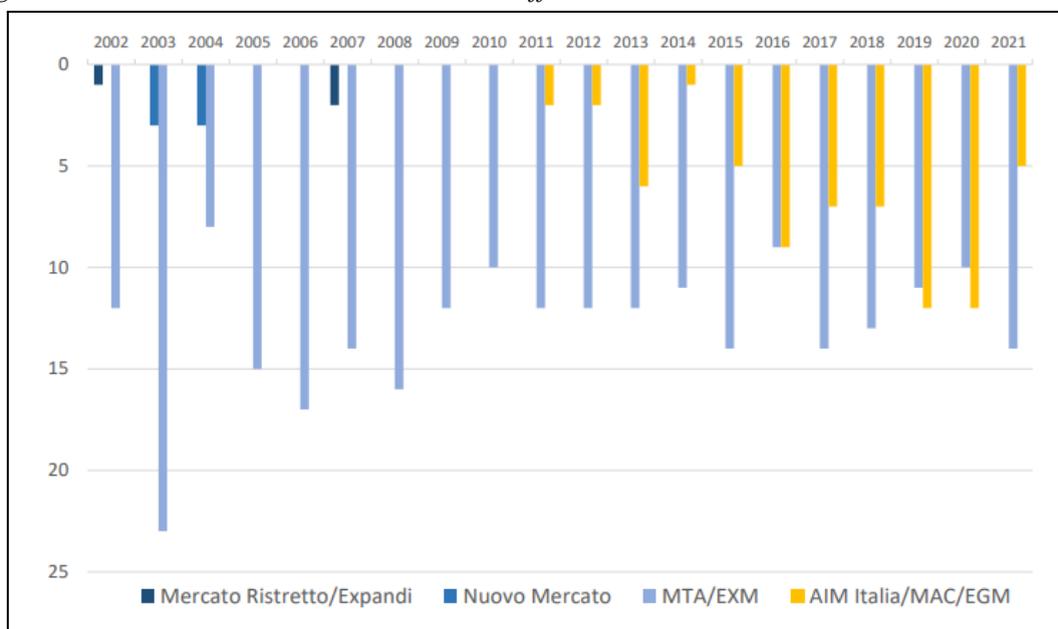
Per quanto riguarda il flusso in uscita, negli ultimi 20 anni si sono verificate 336 *delisting*⁸⁹, di cui 268 (pari all'80% del totale) sul listino principale EXM e 68 (il restante 20%) sul listino secondario EGM. L'istogramma presente nella figura sottostante mostra le cancellazioni che, ogni anno, si sono registrate nei due listini.

Osservando il grafico si può notare che, a differenza di quanto emerso precedentemente per il flusso di *listing*, le *revoche* sono ben distribuite durante tutto il ventennio. Il valore più alto registrato nel periodo oggetto di analisi è relativo al 2003, anno in cui, complessivamente, si sono verificati 26 *delisting*, seguito dal 2019 e dal 2020, con 23 *revoche* in ciascun anno. Nonostante la distribuzione temporale delle cancellazioni sia

⁸⁹ Anche in questo caso sono esclusi dal conteggio dei *delisting* i casi di trasferimenti dal segmento EGM al listino principale.

piuttosto omogenea, risulta interessante sottolineare che, negli ultimi 5 anni del periodo, si sono verificati 105 *delisting*, pari a circa un terzo del totale delle revoche (336) avvenute dal 2002 al 2021.

Figura 2.3: Flusso di cancellazioni da Piazza Affari dal 2002 al 2021.



Fonte: Quaderni di ricerca Intermonte (2022).

Il Report di Intermonte individua le seguenti fattispecie di *delisting*, distinguendo questi ultimi in base ai motivi, piuttosto eterogenei tra loro, che possono portare alla revoca della società quotata dal listino di Borsa. La cancellazione di un'impresa dal listino può avvenire in seguito a: cessazione dell'attività; mancanza dei requisiti; acquisizione esterna; operazione infragruppo⁹⁰; *business combination* di una SPAC; cancellazione a seguito di un'iniziativa volontaria da parte della società.

La tabella seguente evidenzia il flusso di *delisting* disaggregato secondo le tipologie precedentemente elencate. Osservando la tabella si può evidenziare il fatto che la maggior parte dei *delisting* avvenuti sul mercato principale è dovuta ad acquisizioni fatte da soggetti esterni, pari al 32% del totale, seguite dai *delisting* per decisione volontaria, pari al 30% del totale. Il listino secondario EGM mostra *trend* differenti in

⁹⁰ Con operazione infragruppo si fa riferimento al caso in cui si verifica la cancellazione di un'impresa quotata a seguito di una fusione con un'altra impresa quotata appartenente allo stesso gruppo proprietario. In questa fattispecie l'azienda rimane comunque quotata a Piazza Affari, sebbene come divisione di un'altra società quotata e non più autonomamente come in precedenza. Questa fattispecie di *delisting* si distingue dalle altre elencate in precedenza: se una società cancellata si fonde con un'altra impresa già quotata sul listino il mercato non subisce alcuna perdita di capitalizzazione.

quanto la maggioranza delle cancellazioni è legata soprattutto alla perdita dei requisiti minimi (19 casi, pari al 28%), seguiti dalla *business combination* e dalla cessazione dell'attività.

Tabella 2.1: Flusso di cancellazioni dai listini azionari di Borsa Italiana disaggregato per fattispecie di delisting.

	Fattispecie di <i>delisting</i>	Numero di cancellazioni nel periodo 2002-2021	Percentuale cancellazioni nel periodo 2002-2021
Mercato principale EXM	Cessazione	40	15%
	Mancanza dei requisiti	10	4%
	Acquisizione esterna	87	32%
	Operazione infragrupo	46	17%
	<i>Business combination</i>	5	2%
	Volontario	80	30%
	Totale	268	100%
Listino secondario EGM	Cessazione	7	10%
	Mancanza dei requisiti	19	28%
	Acquisizione esterna	13	19%
	Operazione infragrupo	3	4%
	<i>Business combination</i>	17	25%
	Volontario	9	13%
	Totale	68	100%

Fonte: elaborazione personale.⁹¹

Infine, risulta interessante indagare circa l'effetto che i *delisting* hanno avuto sulla capitalizzazione del mercato di Borsa Italiana nel corso degli ultimi 20 anni.

Il grafico sottostante mostra l'effetto quinquennale del flusso di nuove ammissioni e *delisting* sulla capitalizzazione di Borsa Italiana; l'incremento della capitalizzazione del mercato è dato dalla somma algebrica di quattro componenti:

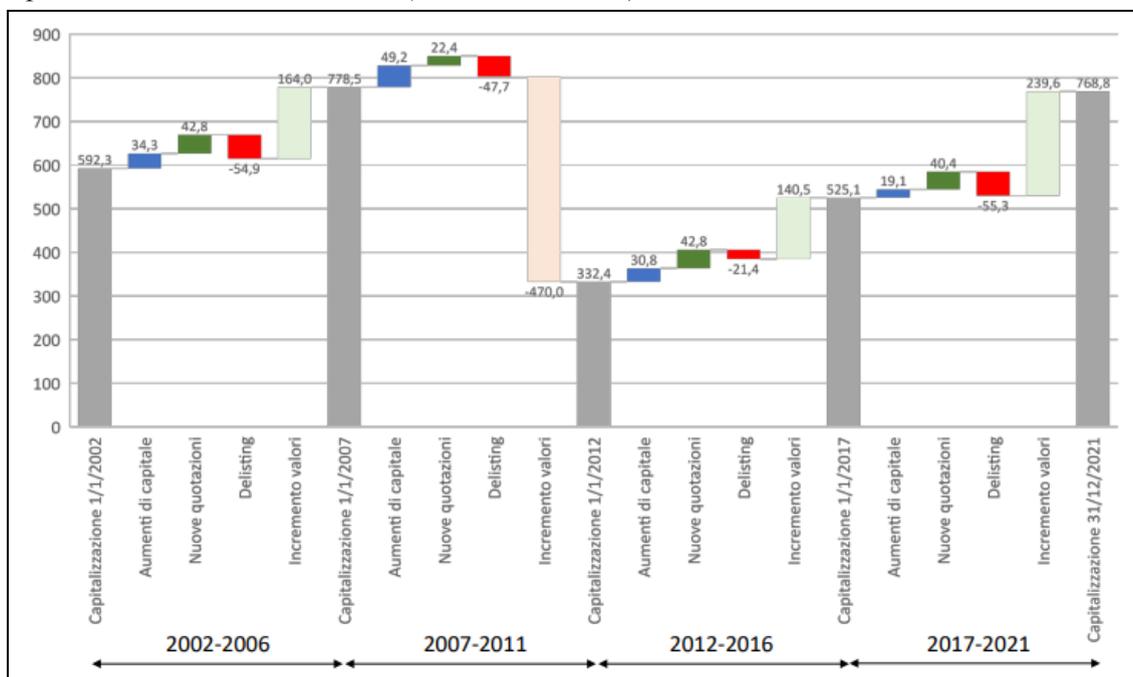
1. l'incremento dovuto ad aumenti di capitale da parte di imprese già presenti sui listini di Borsa Italiana;
2. il contributo positivo dato dall'ingresso di nuove società quotate (Ipo);

⁹¹ Elaborazione personale a partire dai dati resi disponibili da Borsa Italiana.

Fonte: Borsa Italiana (www.Borsaitaliana.it)

3. la perdita di capitalizzazione del mercato causata dai *delisting*⁹²;
4. l'apprezzamento o il deprezzamento dei valori azionari.

Figura 2.4: Effetto quinquennale del flusso di nuove ammissioni e *delisting* sulla capitalizzazione di Borsa Italiana (in miliardi di euro).



Fonte: Quaderni di ricerca Intermonte (2022).

Il grafico mostra tipicamente un saldo negativo fra incremento legato alle nuove ammissioni e decremento causato dai *delisting*, con la sola eccezione del quinquennio 2012-2016. Risulta interessante porre una particolare attenzione al quinquennio 2007-2011 in quanto si evidenzia una grande perdita di valore dei listini determinata dalla crisi finanziaria del 2008/2009 e, contestualmente, un ridotto apporto di patrimonio dalle nuove quotazioni, che risulta essere la metà rispetto a quello registrato negli altri anni. Infine, nell'ultimo quinquennio i *delisting* hanno determinato una importante perdita di capitalizzazione per Piazza Affari, superiore a 55 miliardi di euro, che si è 'mangiata' quasi un quarto della crescita dei corsi azionari nello stesso periodo (pari a 239,6 miliardi di euro). Questo dato risulta essere il maggiore che si è verificato negli ultimi 20 anni, seguito da quello relativo al primo quinquennio 2002-2006,

⁹² Ai fini dell'individuazione della perdita di capitalizzazione del mercato in seguito ai *delisting* che si sono susseguiti nel periodo oggetto di analisi Intermonte ha utilizzato la capitalizzazione di mercato della società delistata il giorno prima dell'annuncio del *delisting*, in modo da depurare il dato da eventuali premi offerti in caso di Opa.

durante il quale si era registrata una perdita di capitalizzazione dovuta alle cancellazioni dai listini pari a 54,9 miliardi di euro.

Al fine di individuare le tendenze recenti che interessano il mercato borsistico italiano in materia di *delisting*, il paragrafo successivo propone un approfondimento sul mercato principale EXM di Borsa Italiana focalizzato sull'ultimo triennio, dal 2019 al 2021.

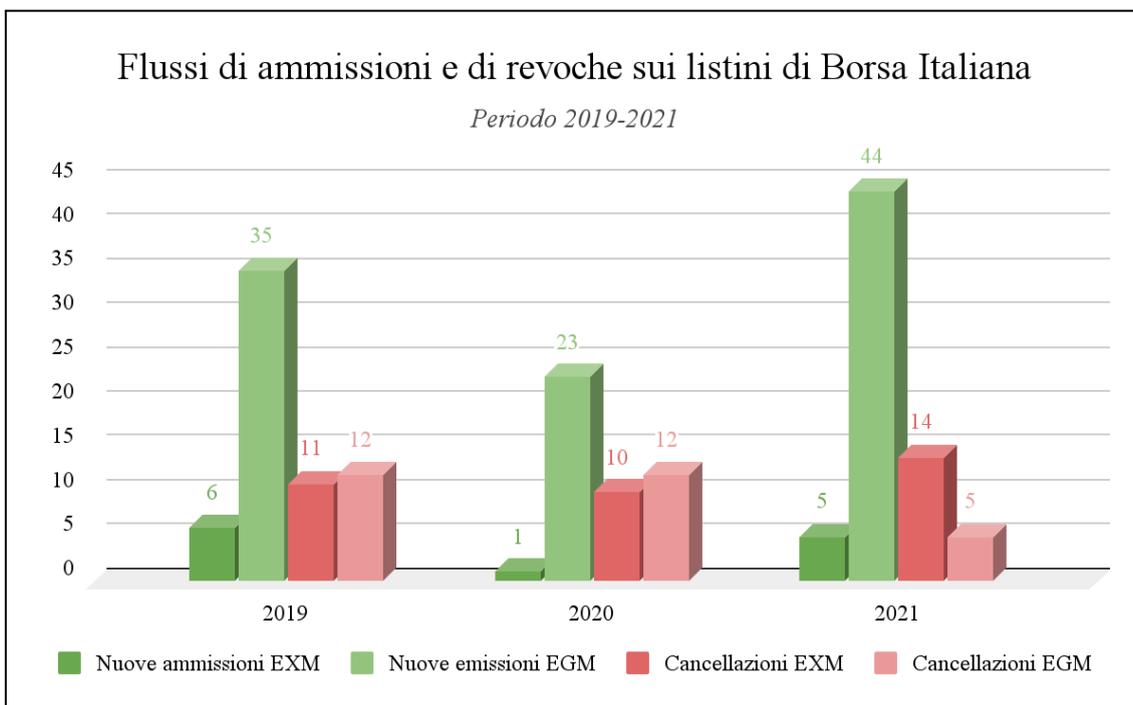
2.2 Focus sul mercato principale EXM di Borsa Italiana dal 2019 al 2021

Negli ultimi 3 anni le ammissioni a Piazza Affari sono state complessivamente 114, di cui 12 nel mercato principale EXM (10%) e 102 nel listino secondario EGM (90%); per quanto concerne le cancellazioni, invece, si sono verificati 64 *delisting*, la maggior parte (35 casi) riguarda il listino principale EXM (55%), mentre quello secondario ha subito la revoca di 29 società (45%).

Il triennio 2019-2021 è caratterizzato da una fase favorevole per Piazza Affari, con un saldo netto di *listing* e *delisting* complessivamente positivo per i listini di Borsa Italiana.

Questi numeri, inoltre, confermano il *trend* individuato dal *report* di Intermonte, in quanto si evince un forte arretramento del mercato principale, a fronte di una grande crescita di quello secondario che, negli ultimi 3 anni, ha visto approdare nel proprio listino 102 nuove imprese quotate (contro 12 ingressi nel mercato principale).

Grafico 2.1: Flussi di nuove ammissioni e cancellazioni dai listini azionari di Borsa Italiana tra il 2019 e il 2021.



Fonte: elaborazione personale.⁹³

⁹³ Elaborazione personale a partire dai dati resi disponibili da Borsa Italiana.

Fonte: Borsa Italiana (www.Borsaitaliana.it)

Guardando alla distribuzione temporale delle ammissioni degli ultimi tre anni, balza subito all'occhio la consistente riduzione del numero di nuove ammissioni nel 2020, anno caratterizzato da una forte incertezza causata dalla pandemia da Covid-19. Nel 2020 le nuove ammissioni sono state 24, ben 17 in meno rispetto all'anno precedente, registrando una variazione percentuale negativa pari a circa il 40% rispetto al 2019. Tuttavia, già dall'anno successivo, il numero di nuove ammissioni ha prontamente recuperato, e superato, i livelli pre-Covid; nel 2021 si contano, infatti, 49 nuovi ingressi a Piazza Affari e si registra una variazione percentuale positiva di circa il 20% rispetto al 2019 e del 104% rispetto al 2020.

Per quanto concerne le revoche dai listini azionari di Borsa Italiana, nei primi due anni del periodo considerato si rileva un numero di cancellazioni annuo piuttosto stabile, pari rispettivamente a 23 e 22, mentre il 2021 conta, complessivamente, solo 19 *delisting* (numero più basso registrato negli ultimi 5 anni, ovvero dal 2017 al 2021).

Nel prosieguo del presente paragrafo si esamineranno i flussi di *listing* e *delisting* che, nell'ultimo triennio, hanno interessato il mercato principale EXM. Successivamente, una particolare attenzione verrà data all'approfondimento del flusso di *delisting* degli ultimi tre anni, attraverso la costruzione e l'analisi di un campione ristretto, composto da 33 società, al fine di evidenziare le principali peculiarità del fenomeno nel nostro Paese e le tendenze attuali del mercato.

La tabella 2.5, riportata nella pagina successiva, mostra l'elenco delle ammissioni e dei *delisting* che hanno interessato il mercato principale EXM di Borsa Italiana tra il 2019 e il 2021.

I dati rivelano che, nel corso dell'ultimo triennio, ci sono state 12 nuove ammissioni al mercato principale EXM, di cui l'83% tramite Ipo, mentre i *delisting* sono stati 35.

Nonostante il saldo netto complessivo tra *listing* e *delisting* a Piazza Affari risultava essere positivo nel triennio considerato, approfondendo i flussi in entrata e in uscita che hanno interessato unicamente il mercato EXM, si evidenzia un saldo netto fortemente negativo (-23) nel listino principale di Borsa Italiana.

Figura 2.5: Elenco delle ammissioni e delle cancellazioni sul listino principale EXM di Borsa Italiana del 2019 al 2021.

MTA / MIV	Categorie	2019	2020	2021
Ammissioni (*)	IPO	Nexi - Sanlorenzo Italian Exhibition Group Newlat Food	GVS	Philogen - Seco The Italian Sea Group Interco - Ariston Hold.
	Fusioni	Covivio	-	-
	Business combination	Illimity Bank	-	-
Cancellazioni	Cessazione	-	Cose belle d'Italia Stefanel	-
	Mancanza requisiti	Gruppo Waste Italia	-	-
	Acquisizione esterna	Luxtotta Group Gr. Ceramiche Ricchetti	Gamenet GEDI Gruppo Editoriale Molmed Ubi Banca	Credito Valtellinese Guala Closures - Isagro Sicit Group - Astaldi Retelit - Reno De Medici
	Operazione infragruppo	Beni Stabili Gima TT	SIAS - Cir Poligrafici Editoriale	-
	Volontario	Ansaldo STS Parmalat Nice - Damiani M&C Italiaonline	Banco di Sardegna	IMA Massimo Zanetti Bev. Techedge - ASTM Panaria Group - Carraro Poligrafica S. Faustino

Fonte: Quaderni di ricerca Intermonte (2022).

Le cancellazioni dal listino principale che si sono registrate nell'ultimo triennio sono dovute a motivazioni piuttosto eterogenee tra loro. In particolare risulta interessante sottolineare che si sono verificate solo 2 cancellazioni per cessazione delle attività ordinarie dell'emittente, ed è il caso di *Cose belle d'Italia* e *Stefanel*, mentre nel triennio considerato solo 1 emittente è stato revocato da Borsa Italiana in seguito al venir meno dei requisiti minimi previsti dal Regolamento di Borsa Italiana (*Gruppo Waste Italia*).

Inoltre, si osservano 5 cancellazioni a seguito di fusione con un'altra impresa quotata appartenente allo stesso gruppo⁹⁴, le cosiddette operazioni infragruppo. Solitamente si tratta di operazioni atte a semplificare la struttura proprietaria ed è rilevante evidenziare il fatto che, in questi casi, l'impresa delistata rimane comunque quotata in Borsa ma come divisione della società quotata che l'ha acquistata e, di conseguenza, il mercato non subisce alcuna perdita di capitalizzazione.

Le revoche a seguito di acquisizione esterna, ovvero acquisizioni condotte da imprese terze o da fondi esterni al nucleo di controllo, sono state 13. In questi casi le società quotate vengono cancellate dal listino azionario in quanto, generalmente, vengono fuse

⁹⁴ Nello specifico *Beni stabili* è stata fusa con *Covivio* (ex Foncière des Régions), *Gima TT* con *IMA*, *SIAS* con *ASTM*, *CIR* con *Cofide* e, infine, *Poligrafici Editoriale* con *Monrif*.

nell'azienda che le acquisisce oppure, a seguito dell'acquisizione, viene a mancare il flottante minimo previsto dal Regolamento per mantenere lo *status* di impresa quotata. Le acquisizioni sono state condotte sia da fondi di *private equity*, sia da gruppi industriali quasi sempre esteri, tranne nel caso di *Ubi Banca*⁹⁵ e il *Gedi Gruppo Editoriale*⁹⁶ che sono state acquisite da dei gruppi italiani. È importante sottolineare che il caso di *Astaldi* (delistata a seguito di un'acquisizione esterna nel 2021), è l'unico che, a seguito del *delisting*, rimane parte di un gruppo quotato in Italia⁹⁷ e, quindi, non causa alcuna perdita di capitalizzazione per Borsa Italiana.

La maggior parte delle revoche che hanno interessato il mercato primario di Borsa Italiana tra il 2019 e il 2021 appartengono alla fattispecie di *delisting* volontario (14 casi, pari al 40% del totale), ovvero cancellazioni avvenute a seguito di un'iniziativa volontaria condotta da chi è al controllo dell'impresa. Come si approfondirà in seguito, la maggior parte dei *delisting* volontari avviene tramite un'Opa ma, in alcuni casi, può aver luogo attraverso una richiesta volontaria a Borsa Italiana o può essere effettuata tramite una fusione con una società non quotata.

⁹⁵ A febbraio 2020 il CEO di *Intesa Sanpaolo* annuncia il lancio di un'Opac volontaria nei confronti di *Ubi Banca*. L'offerta si è conclusa, a luglio 2020, con il raggiungimento da parte di *Intesa Sanpaolo* del 91% del capitale di *Ubi Banca*. L'offerta si conclude il 30 luglio 2020 col raggiungimento del 91,0149% del capitale di *UBI*. Pertanto avendo superato il 90% del capitale sociale, in capo a *Intesa Sanpaolo* è scattato l'obbligo di acquisto e, successivamente, sono state avviate le procedure di *delisting* che hanno portato *Intesa Sanpaolo* a diventare l'unico azionista di *UBI Banca*. Dal 5 agosto 2020, avendo un flottante inferiore al 10%, *Ubi Banca* è uscita dal FTSE MIB, l'indice principale della Borsa Italiana, in cui era presente ininterrottamente dalla sua nascita nel giugno 2009.

⁹⁶ Ad agosto 2020 la *Giano Holding*, società costituita ad hoc da EXOR per l'acquisizione di GEDI, conclude l'Opa sulle restante azioni di GEDI, raggiunge il 100% del capitale sociale e, contestualmente, avviene la revoca della società dal listino azionario (nell'Opa volontaria la *Giano Holding* aveva ottenuto il 92% delle azioni che hanno determinato l'obbligo di acquisto in capo all'offerente).

⁹⁷ *Astaldi* (la seconda azienda italiana nel settore delle costruzioni) nel 2021 è entrata a far parte del gruppo *We Build*, il gigante italiano delle grandi opere infrastrutturali, dando vita a uno dei primi colossi europei nella costruzione di infrastrutture.

2.3 Analisi di un campione ristretto

All'interno del presente paragrafo si analizzano i dati riguardanti i *delisting* societari avvenuti in Italia grazie allo studio di un campione ristretto. L'obiettivo principale dell'analisi empirica di seguito presentata è individuare quali sono le principali fattispecie di *delisting*, le tecniche più utilizzate dalle società per abbandonare il listino, i settori più colpiti da questo processo e l'effetto che il fenomeno del *delisting* ha sulla capitalizzazione di Borsa. Infine, verrà prestata particolare attenzione al premio o sconto riconosciuto agli azionisti fase di *delisting*, al fine di individuare le principali tendenze del mercato azionario del nostro Paese.

Il campione analizzato, inizialmente composto dalle 35 società che sono state delistate dal mercato principale di Borsa Italiana tra il 2019 e il 2021⁹⁸, è stato ridimensionato a 33 imprese, in quanto due di esse sono state escluse dall'analisi per mancanza di dati completi. In particolare sono state escluse dall'analisi *ASTM*, delistata in seguito ad un'iniziativa volontaria da parte dell'emittente nel 2021, e *Gruppo Waste Italia*, l'unica azienda ad essere stata delistata da Borsa Italiana a causa della mancanza dei requisiti minimi nei tre anni oggetto di analisi.

Al fine della realizzazione della presente analisi empirica è stato costruito un database contenente, per ciascuna delle 33 società, i seguenti dati:

- la fattispecie di *delisting*;
- la tecnica utilizzata dalle società per abbandonare il listino;
- il settore della società delistata;
- la data del *delisting*;
- la data di annuncio del *delisting*;
- il volume degli scambi relativo a tre diversi periodi di tempo: volume degli scambi il giorno prima dell'annuncio del *delisting* e la media dei volumi scambiati 1 mese, 3 mesi e 6 mesi rispetto al giorno prima dell'annuncio del *delisting*;⁹⁹

⁹⁸ L'elenco delle società che compongono il campione di analisi è riportato nella tabella intitolata "Elenco delle ammissioni e delle cancellazioni sul listino principale EXM di Borsa Italiana del 2019 al 2021." nella sezione relativa alle cancellazioni.

⁹⁹ Il volume indica il numero di titoli scambiati nell'arco di un determinato periodo di tempo.

- il prezzo di riferimento¹⁰⁰ dello strumento finanziario nell'ultimo giorno di *trading* del titolo;
- il prezzo di riferimento del titolo relativo al giorno prima dell'annuncio del *delisting* e la media dei prezzi di riferimento dello strumento finanziario di tre diversi archi temporali: 1 mese, 3 mesi e 6 mesi rispetto al giorno prima dell'annuncio di *delisting*;
- il prezzo medio ponderato per i volumi relativo al giorno prima dell'annuncio di *delisting* e la media del prezzo ufficiale¹⁰¹ in tre diversi archi temporali: 1 mese, 3 mesi e 6 mesi rispetto al giorno prima dell'annuncio di *delisting*;
- il prezzo offerto in sede di *delisting*;
- la capitalizzazione di mercato¹⁰² relativa al giorno prima dell'annuncio di *delisting* (espressa in milioni di euro);
- il numero delle azioni quotate (in milioni di azioni);
- il flottante espresso sia in milioni di azioni sia come percentuale rispetto al numero totale delle azioni quotate della società.¹⁰³

Il volume è un indicatore della liquidità di una determinata attività finanziaria; più è elevato il volume degli scambi e più è liquido lo strumento.

“In genere un aumento o una riduzione considerevole del volume è seguito da una forte variazione nel prezzo del titolo, indice dell'aumentato/calato interesse degli investitori per il titolo o per il mercato. Per tale motivo il volume è uno strumento piuttosto utilizzato in analisi tecnica per esaminare l'andamento e la consistenza delle contrattazioni di un titolo, con l'obiettivo di prevederne l'andamento futuro.”

Fonte: Borsa Italiana (www.Borsaitaliana.it).

¹⁰⁰ *“Il prezzo di riferimento è dato dal prezzo di asta di chiusura o, in mancanza di questo, dalla una media ponderata dei contratti conclusi in un determinato intervallo temporale. In mancanza di quest'ultimo valore, il prezzo di riferimento è pari al prezzo dell'ultimo contratto concluso e, se manca anche questo, equivale al prezzo di riferimento del giorno precedente.”*

Fonte: Borsa Italiana (www.Borsaitaliana.it).

¹⁰¹ *“Il prezzo ufficiale giornaliero di uno strumento finanziario è il prezzo medio ponderato di tutti gli scambi avvenuti su un dato mercato durante la seduta.”*

Fonte: Borsa Italiana (www.Borsaitaliana.it).

¹⁰² La capitalizzazione di mercato, anche detta capitalizzazione azionaria o *market cap*, è uno dei concetti base della corporate finance e indica il valore di mercato totale delle azioni di una società quotata, ovvero il valore di tutte le azioni esistenti e già in circolazione (outstanding shares). La capitalizzazione corrisponde al prodotto tra il numero delle azioni quotate in Borsa e il corrispondente prezzo ufficiale.

¹⁰³ Il flottante indica la quantità di azioni di una società che non costituiscono le partecipazioni di controllo e che quindi sono effettivamente disponibili per le negoziazioni di Borsa.

Fonte: Borsa Italiana (www.Borsaitaliana.it).

La maggior parte dei dati è stata presa da *Bloomberg Terminal*¹⁰⁴, ad eccezione della fattispecie di *delisting*, la tecnica di *delisting*, la data effettiva del *delisting*, la data di annuncio del *delisting* ed il prezzo offerto; queste ultime informazioni, come detto nel seguito, sono state ottenute da altre fonti pubbliche.

Per quanto riguarda la fattispecie di *delisting* si è deciso di seguire la tassonomia adottata dallo studio di *Intermonte*, che individua la seguente classificazione: cancellazione per cessazione delle attività ordinarie; cancellazione a seguito della mancanza dei requisiti minimi previsti dal regolamento di Borsa Italiana; cancellazione a seguito di un'acquisizione; cancellazione a seguito di una fusione in un'altra impresa quotata appartenente allo stesso gruppo (operazioni infragruppo); cancellazione a seguito di un'iniziativa volontaria da parte dell'emittente.

La data effettiva del *delisting* e la tecnica utilizzata per abbandonare la quotazione sono state reperite sul sito indipendente di economia e finanza "*Soldi Online*".

Una delle informazioni più rilevanti dell'analisi effettuata è stata la determinazione della data di annuncio del *delisting*, in quanto fondamentale ai fini dell'individuazione del prezzo ufficiale preannuncio e per il calcolo della media 1 mese, 3 mesi e 6 mesi rispetto al giorno prima dell'annuncio. Per identificare la data di annuncio del *delisting* è stata svolta una ricerca dei documenti relativi al momento in cui il mercato ha avuto informazione che la società sarebbe uscita dal listino. Per quanto concerne le società che sono state delistate a seguito di un'Opa, la data dell'annuncio è stata reperita all'interno del documento di offerta¹⁰⁵, per le fusioni, invece, è stata individuata all'interno del documento dell'atto di fusione¹⁰⁶ mentre per le altre fattispecie di *delisting* è stato fatto riferimento ad alcuni articoli di giornale di diverse testate giornalistiche quali "*Milano Finanza*", "*Il messaggero*", "*First Online*", "*la Repubblica*".

¹⁰⁴ *Bloomberg Terminal* è il prodotto principale di *Bloomberg*, la società fondata nel 1981 dall'ex sindaco di New York Michael Bloomberg.

Bloomberg Terminal rappresenta un punto di riferimento per investitori, *trader* e analisti di tutto il mondo in quanto fornisce dati e *news* autorevoli 24 ore su 24 attraverso una piattaforma (a pagamento) di analisi e *trading* azionario che offre più di 30mila funzioni.

¹⁰⁵ I documenti di offerta sono pubblicati sul sito della CONSOB (www.consob.it).

¹⁰⁶ Gli atti di fusione, così come i documenti di offerta delle Opa, sono stati reperiti all'interno dell'archivio della CONSOB (www.consob.it).

Infine, la seconda informazione più rilevante ai fini della presente analisi, oltre alla data di annuncio del *delisting*, è il prezzo offerto agli azionisti in sede di cancellazione. Per le società delistate in seguito da un'Opa è stato possibile individuare il prezzo offerto all'interno del documento d'offerta mentre per le società che hanno subito la cancellazione dal listino a seguito di una fusione il prezzo offerto è stato calcolato in base al rapporto di cambio con la società incorporante¹⁰⁷.

La banca dati così costruita, utilizzata ai fini della realizzazione della presente analisi empirica, è visionabile all'allegato 1.

2.3.1 Analisi dei risultati

La tabella seguente riassume il flusso di *delisting* che ha interessato il listino principale EXM di Borsa Italiana nel triennio 2019-2021, disaggregato secondo le fattispecie di *delisting* considerate.

Tabella 2.2: Flusso di cancellazioni dal listino principale di Borsa Italiana (EXM) disaggregato per fattispecie di *delisting*.

	<i>Fattispecie di delisting</i>	2019	2020	2021	Totale	%
Mercato principale EXM	Cessazione	0	2	0	2	6%
	Mancanza dei requisiti	0	0	0	0	0%
	Acquisizione esterna	2	4	7	13	39%
	Operazione infragruppo	2	3	0	5	15%
	Volontario	6	1	6	13	39%
	Totale		10	10	13	33

Fonte: elaborazione personale.¹⁰⁸

L'approfondimento circa la composizione del campione oggetto di studio mostra che, tra il 2019 e il 2021, solo il 6% delle società (2 casi) ha subito un *delisting* involontario¹⁰⁹; più nel dettaglio nel periodo oggetto di studio nessuna società è stata

¹⁰⁷ Il rapporto di cambio è stato individuato all'interno dell'atto di fusione o all'interno di articoli appartenenti a testate giornalistiche indipendenti di economia, finanza e Borsa.

¹⁰⁸ Elaborazione personale a partire dai dati resi disponibili da Borsa Italiana.

Fonte: Borsa Italiana (www.Borsaitaliana.it)

¹⁰⁹ Riprendendo la tassonomia definita all'interno del paragrafo 1.1.2, il *delisting* involontario si manifesta ogni qualvolta è l'istituzione regolatrice del mercato a deliberare la revoca del titolo dalle negoziazioni e racchiude al suo interno sia i casi di revoca a causa del venir meno dei requisiti minimi ai fini della quotazione, sia i casi di revoca a seguito della cessazione delle attività dell'emittente (nei casi di fallimento, amministrazione straordinaria e liquidazione).

delistata dalla società di gestione del mercato a causa della mancanza dei requisiti minimi richiesti per la quotazione e sono solo 2 le imprese che sono state revocate da Borsa Italiana in seguito alla cessazione delle attività ordinarie dell'emittente.

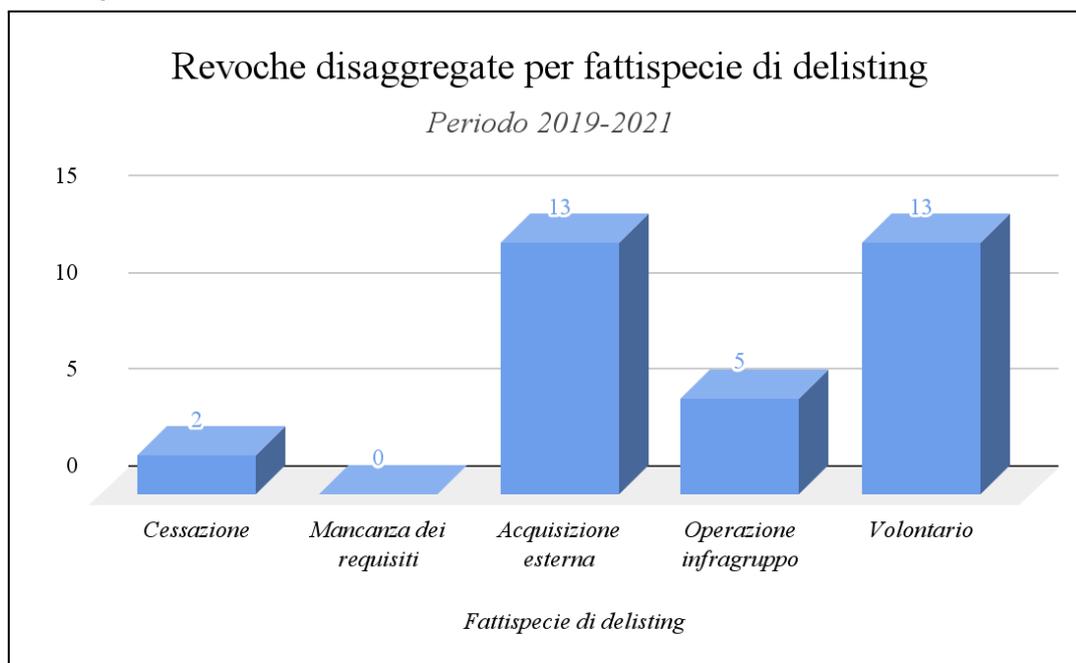
Inoltre, si evince che il 15% delle società è stato oggetto di una fusione in un'altra impresa (fusione per incorporazione) quotata, appartenente allo stesso gruppo (operazioni infragruppo). È importante sottolineare che tali operazioni formalmente sono classificate come *delisting*, in quanto effettivamente i titoli di queste società vengono revocati dal listino, ma le società incorporate, anche in seguito alla cancellazione, risultano comunque quotate a Piazza Affari, non più in maniera autonoma ma come divisione della società incorporante.

Dall'analisi dei risultati riportati nella tabella 2.2, si evince che il *delisting* a seguito di un'acquisizione esterna e quello a seguito di decisione volontaria da parte dell'emittente sono le due fattispecie più frequenti nel mercato principale di Borsa Italiana nell'ultimo triennio pari, entrambe, al 39% del totale. Se si guarda alla distribuzione temporale dei *delisting* a seguito di acquisizione esterna si può notare un *trend* in crescita di questa fattispecie nell'ultimo triennio; in particolare si registra una variazione positiva del 100% tra il 2019 e il 2020 e un aumento del 75% tra il 2020 e il 2021. Ad eccezione dell'anno 2020, che ha rappresentato una 'pausa di riflessione' per i *delisting* volontari, questa fattispecie di *delisting* non mostra alcun *trend* in crescita o in diminuzione ma risulta avere un andamento piuttosto stazionario, registrando 6 casi sia nel 2019 sia nel 2021.

Dall'analisi del campione emerge che la fattispecie di *delisting* predominante è quella volontaria (pari al 39%) e che solo il 6% dei casi è riconducibile ad un *delisting* forzoso. La presente analisi empirica conferma, quindi, quanto sostenuto in letteratura, ovvero che la fattispecie di *delisting* involontario (in particolar modo ci si riferisce al *delisting* involontario causato dalla mancanza dei requisiti previsti dal regolamento della società che gestisce il mercato) risulta essere meno ricorrente nei mercati europei come il nostro, in quanto caratterizzati da una normativa meno stringente circa i requisiti da rispettare per poter mantenere lo *status* di impresa quotata rispetto a quella che contraddistingue i mercati anglosassoni.

Il grafico a barre di seguito riportato mostra il flusso di cancellazioni dal mercato principale di Borsa Italiana nel periodo 2019-2021, disaggregato per fattispecie di *delisting*.

Grafico 2.2: Revoche dal listino principale di Borsa Italiana (EXM) disaggregate per fattispecie di *delisting*.



Fonte: elaborazione personale.¹¹⁰

Ai fini dell'individuazione delle principali tecniche utilizzate dalle società per abbandonare il mercato principale di Piazza Affari è stata redatta la seguente tabella, la quale riassume il flusso di *delisting* che ha interessato il mercato principale EXM di Borsa Italiana nel triennio 2019-2021.

Tabella 2.2: Flusso di cancellazioni dal listino principale di Borsa Italiana (EXM) disaggregato per tecniche di *delisting* utilizzate.

Tecnica di <i>delisting</i>	2019	2020	2021	Numerosità	%
Decisione Borsa Italiana	0	2	0	2	6%
Operazione di Fusione	3	3	2	8	24%
OPA	7	5	11	23	70%
Totale	10	10	13	33	100%

Fonte: elaborazione personale.¹¹¹

¹¹⁰ Elaborazione personale a partire dai dati resi disponibili da Borsa Italiana.

Fonte: Borsa Italiana (www.Borsaitaliana.it)

¹¹¹ Elaborazione personale a partire dai dati resi disponibili da Borsa Italiana.

Fonte: Borsa Italiana (www.Borsaitaliana.it)

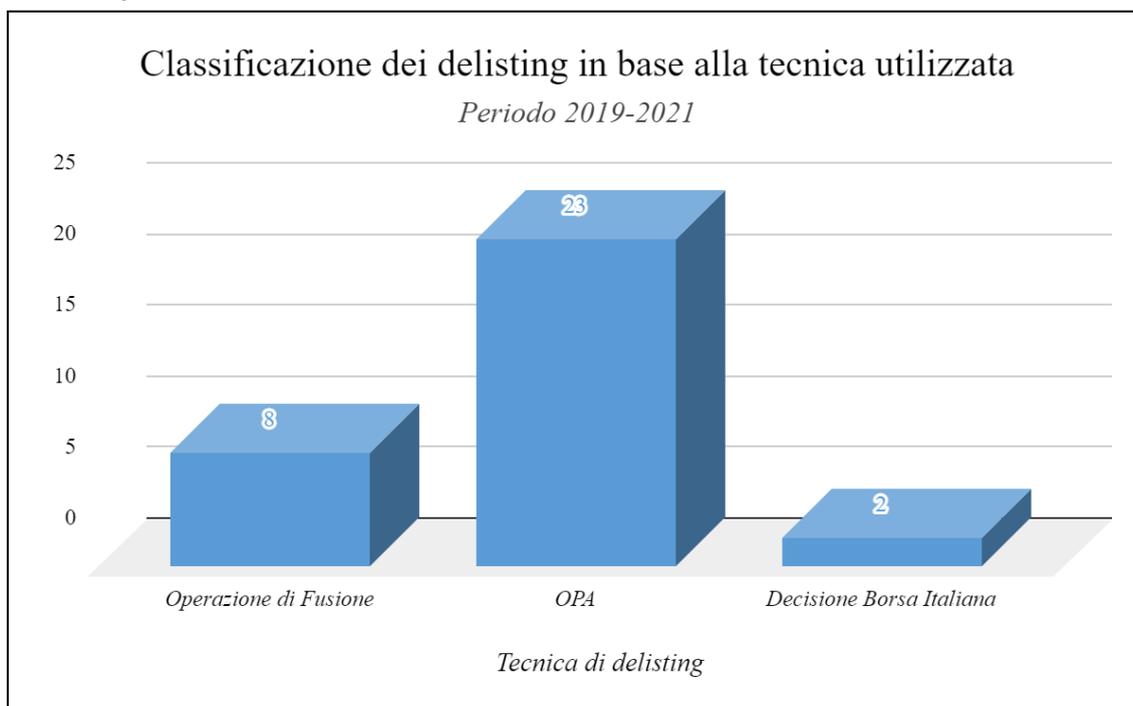
L'indagine compiuta sul campione dei delisting avvenuti nel triennio 2019-2021 nel mercato EXM di Borsa Italiana dimostra che, nel nostro Paese, la tecnica più utilizzata dalle società per abbandonare la quotazione è l'Opa. Negli anni oggetto di analisi, infatti, sono ben 23 le società che sono state delistate in seguito ad un'Opa, per una percentuale pari al 70% del totale dei casi. L'Opa risulta essere la tecnica favorita per l'espletamento della fattispecie di delisting volontario (nell'85% dei casi, infatti, le società che decidono volontariamente di delistarsi lo fanno mediante l'utilizzo di un'Opa) ma soprattutto la tecnica prediletta per portare a termine i delisting a seguito di un'acquisizione esterna (nel 92% dei casi l'acquisizione esterna, e la contestuale revoca dal listino, avviene tramite un'Opa). La fusione, invece, risulta essere la seconda tecnica più frequente che porta al *delisting* delle società quotate facenti parte del campione analizzato; nel 24% dei casi (8 *delisting*), infatti, la revoca è stata indotta da un'operazione di fusione. Risulta rilevante sottolineare che, oltre alle 5 le operazioni infragruppo che sono state realizzate mediante un'operazione di fusione per incorporazione, si sono registrati 3 casi di *delisting* indotti da un'operazione di fusione ed è il caos di *Astaldi* (acquisizione esterna), *Poligrafica S. Faustino* (decisione volontaria) e *M&C* (decisione volontaria). Inoltre, solo 2 società sono state revocate dal listino per decisione di Borsa Italiana ed è il caso di *Cose Belle d'Italia* e *Stefanel*, entrambe delistate nel 2020 per cessazione delle attività ordinarie dell'emittente. Infine, le evidenze empiriche mostrano la totale assenza delle fattispecie di delisting a seguito di esplicita richiesta da parte dell'emittente a Borsa Italiana. Risulta ragionevole giustificare tale risultato empirico con il fatto che, come è emerso dalla presente analisi, le società hanno una preferenza nell'utilizzo delle tecniche alternative dell'OPA e della fusione in quanto, pur rispettando l'art. 133 del TUF¹¹², riescono ad uscire dal listino con minori rischi di cause con i soci di minoranza nel periodo *post delisting*.

In conclusione, i risultati empirici ottenuti avvalorano il fatto che le aziende italiane abbandonano la Borsa principalmente tramite l'operazione dell'Offerta Pubblica d'Acquisto.

¹¹² L'articolo 133 del TUF sancisce che: “Le società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani, previa deliberazione dell'assemblea straordinaria, possono richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari, secondo quanto previsto dal regolamento del mercato, se ottengono l'ammissione su altro mercato regolamentato italiano o di altro paese dell'Unione Europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla CONSOB con regolamento.”

Il grafico a barre di seguito riportato mostra il flusso di cancellazioni dal mercato principale di Borsa Italiana nel periodo 2019-2021, disaggregato in base alla tecnica utilizzata.

Grafico 2.3: Revoche dal listino principale di Borsa Italiana (EXM) disaggregate per tecniche di delisting utilizzate.



Fonte: elaborazione personale.¹¹³

Al fine di analizzare in termini settoriali il fenomeno del *delisting*, si è scelto di utilizzare la tassonomia di classificazione dei settori ICB (acronimo di “*Industry Classification Benchmark*”).

L’ICB è un sistema riconosciuto a livello globale che viene utilizzato al fine di assegnare a tutte le società quotate sottosectori appropriati di industrie specifiche. Il sistema classifica ogni società quotata, e i relativi titoli, in base ad una gerarchia formata da quattro livelli: industria, super-settore, settore e sottosettore. La sua struttura a quattro livelli (composta da 11 industrie, 20 super-settori, 45 settori e 173 sottosectori) offre un solido sistema per confrontare e analizzare organizzazioni simili. Il sistema

¹¹³ Elaborazione personale a partire dai dati resi disponibili da Borsa Italiana. Fonte: Borsa Italiana (www.Borsaitaliana.it)

classifica ogni azienda nel sottosettore che più rappresenta la natura della sua attività, ovvero nel sottosettore che rappresenta la sua fonte primaria di reddito.¹¹⁴

Al fine di individuare il giusto compromesso tra generalità e dettaglio, si è scelto di classificare le società delistate facenti parte del campione in base al loro ICB *super-sector* di provenienza.

Nella tabella 2.3 si possono osservare i principali settori colpiti dai *delisting* nel periodo 2019-2021.

Tabella 2.3: Revoche dal listino principale di Borsa Italiana (EXM) disaggregate per settore di appartenenza.

SETTORE		
<i>ICB supersector</i>	<i>n.</i>	<i>%</i>
Automobiles and Parts	1	3%
Banks	3	9%
Chemicals	2	6%
Construction and Materials	3	9%
Consumer Products and Services	1	3%
Financial Services	1	3%
Food, Beverage and Tobacco	2	6%
Health Care	1	3%
Industrial Goods and Services	9	27%
Media	4	12%
Real Estate	1	3%
Retail	2	6%
Technology	1	3%
Telecommunications	1	3%
Travel and Leisure	1	3%
TOTALE	33	100%

Fonte: elaborazione personale.¹¹⁵

¹¹⁴ Il sistema di classificazione ICB è uno dei due sistemi di classificazione impiegato dalle borse di tutto il mondo; esso, ad esempio, è adottato dalle seguenti borse valori: Euronext, NASDAQ OMX, London Stock Exchange, Taiwan Stock Exchange, Johannesburg Stock Exchange, Borsa Italiana, Singapore Stock Exchange, Athens Stock Exchange, SIX Swiss Exchange, Cyprus Stock Exchange e Borsa Kuwait. L'ICB compete con il Global Industry Classification Standard (GICS), sistema adottato dalla Borsa di Toronto e dalla Borsa valori australiana.

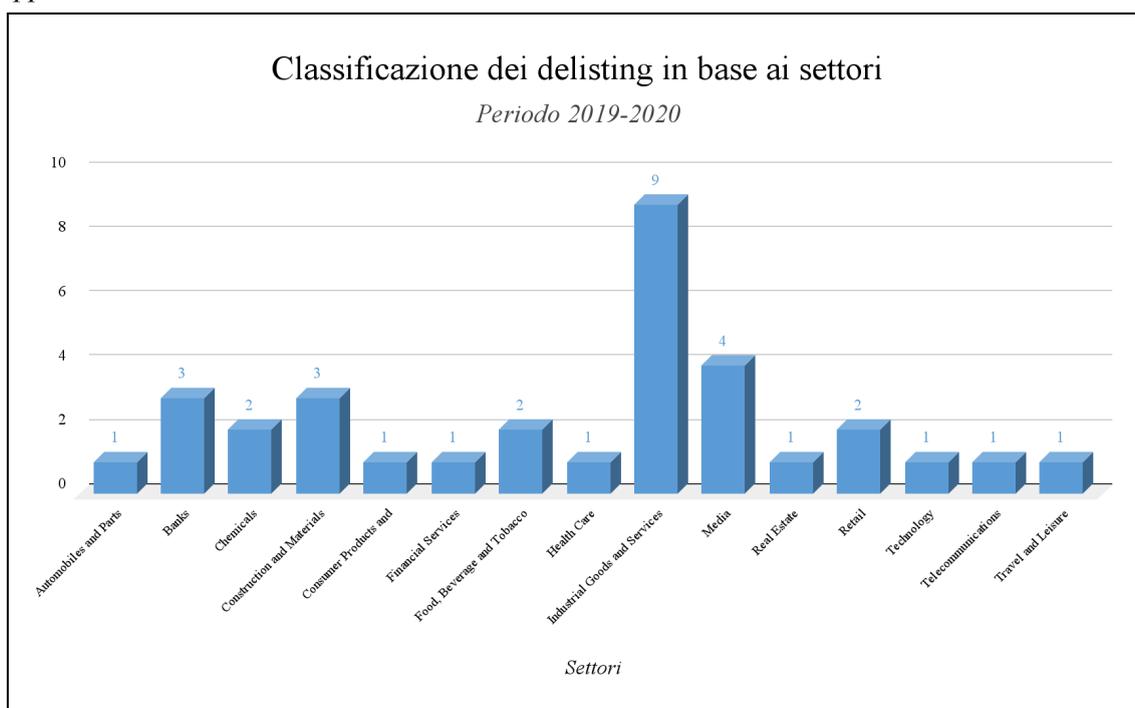
Fonte: <https://www.ftserussell.com/data/industry-classification-benchmark-icb>

¹¹⁵ Elaborazione personale a partire dai dati scaricati da *Bloomberg Terminal*.

Appare evidente che, nel nostro Paese, il settore più colpito dal fenomeno del *delisting* è quello degli “*Industrial Goods and Services*” (relativo ai beni e servizi industriali), con un totale di 9 casi (27%), seguito dal settore dei “*Media*”, con un totale di 4 casi (12%). Nel settore “*Construction and Materials*” (relativo all’edilizia e ai materiali), così come nel settore finanziario (“*Banks*”), rientrano il 9% dei casi di *delisting*. Infine, i restanti settori presentano tutti percentuali di *delisting* ridotte, inferiori al 9%; tra questi i più colpiti, con una percentuale pari al 6% ciascuno, sono i settori “*Chemicals*”, “*Food, Beverage and Tobacco*” e “*Retail*”.

Il grafico a barre 2.4 mostra il flusso di cancellazioni dal mercato principale di Borsa Italiana nel periodo 2019-2021, disaggregato in base al settore di provenienza.

Grafico 2.4: Revoche dal listino principale di Borsa Italiana (EXM) disaggregate per settore di appartenenza.



Fonte: elaborazione personale.¹¹⁶

¹¹⁶ Elaborazione personale a partire dai dati scaricati da *Bloomberg Terminal*.

Infine, risulta interessante indagare circa l'effetto che i *delisting* facenti parte del campione oggetto di studio hanno avuto sulla capitalizzazione del mercato di Borsa Italiana. Al fine di individuare la perdita di capitalizzazione sono state sommate le *market cap*¹¹⁷ di tutte le società delistate, ad eccezione di quelle oggetto di un'operazione infragruppo (5 casi) e del caso di *Astaldi* in quanto, come emerso in precedenza, questi *delisting* non hanno causato alcuna perdita di capitalizzazione per Borsa Italiana.¹¹⁸ I risultati ottenuti mostrano che, nel triennio 2019-2021, i *delisting* hanno determinato una importante perdita di capitalizzazione per Piazza Affari superiore a 42 miliardi di euro, pari all'8% della capitalizzazione di Borsa all'inizio del trimestre.¹¹⁹

Approfondimento sull'operazione dell'OPA.

L'indagine compiuta, quindi, conferma e avvalorava quanto sostenuto nella prima parte del presente elaborato di tesi, ovvero che, in Italia, la maggior parte dei *delisting* è riconducibile ad un'Opa (sia per quanto concerne la fattispecie di acquisizione esterna sia quella a seguito di decisione volontaria da parte dell'emittente). Per questo motivo risulta particolarmente interessante approfondire questa tecnica di *delisting* distinguendo tra Opa, Opac e Opas nonché tra Opa volontaria e obbligatoria. Risulta infine importante indagare circa l'eventuale premio o sconto incorporato dal corrispettivo dell'Opa rispetto all'andamento del titolo prima dell'annuncio del *delisting*.

Nel triennio oggetto di approfondimento si sono registrate solo 3 offerte pubbliche di scambio (Opac) sul totale delle 22 Opa (13%); è il caso di *Ubi Banca*, *Banco di Sardegna* e *Luxottica*. Inoltre, nonostante la maggior parte delle Opa finalizzate al

¹¹⁷ Al fine di individuare la perdita di capitalizzazione del mercato principale (EXM) di Borsa Italiana a causa dei *delisting* dal punto di vista metodologico si è optato per prendere come riferimento la *market cap* della società delistata relativa al giorno prima dell'annuncio del *delisting* o, comunque, del momento in cui il mercato ha avuto l'informazione che la società sarebbe uscita dal listino. Ciò ha consentito di depurare il risultato da eventuali premi offerti in caso di OPA, che non ci sarebbero stati se la società non fosse uscita dal mercato.

¹¹⁸ Ogni qualvolta la società cancellata si fonde con un'altra impresa quotata su Borsa Italiana non viene conteggiata alcuna perdita di capitalizzazione del mercato. È il caso delle 5 operazioni infragruppo facenti parte del campione oggetto di studio (fattispecie in cui l'impresa delistata rimane comunque quotata in Borsa ma come divisione della società quotata che l'ha acquistata) e di *Astaldi* (l'unica società del campione che, a seguito dell'acquisizione esterna, rimane parte di un gruppo quotato in Italia).

¹¹⁹ Secondo Borsa Italiana la capitalizzazione complessiva delle società quotate a Piazza Affari alla fine del 2018 si attesta a 543 miliardi di euro, pari al 33,5% del PIL dello stesso anno.

Fonte: Review dei Mercati 2018 di Borsa Italiana (www.Borsaitaliana.it).

delisting sia di tipo obbligatorio (52%), non si rileva una preponderanza di questa fattispecie, in quanto la differenza registrata è minima e scarsamente significativa (12 casi di Opa obbligatoria vs 11 casi di Opa volontaria).

Infine, è stata svolta un'indagine circa il premio/sconto implicito nel corrispettivo dell'Opa su un campione composto da 23 offerte pubbliche d'acquisto. I premi (o sconti, quando sono negativi) delle offerte sono stati calcolati come differenza percentuale tra il corrispettivo dell'Opa (o dell'equivalente monetario di una Opac/Opas) e il prezzo di mercato del titolo oggetto di offerta. Tale differenza è stata calcolata con riferimento al prezzo ufficiale di mercato relativo al giorno immediatamente prima dell'annuncio dell'operazione (da qui in avanti "premio preannuncio") e al prezzo medio ufficiale dell'ultimo mese, dei 3, 6 mesi precedenti l'annuncio. Al fine di trarre alcune conclusioni ed individuare dei possibili *trend* che caratterizzano il mercato principale EXM di Borsa Italiana, nella presente analisi empirica è stata calcolata la media dei premi/sconti impliciti nel corrispettivo, nonché il minimo e il massimo (al fine di individuare il range dei premi/sconti impliciti) e la mediana di questi ultimi, dapprima sull'intero campione e, successivamente, distinguendo tra le offerte pubbliche d'acquisto relative alle acquisizioni esterne e quelle finalizzate alla realizzazione di un *delisting* volontario da parte dell'emittente.

La tabella 2.4 riporta i risultati ottenuti dallo studio dell'intero campione composto dai 23 casi di Opa finalizzati al *delisting* che hanno avuto luogo nel triennio 2019-2021, senza distinguere né tra opa totalitarie obbligatorie o volontarie né tra quelle funzionali alle acquisizioni esterne o alla realizzazione di un *delisting* volontario.

Tabella 2.4: Premio/Sconto implicito nel corrispettivo dell'Opa calcolato sull'intero campione, composto da 23 offerte.

	Premio/Sconto preannuncio	Premio/Sconto 1M	Premio/Sconto 3M	Premio/Sconto 6M
Media	26%	29%	32%	36%
Min	-12%	-6%	-4%	-13%
Max	118%	131%	143%	149%
Mediana	14%	24%	26%	30%

Fonte: elaborazione personale.¹²⁰

¹²⁰ Elaborazione personale a partire dai scaricati da *Bloomberg Terminal* (prezzi ufficiali) e dai dati resi pubblici dalla Consob (corrispettivo dell'Opa).

Fonte: (<https://www.consob.it>).

Dai risultati si evince che, in media, il corrispettivo dell'Opa incorpora un premio pari al 26% rispetto al prezzo ufficiale del titolo preannuncio.

Come si può notare dai dati riportati nella tabella 2.4, il premio medio implicito nel corrispettivo calcolato rispetto ai prezzi ufficiali di Borsa dei 3 mesi e dei 6 mesi antecedenti la data dell'annuncio dell'operazione di *delisting* risulta essere più elevato rispetto a quello preannuncio e a quello 1 mese.

Ciò è principalmente dovuto al fatto che, molto spesso, alcuni *rumors*¹²¹ riguardanti un possibile imminente *delisting* si diffondono e circolano nell'ambiente finanziario ancor prima dell'annuncio ufficiale provocando delle oscillazioni nel prezzo dei titoli piuttosto considerevoli.

Per questo motivo spesso risulta opportuno prendere come riferimento il premio/sconto 6 mesi, al fine di depurare il più possibile il dato da eventuali fluttuazioni derivanti dalla diffusione di notizie non ufficiali.

I risultati derivanti dall'analisi mostrano che il corrispettivo dell'Opa incorpora mediamente un premio pari al 36% rispetto alla media dei prezzi ufficiali dei 6 mesi antecedenti la data di annuncio del *delisting*.

Confrontando la media e la mediana del premio/sconto 6 mesi riportate nella tabella 2.4 si può facilmente notare che la mediana è inferiore di 6 punti percentuali rispetto alla media. Ciò è principalmente dovuto al fatto che, all'interno del campione, sono stati registrati 3 casi che possono essere considerati degli *outlier* in quanto il loro premio risulta essere di molto superiore alla media (pari al 36%). I pallini rossi presenti all'interno dello *scatterplot* (raffigurato nel grafico 2.5) possono essere considerati degli *outlier* in quanto presentano dei premi pari a 149%, 92% e 83%.

Come si può vedere dalla tabella 2.5 di seguito riportata, escludendo questi 3 casi dal conteggio la media del premio/sconto 6 mesi è pari al 25% e coincide con la mediana.

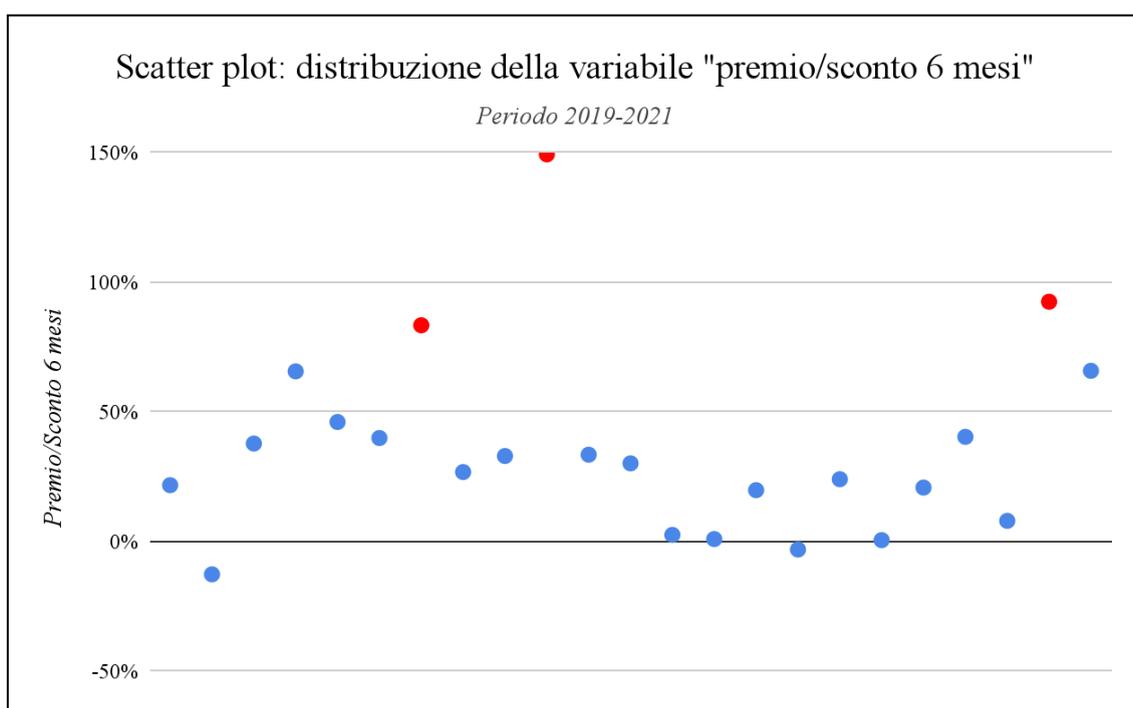
¹²¹ In finanza con il termine anglosassone *rumors* si fa riferimento alle “notizie rilevanti ma difficilmente verificabili riguardanti operazioni e vicende di emittenti con titoli quotati. Difficilmente si è in grado di verificare con certezza la veridicità e l'attendibilità di un rumor; solo a seguito di una nota ufficiale della società interessata, che ufficializza o smentisce la voce circolata, si può realmente capire la fondatezza di un rumor. La diffusione di tali notizie nasce dalla presenza di gap informativi tra i diversi soggetti che partecipano al mercato e sono finalizzate a sfruttare eventi ritenuti price sensitive non ancora ufficiali e destinati ad impattare, una volta confermate, sul valore delle azioni.” (Borsa Italiana)

Tabella 2.5: Premio/Sconto implicito nel corrispettivo dell'Opa calcolato sul campione a seguito dell'esclusione dei 3 outlier individuati(20 offerte).

	Premio/Sconto preannuncio	Premio/Sconto 1M	Premio/Sconto 3M	Premio/Sconto 6M
Media	20%	21%	23%	25%
Min	-12%	-6%	-4%	-13%
Max	110%	65%	69%	66%
Mediana	10%	19%	25%	25%

Fonte: elaborazione personale.¹²²

Grafico 2.5: Scatter Plot della variabile premio/sconto 6 mesi delle 23 Opa facenti parte del campione oggetto di studio.



Fonte: elaborazione personale.

Nel prosieguo dell'analisi si considera il campione formato da 20 Opa, in quanto depurato dai tre *outlier* individuati.

Successivamente, si è ritenuto interessante confrontare il premio/sconto medio delle Opa finalizzate al *delisting* suddividendo per fattispecie di revoca, ovvero tra le offerte derivanti da acquisizioni esterne e quelle funzionali al *delisting* volontario da parte dell'emittente stesso.

¹²² Elaborazione personale a partire dai scaricati da *Bloomberg Terminal* (prezzi ufficiali) e dai dati resi pubblici dalla Consob (corrispettivo dell'Opa).

Fonte: (<https://www.consob.it>).

Tabella 2.6: Premio/Sconto implicito nel corrispettivo dell'Opa calcolato sul campione composto dalle Opa finalizzate al delisting volontario dell'emittente (11 offerte).

	Premio/Sconto preannuncio	Premio/Sconto 1M	Premio/Sconto 3M	Premio/Sconto 6M
Media	14%	17%	17%	18%
Min	-12%	-6%	0%	-3%
Max	43%	43%	47%	66%
Mediana	8%	16%	12%	14%

Fonte: elaborazione personale.¹²³

Tabella 2.7: Premio/Sconto implicito nel corrispettivo dell'Opa calcolato sul campione composto dalle Opa finalizzate all'acquisizione esterna (12 offerte).

	Premio/Sconto preannuncio	Premio/Sconto 1M	Premio/Sconto 3M	Premio/Sconto 6M
Media	26%	24%	30%	32%
Min	-6%	-2%	-4%	-13%
Max	110%	65%	69%	66%
Mediana	14%	19%	26%	33%

Fonte: elaborazione personale.¹²⁴

Dall'analisi del campione si evidenzia che, in genere, il premio intrinseco nel corrispettivo dell'Opa è più alto nei casi di acquisizione esterna rispetto ai *delisting* volontari. Dai risultati si evince infatti che, in media, il corrispettivo dell'Opa nei casi di acquisizione esterna incorpora un premio medio pari al 32% rispetto alla media dei prezzi ufficiali dei 6 mesi antecedenti la data di annuncio del *delisting*, mentre esso scende a 18% nei casi di *delisting* volontario.

Nel triennio considerato si sono verificati solo due casi in cui il corrispettivo dell'Opa incorpora uno sconto anziché un premio ed è il caso del *Gruppo Ceramiche Ricchetti* e di *Damiani* che presentano uno sconto rispetto alla media dei prezzi ufficiali dei 6 mesi antecedenti la data di annuncio del *delisting* pari rispettivamente a -13% e -3%. In entrambi i casi ciò è dovuto ad un trend fortemente negativo del prezzo delle azioni nell'ultimo anno rispetto alla data di riferimento, ovvero alla data di annuncio del *delisting*.

¹²³ Elaborazione personale a partire dai scaricati da *Bloomberg Terminal* (prezzi ufficiali) e dai dati resi pubblici dalla Consob (corrispettivo dell'Opa).

Fonte: (<https://www.consob.it>).

¹²⁴ Elaborazione personale a partire dai scaricati da *Bloomberg Terminal* (prezzi ufficiali) e dai dati resi pubblici dalla Consob (corrispettivo dell'Opa).

Fonte: (<https://www.consob.it>).

Più nel dettaglio, per ciò che concerne il caso del *Gruppo Ceramiche Ricchetti*, il suo documento di offerta precisa che il corrispettivo dell’Opa è stato fissato conformemente a quanto disposto dall’articolo 106 del TUF¹²⁵, ed è pari al prezzo del conferimento partecipazione di controllo (0,215, corrispondente al prezzo per azione). Il grafico seguente illustra l’andamento del prezzo ufficiale e dei volumi di scambio delle azioni ordinarie dell’emittente Gruppo Ceramiche Ricchetti relativo agli ultimi 12 mesi rispetto alla data di riferimento.

Figura 2.5: Andamento del prezzo ufficiale e dei volumi di scambio delle azioni ordinarie dell’emittente GCR relativo agli ultimi 12 mesi rispetto alla data di riferimento.



Fonte: documento d’offerta.

Per quanto riguarda, invece, il *delisting* dell’emittente Damiani, all’interno del documento di offerta si segnala che il corrispettivo è stato determinato a seguito di autonome valutazioni da parte dell’offerente, considerando la situazione economica e patrimoniale dell’emittente, così come risultante dai bilanci, nonché alle aspettative di potenziale crescita nel medio-lungo periodo del Gruppo Damiani.

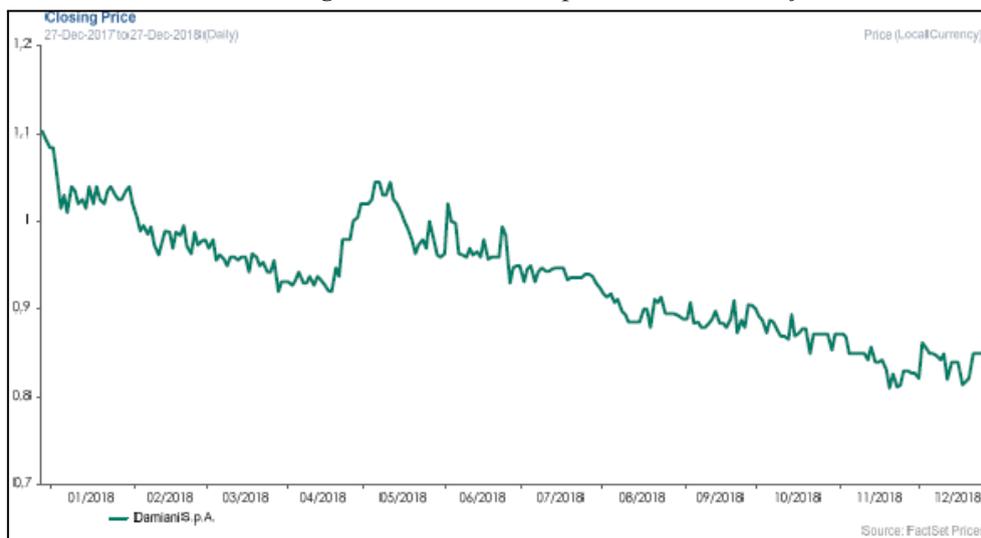
¹²⁵ Il secondo comma dell’articolo 106 del TUF stabilisce che l’Offerta deve essere promossa ad un prezzo “non inferiore a quello più elevato pagato dall’offerente e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all’articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria.”

Ai fini della determinazione del corrispettivo, l'offerente e le persone che agiscono di concerto con esso non si sono avvalsi di perizie elaborate da soggetti indipendenti finalizzate alla valutazione della congruità dello stesso.¹²⁶

In particolare, il corrispettivo è stato determinato dall'Offerente, basandosi sull'andamento del titolo Damiani sul mercato nell'arco temporale di 1/3/6/12 mesi precedenti alla data di annuncio del *delisting*.¹²⁷

Il grafico sottostante illustra l'andamento del prezzo ufficiale delle azioni ordinarie di Damiani relativo agli ultimi 12 mesi rispetto alla data di riferimento; come si può notare dall'immagine, anche questa società mostra un trend fortemente negativo.

Figura 2.6: Andamento del prezzo ufficiale e dei volumi di scambio delle azioni ordinarie dell'emittente Damiani relativo agli ultimi 12 mesi rispetto alla data di riferimento.



Fonte: documento d'offerta.

Infine, confrontando il premio/sconto medio intrinseco nel corrispettivo in caso di Opa totalitarie volontarie (ai sensi degli articoli 102 e seguenti del TUF) e in caso di Opa totalitarie obbligatorie (ai sensi degli articoli 106 e seguenti del TUF) non si rileva alcun *trend* significativo in quanto le due medie risultano essere piuttosto simili.

¹²⁶ A fini valutativi, il corrispettivo è stato inoltre confrontato dall'offerente con i multipli di mercato di un paniere di società quotate internazionali che appartengono allo stesso settore, ma con caratteristiche differenti da Damiani.

¹²⁷ Con l'obiettivo di giustificare la determinazione del corrispettivo, all'interno del documento d'offerta l'offerente precisa che il prezzo ufficiale delle azioni ordinarie di Damiani registrato il 27 dicembre 2018, data antecedente alla comunicazione dell'offerente, è stato pari ad Euro 0,814 per azione.

Ciò è probabilmente dovuto al fatto che, come è emerso dal paragrafo 1.3 del presente elaborato, ai sensi dell'articolo 108 del TUF, il corrispettivo dell'Opa è pari al corrispettivo di una eventuale Opa totalitaria precedente oppure è determinato dalla CONSOB sulla base del corrispettivo di una qualunque Opa precedente (non esclusivamente totalitaria) e del prezzo medio ufficiale dei sei mesi antecedenti l'annuncio del *delisting*.

CONCLUSIONI

Nel presente lavoro si è studiato il fenomeno del *delisting* che, nonostante la sua recente diffusione, presenta limitati contributi dottrinali e, in particolar modo nel contesto europeo ed italiano, non ha ancora ricevuto le dovute attenzioni da parte della comunità finanziaria e scientifica.

Con questo presupposto è nato l'interesse di compiere uno studio trasversale di tale processo, all'interno del quale si approfondiscono, in un primo momento, le sue principali caratteristiche, ponendone in evidenza la natura multiforme e i vari aspetti che lo contraddistinguono, così come le sue principali manifestazioni storiche, le fattispecie di *delisting* e la normativa italiana vigente; in un secondo momento, il presente elaborato presenta un'indagine empirica sulle dimensioni del fenomeno all'interno del nostro Paese, al fine di cogliere gli aspetti chiave e le tendenze recenti che interessano il mercato borsistico italiano in materia di *delisting*.

Negli ultimi 20 anni il listino principale di Borsa Italiana ha perso 268 società quotate e ne ha guadagnate solo 185; viceversa il segmento EGM, dedicato alle PMI, ha attirato 263 nuove imprese e ha subito 68 cancellazioni. Il saldo netto è dunque positivo e, alla fine del 2021, è stata superata la soglia di 400 società quotate. Tuttavia, tali dati mostrano un *trend* di costante arretramento del numero di società quotate sul listino principale, a fronte di un'importante crescita del segmento EGM, evidenziando così la profonda mutazione del profilo del mercato azionario italiano il quale, negli ultimi anni, è sempre più orientato verso le *small cap*. L'effetto di questo processo è stato una perdita di capitalizzazione piuttosto significativa per Piazza Affari che, considerando solo gli ultimi cinque anni (2017-2021), supera i 55 miliardi di euro e si è 'mangiata' quasi un quarto della crescita dei corsi azionari nello stesso periodo. Inoltre, si stima che il peso delle aziende, tra grandi e piccole, che lasceranno il listino nel 2022 valga 46 miliardi di euro, ovvero il 6% circa della capitalizzazione di Borsa di fine 2021.

Al fine di trarre alcuni interessanti spunti di riflessione circa il mercato azionario italiano in materia di *delisting*, è stata svolta un'indagine su un campione composto da 33 società che, nel triennio 2019-2021, hanno sperimentato il processo di *delisting* dal mercato principale EXM di Borsa Italiana. L'obiettivo principale di tale indagine risiede nella volontà di comprendere le dinamiche e le ragioni sottostanti la scelta, forse strategica, delle società prese in esame, ed investigare così anche la relazione tra prezzo di borsa e prezzo offerto in sede di Opa.

Dall'analisi dei risultati si evince che il *delisting* a seguito di un'acquisizione esterna e quello a seguito di decisione volontaria da parte dell'emittente, sono le due fattispecie più frequenti nel mercato principale di Borsa Italiana nell'ultimo triennio pari, entrambe, al 39% del totale, mentre solo il 6% dei casi è riconducibile ad un *delisting* forzoso. Tali evidenze empiriche avvalorano, quindi, quanto sostenuto della letteratura, ovvero che la fattispecie di *delisting* involontario risulta essere meno ricorrente nei mercati europei come il nostro, in quanto caratterizzati da una normativa meno stringente circa i requisiti da rispettare al fine di mantenere lo *status* di impresa quotata rispetto a quella che contraddistingue i mercati anglosassoni.

L'analisi empirica, inoltre, conferma che la tecnica più utilizzata dalle società per abbandonare la quotazione è l'Opa; nel triennio considerato, infatti, il 70% dei *delisting* è avvenuto tramite Opa (23 casi di cui 3 offerte pubbliche di scambio). Inoltre, dai risultati si evince che la seconda tecnica di *delisting* più frequente è la fusione: nel 24% dei casi. infatti, la revoca è stata indotta da un'operazione di fusione per incorporazione.

Successivamente, si è indagato il flusso di revocche disaggregato per settore ed è emerso che, in Italia, il settore più colpito dal fenomeno del *delisting* è quello degli “*Industrial Goods and Services*”, che registra ben 9 casi, pari al 27%; a seguire vi è il settore dei “*Media*”, con un totale di 4 casi (12%).

In seguito, si è studiato l'effetto che il fenomeno del *delisting* ha avuto sulla capitalizzazione complessiva di Piazza Affari e, dall'analisi dei risultati, risulta interessante sottolineare il fatto, che nel triennio 2019-2021, i *delisting* hanno determinato una importante perdita di capitalizzazione per Piazza Affari superiore a 42 miliardi di euro, pari all'8% della capitalizzazione di Borsa all'inizio del 2019.

Vista la grande rilevanza assunta dall'Opa quale modalità prediletta dalle società per abbandonare il listino azionario, risulta interessante indagare circa l'entità del premio (o dello sconto, qualora negativo) incorporato dal corrispettivo dell'offerta rispetto all'andamento del titolo prima dell'annuncio del *delisting*. I risultati derivanti dall'analisi mostrano che il corrispettivo dell'Opa incorpora mediamente un premio pari al 25% rispetto alla media dei prezzi ufficiali dei 6 mesi antecedenti la data di annuncio del *delisting*. La media emersa dall'analisi svolta risulta coerente rispetto alle indicazioni tipiche della dottrina di riferimento che, frequentemente, prevedono il riconoscimento, in caso di Opa, di un premio compreso tra il 20% e il 30 %. Tale premio (spesso chiamato premio di maggioranza o premio di controllo) viene in genere riconosciuto ai soci venditori in quanto il soggetto controllante, al momento del *delisting* della società, ha delle aspettative di incremento della redditività futura che il mercato, per svariate ragioni, non coglie appieno. Ciò è dovuto al fatto che il prezzo di mercato, per quanto significativo, tendenzialmente sottostima il valore effettivo intrinseco della società in quanto, non disponendo della prospettiva del socio di controllo (prospettiva interna), valuta l'investimento da un punto di vista esterno (analista esterno e investitori di mercato). Inoltre, il prezzo di Borsa esprime concettualmente il prezzo di scambio di azioni singole o di pacchetti di azioni limitati che, in quanto tali, non incorporano la capacità di controllo del gruppo sottostante. Infine, un altro fattore che spiega il divario tra prezzo offerto e prezzo di mercato è la liquidità limitata che caratterizza la borsa valori italiana, aspetto che comporta solitamente un premio per il rischio di illiquidità in aggiunta al rendimento del titolo.

Dal confronto del premio medio intrinseco nel corrispettivo delle Opa finalizzate ad acquisizioni esterne e quelle funzionali al *delisting* volontario da parte dell'emittente stesso emerge che i premi riconosciuti per le acquisizioni esterne sono significativamente maggiori (in media 32% per il listino principale EXM); i *delisting* volontari, invece, vengono effettuati con premi di Opa mediamente pari al 18%. Dai dati riportati si evince che i soggetti controllanti sono molto meno generosi rispetto agli offerenti esterni, considerando il fatto che il prezzo dell'Opa utilizzato ai fini dell'analisi è quello finale; non è infrequente, infatti, che il prezzo inizialmente offerto sia più basso e venga poi incrementato al fine di attrarre maggiori adesioni.

Nel paragrafo 1.2, in cui è stata fatta una rassegna dei principali costi e benefici derivanti dalla quotazione in Borsa, è emerso che gli adempimenti burocratici derivanti dall'innalzamento del livello di organizzazione e di trasparenza imposto dalla quotazione rappresentano un onere non indifferente per le aziende di piccole e medie dimensioni e, perciò, è fondamentale che lo sforzo sia commisurato agli obiettivi e ai risultati per cercare di arginare il fenomeno del *delisting* che, in particolar modo negli ultimi anni, affligge le principali Borse mondiali. Tale criticità, che costituisce un deterrente alla scelta di diventare pubblici e, contestualmente, una delle principali motivazioni al *delisting* volontario, risulta essere ancora più seria in una realtà come quella italiana, il cui tessuto imprenditoriale è composto per il 95% da microimprese (ossia realtà con meno di 10 addetti), per il 4,9% da PMI e, solo per il restante 0,1% da grandi imprese.¹²⁸ Inoltre, la Borsa, che da sempre presenta uno sguardo focalizzato sul breve periodo e valuta le imprese quotate in base agli scostamenti trimestrali, non aiuta le imprese, specialmente se piccole o medie, che hanno intenzione di implementare piani a lungo termine in quanto vi è il rischio che le scelte fatte dal *management* siano influenzate dalla preoccupazione di quale potrebbe essere la reazione del mercato.

Lo conferma Enrico Carraro, presidente dell'omonima azienda di famiglia, delistata dal listino principale di Piazza Affari nel 2021, e presidente di Confindustria Veneto, in un'intervista riportata all'interno del settimanale *Affari&Finanza*¹²⁹ in cui spiega che la motivazione principale che ha spinto il *management* di Carraro ad optare per il *delisting* è la maggior libertà di manovra di cui dispongono le imprese private rispetto a quelle quotate, che risulta fondamentale soprattutto in periodi di crisi e incertezza come quello odierno. Carraro continua dicendo che, nonostante ciò, non critica lo strumento della quotazione che, al momento dell'Ipo avvenuta nel 1995, ha permesso di finanziare l'espansione dell'azienda di famiglia; egli conclude, infine, affermando che non esclude un futuro ritorno a Piazza Affari qualora le esigenze della società lo richiedessero e precisa che il *delisting* è stata una scelta necessaria per l'azienda in questa fase storica.

Con l'obiettivo di limitare la grande 'fuga' delle aziende dalle Borse mondiali, Borsa Italiana ha recentemente deliberato nuove regole che entreranno in vigore a partire dal 3

¹²⁸ Dati aggiornati a marzo 2020 (www.osservatorio.net).

¹²⁹ Rho, Roberto. "La Borsa non aiuta le imprese che hanno piano a lungo termine", *Affari&Finanza* (settimanale allegato a "la Repubblica"), Anno 37, n.37, 10 ottobre 2020, pp. 1-3. Stampa.

ottobre 2022, finalizzate a snellire l'iter per le nuove quotazioni. Borsa Italiana, attraverso la semplificazione dei processi di quotazione (documenti, tempistica e, conseguentemente, la riduzione dei costi di Ipo), vuole aumentare il numero delle imprese quotate a Piazza Affari, da un lato invogliando nuove società a quotarsi e, dall'altro, riducendo gli abbandoni, compiendo così un primo passo verso il livellamento del solco che separa il mercato italiano dagli altri.¹³⁰

¹³⁰ Il rapporto tra la capitalizzazione di Borsa e il PIL italiano, pari al 43% del PIL, è inferiore al resto d'europa e il gap è difficile da colmare; le altre grandi economie europee, infatti, mostrano numeri decisamente più alti (Borsa di Parigi 180% del PIL; Borsa di Londra 190% del PIL).

BIBLIOGRAFIA

Bharath, Sreedhar T., and Amy K. Dittmar. *Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets?* *The Review of Financial Studies*, 2010, vol.23, n.5, pp.771-818.

Constant Djama, Isabelle Martinez, Stéphanie Serve, *What do we know about delisting? A survey of literature*, 2012.

Del giudice A., *Going Private Transaction. Perché le società abbandonano la Borsa*, Milano, FrancoAngeli, 2012.

De Nova G., *Codice civile e leggi collegate 2022*, Milano, Zanichelli, 2022.

Eilnaz Kashefi Pour, Meziane Lasfer, *Why Do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market?*, *Journal of Banking and Finance*, 2013, vol. 37, n. 12, pp. 4850-4860.

Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *The Journal of Finance*, 1970, vol. 25, n. 2, pp. 383-417.

F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventoruzzo, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione*. Discussion Paper, CONSOB, Gennaio 2021.

Isabelle Martinez, Stéphanie Serve, *Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda*, *Journal of Economic Surveys*, 2017, vol.31, n.3, pp.733-770.

Jonathan Macey, Maureen O'Hara, David Pompilio, *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*, *The Journal of Law and Economics*, 2008, vol.51, n.4, pp.683-713.

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

Marco Pagano, Fabio Panetta, Luigi Zingales, *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, The Journal of Finance, 1998, vol.53, n.1, pp.27-64.

Mark Mitchell e J. Harold Mulherin, *The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity*, Journal of Financial Economics, 1996, vol.41, n.2, pp.193-229.

Politecnico di Milano, Intermonte, Quaderni di ricerca intermonte n.6, *Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021)*, Report, Marzo 2022.

Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A. (aggiornato al 25 ottobre 2021).

Testo Unico della Finanza (TUF). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Aggiornato con le modifiche apportate dal D.Lgs. n. 131 del 3 agosto 2022. (Settembre 2022).

Tim Loughran, Jay R. Ritter, Kristian Rydqvist, *Initial public offerings: International insights*, Pacific-Basin Finance Journal, 1994, vol.2, n.2-3, pp.165-199.

Puleda, Vittoria. *“Il declino delle Borse”*, Affari&Finanza (settimanale allegato a “la Repubblica”), Anno 37, n.37, 10 ottobre 2020, pp. 1-3. Stampa.

Rho, Roberto. *“La Borsa non aiuta le imprese che hanno piano a lungo termine”*, Affari&Finanza (settimanale allegato a “la Repubblica”), Anno 37, n.37, 10 ottobre 2020, pp. 1-3. Stampa.

SITOGRAFIA

<http://www.mecinv.com/Upload/news/ita/atto%20di%20fusione.pdf>

http://www.mecinv.com/Upload/news/ita/Comunicato%20Stampa_stipula%20atto%20fusione_.pdf

https://content.ftserussell.com/sites/default/files/support_document/ICB%20Taxonomy%20overview%20Cut%20Sheet_V03.pd

<https://dealflower.it/Borsa-aziende-delisting-intermonte/>

<https://financecue.it/delisting-cosa-comporta-azionisti/33245/>

<https://it.economy-pedia.com/11030311-tax-shield>

<https://it.kamiltaylan.blog/agencycosts/>

https://it.wikipedia.org/wiki/Borsa_Italiana

https://it.wikipedia.org/wiki/Capitalizzazione_azionaria

https://it.wikipedia.org/wiki/Commissione_nazionale_per_le_societ%C3%A0_e_la_Borsa

https://it.wikipedia.org/wiki/Offerta_pubblica_di_acquisto

https://it.wikipedia.org/wiki/Scudo_fiscale#:~:text=Lo%20scudo%20fiscale%20%C3%A8%20una,alcuni%20illeciti%20tributari%20e%20penali.

https://it.wikipedia.org/wiki/Squeeze_out

<https://rankia.it/azioni/differenza-tra-il-valore-e-il-prezzo-di-unazione-in-Borsa/>

<https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:UqkfGDDNjq4J:https://www.investopedia.com/articles/stocks/08/public-companies-privatize-go-private.asp&cd=2&hl=it&ct=clnk&gl=it>

<https://www.adviseonly.com/capire-la-finanza/abc-finanza/da-cosa-dipende-prezzo-azioni/>

<https://www.advisoronline.it/asset-manager/gestori-e-mercati-finanziari/64243-sliding-doors-a-piazza-affari-saldo-positivo-tra-listing-e-delisting.action>

<https://www.bluerating.com/mercati/753713/sliding-doors-a-piazza-affari-lo-studio-di-intermonte-e-del-politecnico-di-milano>

<https://www.Borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-Borsa-italiana/quotarsi-in-Borsa-italiana/quotarsi-in-Borsa-italianavantaggi.htm>

<https://www.Borsaitaliana.it/Borsa/glossario/efficienza-del-mercato.html>

<https://www.Borsaitaliana.it/Borsa/glossario/leva-finanziaria.html>

<https://www.Borsaitaliana.it/Borsa/glossario/mercato-over-the-counter.html#:~:text=Un%20Mercato%20Mobiliare%20non%20Regolamentato,scambiare%20o%20rimBorsare%20valori%20mobiliari.>

<https://www.Borsaitaliana.it/Borsa/glossario/offerta-pubblica-di-acquisto.html>

<https://www.Borsaitaliana.it/Borsa/glossario/offerta-pubblica-di-scambio.html>

<https://www.Borsaitaliana.it/Borsa/glossario/private-equity.html#:~:text=Il%20private%20equity%20%C3%A8%20una, capitale%20dalla%20vendita%20della%20partecipazione>

<https://www.Borsaitaliana.it/Borsa/glossario/sospensione-delle-negoziazioni.html>

<https://www.Borsaitaliana.it/Borsa/glossario/sospensione-delle-negoziazioni.html>

<https://www.Borsaitaliana.it/Borsa/glossario/volume.html>

<https://www.Borsaitaliana.it/Borsaitaliana/statistiche/tuttelestatistiche/fattiecifre/fattiecifre2003.htm>

<https://www.Borsaitaliana.it/Borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2018/revie-w-mercati-2018.htm#:~:text=%2D%20La%20capitalizzazione%20complessiva%20dell e%20societ%C3%A0,3%25%20rispetto%20al%202017>

<https://www.Borsaitaliana.it/derivati/corporateactions/fusione2006.htm#:~:text=L'opera zione%20di%20fusione%20per.esistente%20o%20di%20nuova%20costituzione.>

<https://www.Borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/costo-medio-ponderato139.htm>

<https://www.Borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>

<https://www.Borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>

<https://www.Borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/scudo-fiscale.htm>

<https://www.brocardi.it/dizionario/2919.html>

<https://www.btstudiolegale.it/la-fusione-per-incorporazione/>

<https://www.buccinoepartners.it/2022/01/12/perche-e-importante-quotarsi-in-Borsa/#:~: text=eventuali%20passaggi%20generazionali.-.,incentivanti%20quali%20le%20stock %20option>

<https://www.buccinoepartners.it/2022/01/12/perche-e-importante-quotarsi-in-Borsa/#:~: text=eventuali%20passaggi%20generazionali.-.,incentivanti%20quali%20le%20stock %20option.>

https://www.cirgroup.it/wp-content/uploads/2020/02/Comunicato_congiunto_Cofide_-_CIR_stipula_atto_di_fusione_ita_01-2.pdf

https://www.consob.it/it/web/area-pubblica/archivio-prospetti/documenti/prospetti/2010 /2010-07-02_prosp_amq_stefanel.pdf

https://www.consob.it/web/area-pubblica/documenti-opa?viewId=home_documenti_opa &filename=/web/area-pubblica/documenti-opa&v=v&hits=457&viewres=1&search=1 &firstres=0&resultmethod=documentiopa&queryid=opa&maxres=1000

https://www.corriere.it/economia/aziende/19_giugno_12/gima-tt-lascia-Borsa-2-anni-ve rra-incorporata-controllante-ima-6bbf9eb6-8cf8-11e9-98ba-037337d4fe50.shtml

<https://www.dirittobancario.it/art/spunti-materia-di-opa-da-consolidamento-acquisti-temporanei-e-azioni/>

<https://www.educazionefinanziaria.com/investire-in-Borsa/prezzo-delle-azioni-valore/>

<https://www.firstonline.info/ima-incorpora-gima-tt-vacchi-decide-la-fusione/#:~:text=Ieri%20sera%2C%20a%20sorpresa%2C%20le,svanir%C3%A0%20cos%C3%AC%20come%20era%20apparsa.>

<https://www.ftserussell.com/data/industry-classification-benchmark-icb>

https://www.ilmessaggero.it/economia/news/cose_belle_d_italia_sospesa_in_Borsa_cda_delibera_scioglimento-5136294.html

<https://www.investopedia.com/terms/s/shellcorporation.asp>

<https://www.investopedia.com/terms/t/taxshield.asp#:~:text=What%20Is%20a%20Tax%20Shield,donations%2C%20amortization%2C%20and%20depreciation.>

<https://www.lapresse.it/ultima-ora/2022/08/03/Borsa-intermonte-delisting-scelta-opportunistica-non-sempre-pro-minoranza-2/>

<https://www.milanofinanza.it/news/Borsa-italiana-sospende-il-titolo-stefanel-201906051218046832>

<https://www.milanofinanza.it/news/intesa-fissa-il-prezzo-per-l-opa-residuale-202008050804109588#:~:text=Nel%20secondo%20caso%2C%20invece%2C%20%C3%A8,Ubi%20apportata%20all'Opa%20residuale>

<https://www.moneycontroller.it/dettaglio-mynews/comunicato-stampa-approvata-l-operazione-di-integrazione-tra-monrif-s-p-a-e-poligrafici-editoriale-s-p-a-632748>

<https://www.moneycontroller.it/dettaglio-mynews/comunicato-stampa-efficacia-della-fusione-e-variazione-del-capitale-sociale-639424>

<https://www.moneyfarm.com/it/glossario-finanza/otc-over-the-counter/>

<https://www.moneyfarm.com/it/glossario-finanza/otc-over-the-counter/#:~:text=I%20mercato%20Over%20The%20Counter,asset%20innovativi%20come%20le%20criptovalute>.

https://www.monitorimmobiliare.it/intermonte-polimi-il-flusso-di-listing-e-delisting-sul-mercato-azionario-di-Borsa-italiana_2022381723

<https://www.parliamodiinvestimenti.it/come-valutare-una-azione-guida-completa/>

<https://www.postfinance.ch/it/privati/esigenze/guida-semplce-e-chiara-agli-investimenti/azioni--i-cinque-indici-principali.html#:~:text=crescita%20dell'utile-,Il%20rapporto%20prezzo%2Futile,utile%20di%20un'azione%C2%BB>.

https://www.repubblica.it/economia/finanza/2019/07/19/news/fusione_per_incorporazione_di_cir_in_cofide_via_libera_dalle_assemblee-231554352/

<https://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/Borsa-italiana-quotazioni-delisting-2020>

<https://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/Borsa-italiana-quotazioni-delisting-2021>

<https://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/piazza-affari-quotazioni-delisting-2019>

<https://www.tesionline.it/appunti/economia/finanza-d-azienda/struttura-finanziaria-principi-fondamentali/912/42#:~:text=Scudo%20fiscale%20del%20debito.&text=Il%20capitale%20di%20debito%20gode,aumentare%20la%20ricchezza%20degli%20azionisti>

<https://www.treccani.it/enciclopedia/consob/#:~:text=Sigla%20di%20Commissione%20Nazionale%20per,la%20Borsa%2C%20autorit%C3%A0%20amministrativa%20indipendente>

https://www.treccani.it/enciclopedia/opa_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

[https://www.treccani.it/enciclopedia/opa_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/#:~:text=OPA%20\(Offera%20Pubblica%20di%20Acquisto\)%20Operazione%20di%20Borsa%20mediante%20la,proprio%20controllo%20sulla%20societ%C3%A0%20in](https://www.treccani.it/enciclopedia/opa_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/#:~:text=OPA%20(Offera%20Pubblica%20di%20Acquisto)%20Operazione%20di%20Borsa%20mediante%20la,proprio%20controllo%20sulla%20societ%C3%A0%20in)

https://www.treccani.it/enciclopedia/ristrutturazione_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

www.intermonte.it

<https://finanza.lastampa.it/News/2021/12/30/Borsa-italiana-49-ipo-nel-2021-record-dal-2000-grazie-a-segmento-growth/NzNfMjAyMS0xMi0zMF9UTEI>

https://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2022/10/10/news/listini_piu_sottili_in_tutto_il_mondo_le_borse_provano_a_difendersi-368999552/

<https://www.milanofinanza.it/news/delisting-perche-la-Borsa-non-va-2572800>

<https://cms.law/it/ita/publication/debuttare-a-piazza-affari-da-oggi-e-piu-semplice>

https://www.ilsole24ore.com/art/ipo-piu-facili-piazza-affari-i-mercati-e-primo-passo-AE8yH12B?refresh_ce&nof

https://blog.osservatori.net/it_it/pmi-ecosistema-imprenditoriale-italiano-confronto-ue

https://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2022/10/10/news/enrico_carraro_la_borsa_non_aiuta_le_impresa_che_hanno_piani_a_lungo_termine-368846985/

ALLEGATI

Allegato 1: Database

	Nome Azienda	Fattispecie di delisting	Tecnica di delisting	Tipo di OPA		Settore	DATA DELISTING	DATA ANNUNCIO DELISTING
1	Beni Stabili	Operazione Infragrupo	Operazione di Fusione			Real Estate	2/1/2019	5/9/2018
2	Ansaldo STS	Volontario	OPA	OPA	OBBLIGATORIA	Industrial Goods and Services	30/1/2019	29/10/2018
3	Luxottica Group	Acquisizione esterna	OPA	OPS	OBBLIGATORIA	Consumer Products and Services	5/3/2019	16/1/2017
4	Parmalat	Volontario	OPA	OPA	OBBLIGATORIA	Food, Beverage and Tobacco	5/3/2019	3/12/2018
5	Nice	Volontario	OPA	OPA	OBBLIGATORIA	Industrial Goods and Services	2/4/2019	22/12/2018
6	Gr. Ceramiche Ricchetti	Acquisizione esterna	OPA	OPA	OBBLIGATORIA	Construction and Materials	26/4/2019	10/8/2018
7	Damiani	Volontario	OPA	OPA	VOLONTARIA	Retail	26/4/2019	28/12/2018
8	Stefanel	Cessazione	Decisione Borsa Italiana			Retail	01/01/2020	14/12/2018
9	Gima TT	Operazione Infragrupo	Operazione di Fusione			Industrial Goods and Services	5/11/2019	11/6/2019
10	M&C	Volontario	Operazione di Fusione			Financial Services	8/11/2019	16/10/2019
11	Italiaonline	Volontario	OPA	OPA	VOLONTARIA	Media	11/11/2019	29/6/2019
12	SIAS	Operazione Infragrupo	Operazione di Fusione			Industrial Goods and Services	2/1/2020	13/6/2019
13	Cir	Operazione Infragrupo	Operazione di Fusione			Automobiles and Parts	19/2/2020	19/7/2019
14	Gamenet	Acquisizione esterna	OPA	OPA	OBBLIGATORIA	Travel and Leisure	26/2/2020	23/10/2019
15	Poligrafici Editoriale	Operazione Infragrupo	Operazione di Fusione			Media	22/6/2020	12/9/2019
16	GEDI Gruppo Editoriale	Acquisizione esterna	OPA	OPA	OBBLIGATORIA	Media	10/8/2020	2/12/2019
17	Cose belle d'Italia	Cessazione	Decisione Borsa Italiana			Media	15/9/2020	29/2/2020
18	Banco di Sardegna	Volontario	OPA	OPS	VOLONTARIA	Banks	18/9/2020	7/11/2019
19	Molmed	Acquisizione esterna	OPA	OPA	VOLONTARIA	Health Care	30/9/2020	17/3/2020
20	Ubi Banca	Acquisizione esterna	OPA	OPS	VOLONTARIA	Banks	5/10/2020	15/7/2020
21	IMA	Volontario	OPA	OPA	OBBLIGATORIA	Industrial Goods and Services	28/1/2021	29/7/2020
22	Massimo Zanetti Beverage	Volontario	OPA	OPA	VOLONTARIA	Food, Beverage and Tobacco	15/2/2021	29/9/2020
23	Techedge	Volontario	OPA	OPA	OBBLIGATORIA	Technology	3/3/2021	17/11/2020
24	Credito Valtellinese	Acquisizione esterna	OPA	OPA	VOLONTARIA	Banks	4/6/2021	23/11/2020
25	Guala Closures	Acquisizione esterna	OPA	OPA	OBBLIGATORIA	Industrial Goods and Services	20/7/2021	8/12/2020
26	Panaria group	Volontario	OPA	OPA	VOLONTARIA	Construction and Materials	22/7/2021	31/3/2021
27	Astaldi	Acquisizione esterna	Operazione di Fusione			Construction and Materials	2/8/2021	15/3/2021
28	Sicit Group	Acquisizione esterna	OPA	OPA	VOLONTARIA	Chemicals	5/8/2021	16/4/2021
29	Carraro	Volontario	OPA	OPA	VOLONTARIA	Industrial Goods and Services	6/8/2021	28/3/2020
30	Isagro	Acquisizione esterna	OPA	OPA	OBBLIGATORIA	Chemicals	9/8/2021	6/3/2021
31	Poligrafica S. Faustino	Volontario	Operazione di Fusione			Industrial Goods and Services	9/11/2021	26/10/2021
32	Retelit	Acquisizione esterna	OPA	OPA	VOLONTARIA	Telecommunications	29/11/2021	30/5/2021
33	Reno De Medici	Acquisizione esterna	OPA	OPA	OBBLIGATORIA	Industrial Goods and Services	29/12/2021	3/7/2021

	Nome Azienda	volumi pre-annuncio	media volumi 1m	media volumi 3m	media volumi 6m	Last public trading date	Last price	Prezzo pond. preann.	Prezzo pond. 1m	Prezzo pond. 3m	Prezzo pond. 6m	Prezzo preann.	Prezzo 1M	Prezzo 3M	Prezzo 6M	PREZZO OFFERTO
1	Beni Stabili	1.500.718	1.210.605	1.859.822	3.181.902	28/12/2018	0,678	0,754	0,760	0,756	0,744	0,756	0,758	0,756	0,744	0,102
2	Ansaldo STS	60.429	97.871	131.745	103.968	25/1/2019	12,680	11,669	12,004	12,479	12,391	11,600	12,013	12,476	12,392	12,700
3	Luxottica Group	861.304	743.310	859.817	781.841	28/2/2019	49,000	49,676	50,310	48,220	45,663	49,560	50,263	48,263	45,680	55,560
4	Parmalat	114.728.592	5.586.762	1.912.042	1.045.719	28/2/2019	2,850	2,813	2,793	2,775	2,825	2,825	2,791	2,776	2,826	2,850
5	Nice	4.397	29.034	18.166	13.785	28/3/2019	3,490	2,450	2,494	2,681	2,923	2,450	2,504	2,675	2,925	3,500
6	Gr. Ceramiche Ricchetti	46.560	57.949	59.669	64.694	23/4/2019	0,214	0,208	0,220	0,225	0,246	0,211	0,219	0,227	0,248	0,215
7	Damiani	13	3.295	7.645	10.316	23/4/2019	0,854	0,814	0,839	0,853	0,883	0,814	0,836	0,853	0,882	0,855
8	Stefanel	77.167	85.971	145.137	114.016	4/6/2019	0,110	0,080	0,086	0,096	0,120	0,079	0,088	0,096	0,121	0,615
9	Gima TT	111.825	205.503	385.270	307.975	4/11/2019	7,165	7,775	7,678	7,287	7,035	7,785	7,747	7,279	7,027	0,059
10	M&C	101.103	57.270	55.443	129.961	7/11/2019	0,033	0,037	0,037	0,037	0,038	0,036	0,037	0,037	0,038	0,043
11	Italiaonline	25.039	16.938	28.270	19.688	6/11/2019	2,810	2,290	2,188	2,244	2,275	2,320	2,190	2,246	2,276	2,820
12	SIAS	412.857	193.419	168.011	198.945	30/12/2019	14,940	17,037	15,177	14,952	14,215	17,230	15,211	14,958	14,216	17,500
13	Cir	45.986	184.734	188.862	275.787	18/2/2020	1,150	0,962	0,979	0,990	1,020	0,965	0,967	0,989	1,019	1,005
14	Gamenet	510.495	186.170	148.053	112.487	18/11/2019	13,020	13,790	11,488	10,453	9,439	13,820	11,542	10,463	9,438	13,000
15	Poligrafici Editoriale	123.267	210.862	174.860	233.911	19/6/2020	0,143	0,180	0,182	0,198	0,202	0,178	0,183	0,198	0,202	0,660
16	GEDi Gruppo Editoriale	536.325	534.078	1.157.031	774.378	5/8/2020	0,460	0,286	0,279	0,272	0,278	0,284	0,279	0,271	0,277	0,460
17	Cose belle d'Italia	133.741	37.467	30.390	26.718	27/3/2020	0,188	0,295	0,320	0,337	0,363	0,290	0,324	0,337	0,368	0,295
18	Banco di Sardegna	2.231	7.433	6.210	6.896	17/9/2020	6,800	9,356	8,745	8,114	8,202	9,420	8,782	8,162	8,226	8,240
19	Molmed	3.044.197	4.417.264	2.851.991	2.130.660	25/9/2020	0,517	0,246	0,350	0,360	0,355	0,259	0,348	0,360	0,354	0,518
20	Ubi Banca	9.584.956	8.473.368	7.668.109	11.619.623	30/9/2020	3,592	3,078	2,956	2,697	2,818	3,068	2,956	2,696	2,813	3,941
21	IMA	175.336	201.018	144.549	122.186	25/1/2021	67,900	59,783	53,771	55,987	56,317	59,950	53,834	55,934	56,256	68,000
22	Massimo Zanetti Beverage	5.441	15.060	16.560	23.893	10/2/2021	5,480	3,899	3,834	4,034	3,920	3,840	3,840	4,023	3,909	5,500
23	Techedge	10.035	13.360	10.183	13.286	1/3/2021	5,380	5,000	5,293	5,356	5,004	5,140	5,336	5,369	5,013	5,400
24	Credito Valtellinese	403.098	638.916	567.885	475.016	1/6/2021	12,260	8,652	7,137	7,368	6,654	8,695	7,133	7,358	6,663	12,200
25	Guala Closures	22.192	32.721	42.739	32.171	14/7/2021	8,200	7,015	6,625	6,489	6,471	7,000	6,635	6,497	6,480	8,200
26	Panaria group	191.199	107.750	115.542	94.100	19/7/2021	1,995	1,532	1,375	1,200	1,039	1,490	1,378	1,206	1,043	2,000
27	Astaldi	2.004.378	4.704.502	3.225.134	2.036.597	30/7/2021	0,438	0,418	0,416	0,355	0,367	0,422	0,430	0,356	0,368	1,336
28	Sicit Group	15.578	26.836	30.950	22.708	2/8/2021	16,800	15,488	14,705	13,698	12,639	15,450	14,717	13,710	12,661	16,800
29	Carraro	166.348	365.876	185.362	130.041	3/8/2021	2,550	2,358	1,989	1,732	1,538	2,370	1,996	1,735	1,541	2,550
30	Isagro	163.212	152.085	73.511	77.211	4/8/2021	2,750	1,264	1,194	1,137	1,107	1,250	1,194	1,138	1,108	2,760
31	Poligrafica S. Faustino	2.981	858	3.164	3.121	8/10/2021	7,100	7,060	7,109	6,835	6,918	7,260	7,170	6,848	6,924	2,994
32	Retelit	318.498	545.759	416.408	396.119	24/11/2021	3,100	2,574	2,510	2,356	2,323	2,585	2,516	2,360	2,323	3,100
33	Reno De Medici	1.305.394	1.182.972	743.710	676.159	23/12/2021	1,448	1,413	1,277	1,158	1,115	1,398	1,283	1,160	1,116	1,450

	Nome Azienda	PREZZO OFFERTO	Premio/Sconto preannuncio	Premio/Sconto 1M	Premio/Sconto 3M	Premio/Sconto 6M	Market Cap	Numero totale delle azioni	Flottante	Flottante %
1	Beni Stabili	0,102	-86%	-87%	-87%	-86%	1.716	2.270	1.133	49,90%
2	Ansaldo STS	12,700	9%	6%	2%	2%	2.320	200	98	49,23%
3	Luxottica Group	55,560	12%	10%	15%	22%	23.995	484	155	31,96%
4	Parmalat	2,850	1%	2%	3%	1%	5.241	1.855	190	10,26%
5	Nice	3,500	43%	40%	31%	20%	284	116	28	24,07%
6	Gr. Ceramiche Ricchetti	0,215	4%	-2%	-4%	-13%	17	82	26	31,92%
7	Damiani	0,855	5%	2%	0%	-3%	67	83	16	19,00%
8	Stefanel	0,615	673%	615%	538%	415%	7	85	71	83,60%
9	Gima TT	0,059	-99%	-99%	-99%	-99%	685	88	35	39,92%
10	M&C	0,043	16%	18%	17%	14%	15	407	8	2,07%
11	Italiaonline	2,820	23%	29%	26%	24%	269	115	31	27,30%
12	SIAS	17,500	3%	15%	17%	23%	3.921	228	67	29,56%
13	Cir	1,005	4%	3%	1%	-1%	766	794	277	34,93%
14	Gamenet	13,000	-6%	13%	24%	38%	415	30	15	51,33%
15	Poligrafici Editoriale	0,660	267%	262%	233%	227%	24	132	25	18,65%
16	GEDI Gruppo Editoriale	0,460	61%	65%	69%	66%	144	509	214	42,10%
17	Cose belle d'Italia	0,295	0%	-8%	-13%	-19%	5	18	6	32,19%
18	Banco di Sardegna	8,240	-12%	-6%	2%	0%	487	7	3	48,79%
19	Molmed	0,518	110%	48%	44%	46%	120	463	318	68,56%
20	Ubi Banca	3,941	28%	33%	46%	40%	3.511	1.144	1.077	94,14%
21	IMA	68,000	14%	26%	21%	21%	2.591	43	20	45,65%
22	Massimo Zanetti Beverage	5,500	41%	43%	36%	40%	132	34	11	33,31%
23	Techedge	5,400	8%	2%	1%	8%	132	26	7	25,22%
24	Credito Valtellinese	12,200	41%	71%	66%	83%	610	70	66	94,22%
25	Guala Closures	8,200	17%	24%	26%	27%	470	62	50	80,44%
26	Panaria group	2,000	31%	45%	67%	92%	68	45	12	27,28%
27	Astaldi	1,336	220%	221%	277%	264%	624	1.480	434	29,34%
28	Sicit Group	16,800	8%	14%	23%	33%	307	20	9	43,79%
29	Carraro	2,550	8%	28%	47%	66%	189	80	2	2,74%
30	Isagro	2,760	118%	131%	143%	149%	47	25	11	46,34%
31	Poligrafica S. Faustino	2,994	-58%	-58%	-56%	-57%	8	1	0	31,61%
32	Retelit	3,100	20%	23%	32%	33%	425	164	68	41,61%
33	Reno De Medici	1,450	3%	14%	25%	30%	528	378	160	42,40%