

# POLITECNICO DI TORINO

*Collegio di Ingegneria Gestionale*

*Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale*



Tesi di Laurea di II Livello

***Delisting: dai riflettori della borsa al ritiro dalle scene.  
Analisi teorica ed evidenze empiriche del fenomeno italiano***

*Relatrice:*

Prof. Laura Rondi

*Candidato:*

Simone Manente

Anno Accademico 2024 - 2025

# Indice

<b>Introduzione</b> .....	4
<b>1. Quotazione: un trade-off da gestire</b> .....	5
<b>1.1 Vantaggi della quotazione</b> .....	6
<i>1.1.1 Benefici finanziari</i> .....	6
<i>1.1.2 Benefici organizzativi</i> .....	7
<i>1.1.3 Benefici operativi</i> .....	7
<b>1.2 Svantaggi della quotazione</b> .....	8
<i>1.2.1 Costi</i> .....	8
<i>1.2.2 Adempimenti</i> .....	9
<b>2. Delisting: panoramica di un fenomeno in ascesa</b> .....	10
<b>3. Tipologie di delisting</b> .....	13
<b>3.1 Delisting volontario</b> .....	14
<i>3.1.1 Modello di timing del delisting volontario</i> .....	14
<i>3.1.2 GPT: Modalità ed evidenze empiriche</i> .....	16
<b>3.2 Delisting involontario</b> .....	20
<i>3.2.1. Differenze normative: Nasdaq e mercati OTC</i> .....	21
<b>4. Spiegare il delisting</b> .....	25
<b>4.1 Teoria dei Free Cash Flow</b> .....	25
<b>4.2 Teoria del Tunneling</b> .....	28
<b>4.3 Variabili causali e consequenziali</b> .....	31
<b>4.4 Approcci alternativi allo studio del fenomeno</b> .....	32
<b>5. Conseguenze economiche del fenomeno</b> .....	34
<b>5.1 Cumulative Abnormal Returns</b> .....	35
<b>5.2 Premio e sconto per il controllo</b> .....	38
<b>5.3 Performance post delisting</b> .....	42
<b>5.4 Effetti sulle altre imprese quotate</b> .....	46
<b>5.5 Influenza degli investitori istituzionali</b> .....	50
<b>6. Delisting nel contesto italiano</b> .....	54
<b>6.1 Borsa Italiana</b> .....	54
<i>6.1.1 Requisiti formali in IPO e On-going</i> .....	57
<i>6.1.2 Revoca: motivazioni e procedura</i> .....	59
<i>6.1.3 Trend storici</i> .....	61
<b>6.2 Caratteristiche del mercato finanziario</b> .....	64
<i>6.2.1 Prospettive della quotazione</i> .....	65
<i>6.2.2 Dimensione ed età</i> .....	66
<i>6.2.3 Concentrazione della proprietà</i> .....	67
<i>6.2.4 Identità dell'azionista di maggioranza</i> .....	68

6.2.5	<i>Ruolo degli investitori istituzionali</i> .....	70
6.2.6	<i>Epilogo riassuntivo</i> .....	71
<b>6.3</b>	<b>Natura del fenomeno delisting</b> .....	71
6.3.1	<i>Applicabilità delle teorie causali</i> .....	71
6.3.2	<i>Strategie e conseguenze economiche</i> .....	74
<b>6.4</b>	<b>Diritti e obblighi degli azionisti</b> .....	77
<b>7.</b>	<b>Delisting italiano: analisi empirica del fenomeno</b> .....	81
<b>7.1</b>	<b>Composizione del dataset e definizione delle variabili</b> .....	81
<b>7.2</b>	<b>Statistiche descrittive</b> .....	83
7.2.1	<i>Numero di quotazioni e delisting</i> .....	83
7.2.2	<i>Assetto proprietario</i> .....	85
7.2.3	<i>Corporate Governance</i> .....	86
7.2.4	<i>Indicatori economici e di mercato</i> .....	90
<b>7.3</b>	<b>Approccio analitico e correlazione tra regressori</b> .....	92
<b>7.4</b>	<b>Modelli di regressione Logit con effetti casuali</b> .....	95
7.4.1	<i>Modello Logit con regressori di corporate governance</i> .....	97
7.4.2	<i>Modello Logit con regressori finanziari</i> .....	101
7.4.3	<i>Modello Logit con regressori di mercato</i> .....	103
7.4.4	<i>Modello Logit generale</i> .....	106
<b>7.5</b>	<b>Survival Analysis</b> .....	110
7.5.1	<i>Curve di Kaplan-Meier</i> .....	111
7.5.2	<i>Modello di tempo di fallimento accelerato</i> .....	116
7.5.3	<i>Modello di rischio proporzionale di Cox</i> .....	123
7.5.4	<i>Curva di rischio istantaneo di delisting</i> .....	127
7.5.5	<i>Modello di rischio proporzionale di Cox in assenza di ritardatori temporali</i> .....	129
<b>7.6</b>	<b>Confronto dei risultati empirici</b> .....	132
<b>8.</b>	<b>Conclusioni</b> .....	133
	<b>Indice delle tabelle</b> .....	136
	<b>Indice dei grafici</b> .....	137
	<b>Bibliografia</b> .....	139
	<b>Sitografia</b> .....	142

## Introduzione

La decisione di un'azienda di quotarsi o abbandonare la borsa rappresenta un momento cruciale nel suo percorso di crescita e sviluppo. La scelta di avviare o ritirare la negoziazione di un titolo azionario non riguarda, infatti, solo il Consiglio di amministrazione e il top management della società: accanto a tali attori, assumono particolare rilievo anche la totalità degli shareholder aziendali, tra cui gli investitori istituzionali e privati, oltre che gli analisti finanziari, le borse valori, le autorità di regolamentazione dei mercati e i media finanziari. I presenti soggetti possono esercitare un'influenza significativa sul successo delle operazioni, determinando risvolti differenti a seconda del contesto geografico, sociale e giuridico in cui queste hanno luogo.

La quotazione in borsa implica un'attenta e costante valutazione dei vantaggi e degli svantaggi derivanti dall'apertura del capitale aziendale agli investitori esterni. In generale, la scelta di accedere ai mercati azionari regolamentati permette alla società di usufruire di numerosi benefici: oltre a facilitare il reperimento dei finanziamenti necessari alla realizzazione dei progetti e, quindi, ridurre la pressione dei vincoli finanziari, il mercato borsistico può garantire un aumento della visibilità e credibilità dell'azienda. Inoltre, l'adesione agli standard di governance imposta dalle autorità di regolamentazione migliora il sistema di controllo e gestione interno, con un potenziale impatto positivo sulla fiducia degli investitori e sul valore dell'azienda. A ciò si aggiunge anche la possibilità di facilitare l'attrazione di risorse qualificate, oltre che quella di utilizzare schemi di remunerazione incentivanti. Di contro, la negoziazione di un titolo finanziario in un mercato regolamentato può risultare particolarmente complessa: il soddisfacimento di specifici requisiti e l'adempimento agli obblighi imposti dalla borsa valori possono apparire stringenti e costosi per diverse categorie di imprese. In particolare, la divulgazione delle informazioni finanziarie rilevanti, ai fini della trasparenza nei confronti degli azionisti, potrebbe scoraggiare la scelta della direzione di continuare lo scambio delle azioni. A ciò si aggiungono i rischi legati alla volatilità del mercato, le minacce di possibili takeover da parte di investitori esterni e il costante esame da parte delle istituzioni. Infine, la scelta di rivolgersi al mercato azionario per il reperimento dei capitali può vincolare il management a ridefinire la propria strategia in virtù di una politica di dividendi che consenta di remunerare adeguatamente gli investitori.

Durante l'ultimo ventennio, l'evoluzione del quadro normativo, generata dall'introduzione di regolamenti come il *Sarbanes-Oxley Act* negli Stati Uniti e della *Market Abuse Regulation* in Europa, ha influenzato pesantemente l'equilibrio dei costi-benefici di numerose società quotate. Le ondate di fusioni e acquisizioni combinate alla crisi finanziaria globale del 2007-2008 hanno, a loro volta, agito da catalizzatori nel processo di abbandono della mercato borsistico da parte di molte società. Accanto

a tali cause storiche, la nascita di borse valori alternative quali l'*Euronext Growth Milan* e i mercati statunitensi *Over-The-Counter* hanno incentivato un numero crescente di aziende ad abbandonare, nel corso degli ultimi anni, i mercati tradizionali. Data la rilevanza assunta da tale fenomeno, i ricercatori di tutto il mondo hanno condotto numerose analisi empiriche al fine di comprendere meglio le motivazioni alla base della decisione di abbandonare la borsa, con l'intento di definire le caratteristiche delle società maggiormente propense alla privatizzazione e indagare le conseguenze economiche di tale decisione.

Il presente elaborato è costituito da due macrosezioni. All'interno della prima, è riportata una rassegna della letteratura esistente relativa al tema del delisting: oltre alla definizione del fenomeno e alla sua classificazione, viene presentato un quadro generale delle motivazioni e dei risultati empirici emersi dalle analisi condotte dai ricercatori di tutto il mondo. A seguire, è presentato un approfondimento sul fenomeno del delisting all'interno del contesto italiano, focalizzato sia sulle caratteristiche della mercato finanziario domestico che sulle evidenze empiriche ottenute dai ricercatori della penisola. All'interno della seconda sezione, invece, è riportato un approfondimento sul contesto italiano: a partire dalle informazioni relative alle peculiarità del mercato dei capitali domestico, sono state condotte alcune regressioni logistiche al fine di individuare gli aspetti di unicità e i maggiori driver del fenomeno italiano. In aggiunta a tali valutazioni, è stata effettuata una Survival Analysis per esaminare l'impatto di variabili finanziarie, di mercato e di corporate governance sulla durata della quotazione e sul rischio di delisting.

## **1. Quotazione: un trade-off da gestire**

La quotazione è il fenomeno attraverso il quale un'azienda privata offre al pubblico la possibilità di acquistare e vendere i propri titoli azionari su un mercato borsistico regolamentato. Più nello specifico, un'offerta pubblica iniziale è il processo attraverso cui una società privata vende per la prima volta azioni a investitori esterni e diventa pubblicamente negoziabile. Tale decisione consente all'azienda di raccogliere capitali per la propria espansione, fornire liquidità agli azionisti e migliorare la visibilità e credibilità sul mercato (Pagano, Panetta, & Zingales, *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, 1998).

Da un punto di vista strategico, la decisione di accedere al capitale di rischio determina la gestione del delicato equilibrio tra benefici derivanti dalla quotazione e gli oneri ad essa associati. In generale, i titoli azionari di un'impresa sono negoziati sui mercati borsistici quando i benefici derivanti dalla quotazione superano i costi correlati alla decisione di rimanere pubblica. Di contro, una società può decidere di convertire il suo stato da pubblico a privato quando i costi di quotazione sono maggiori

dei rispettivi benefici. La *Tabella 1* riassume i principali vantaggi e svantaggi associati alla decisione di quotare un'impresa su mercati regolamentati.

Vantaggi	Svantaggi
Accesso diretto al capitale di rischio	Costi di adesione e di deposito
Vincoli finanziari ridotti	Fee periodiche
Minori asimmetrie informative	Costi di struttura interni
Agevolazioni fiscali	Volatilità di mercato
Maggiore controllo di gestione	Adempimenti informativi
Attrazione personale di talento	Disposizioni di governance
Stock option incentivanti	Certificazione documenti contabili
Visibilità e reputazione	Spillover informazioni

*Tabella 1 - Trade-off della quotazione*

All'interno delle sezioni successive vengono analizzate, in forma sintetica, le maggiori evidenze empiriche associate al trade-off della quotazione, con riferimento alle principali fonti accademiche.

## **1.1 Vantaggi della quotazione**

### *1.1.1 Benefici finanziari*

Normalmente, un'impresa quotata ha accesso diretto ai capitali di rischio messi a disposizione dagli investitori dei mercati borsistici. Rivolgendosi direttamente a tali soggetti, le società possono investire in progetti di crescita con l'intento di stimolare le attività di ricerca e sviluppo, migliorare le proprie relazioni e lanciare nuovi prodotti o servizi. Secondo Carpenter e Petersen, i vincoli finanziari rappresentano una barriera significativa per le piccole imprese che cercano di crescere e investire: la possibilità di raccogliere fondi attraverso il mercato azionario può, quindi, ridurre la pressione dei vincoli finanziari a cui sono sottoposte tali aziende private. In un'ottica di lungo periodo, ciò permette di accogliere le dinamiche evolutive dei mercati e mantenere un vantaggio competitivo nel tempo (Carpenter & Petersen, 2002).

Gli standard di trasparenza e reporting richiesti dai regolamenti dei mercati impongono alle aziende quotate di fornire numerose informazioni ai propri azionisti. Per tale motivo, le asimmetrie informative che influenzano il rapporto tra insider e outsider sono generalmente minori per le imprese pubbliche rispetto che per quelle private. In virtù delle evidenze proposte da Pagano e Röell, la riduzione delle asimmetrie informative e dei comportamenti opportunistici può garantire una diminuzione della percezione del rischio d'impresa e, quindi, una riduzione dei costi del capitale di rischio. In altri termini, la maggiore credibilità si traduce in una minore necessità per gli investitori di richiedere rendimenti elevati per compensare l'incertezza informativa, ma anche in maggiori

opportunità di finanziare la crescita e l'innovazione (Pagano & Röell, *The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public*, 1998).

Rientrano all'interno della categoria dei vantaggi economici anche i benefici fiscali come i crediti di imposta previsti dalla normative vigenti nei Paesi in cui ha luogo la negoziazione del titolo. Ad esempio, il *Ministero delle Imprese e del Made in Italy* ha prorogato, fino al 31 dicembre 2024, il credito di imposta pari al 50% dei costi di consulenza sostenuti per le PMI che intendono quotarsi in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, fino a un massimo di 500.000 euro. Negli U.S.A., invece, il *JOBS Act* è stato introdotto con l'obiettivo di facilitare l'accesso al capitale per le piccole imprese e le startup, rendendo più semplice la raccolta fondi e la quotazione in borsa. In particolare, tale atto legislativo semplifica i requisiti normativi, divulgativi e fiscali delle aziende di tipo EGC per i primi cinque anni dopo la quotazione.

### *1.1.2 Benefici organizzativi*

I vantaggi organizzativi derivanti dalla quotazione riguardano i miglioramenti in termini di struttura, governance e gestione dei processi. In particolare, il sistema di controllo di gestione interno di cui deve disporre un'azienda pubblica può generare benefici in termini di efficienza sia sui costi che sulla produttività. Secondo Pagano *et al.*, una struttura proprietaria caratterizzata dalla presenza di investitori istituzionali è in grado di generare anche benefici in termini di valore aziendale: la presenza di tale categoria di azionisti garantirebbe l'esercizio di una funzione di monitoring nei confronti dei manager, con l'intento di minimizzare l'estrazione di benefici privati e il rischio di finanziare progetti non remunerativi, oltre che con il fine di perseguire l'obiettivo della massimizzazione del valore della società (Pagano & Röell, *The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public*, 1998).

Infine, vi è evidenza del fatto che la presenza sul mercato azionario permette alle società di attrarre manager più qualificati rispetto alla controparte privata: in accordo con quanto riportato da Draho nel libro *The IPO Decision: Why and How Companies Go Public*, tali soggetti risulterebbero maggiormente incentivati dal prestigio della società quotata al punto da preferirla a quella privata. Inoltre, la quotazione permette di incentivare maggiormente i dirigenti grazie alla possibilità di rilasciare stock options rappresentate da titoli valutabili in maniera oggettiva e negoziabili facilmente (Draho, 2004).

### *1.1.3 Benefici operativi*

Per concludere, la negoziazione dei titoli azionari garantisce alle imprese anche vantaggi in termini operativi. Secondo Stoughton e Zechner, le aziende quotate sui mercati finanziari risultano

maggiormente affidabili agli occhi dei clienti e dei fornitori: la quotazione può, infatti, essere il risultato di una strategia di marketing che mira ad aumentare la visibilità aziendale e la reputazione del marchio, ma anche a far conoscere i propri prodotti al mercato e facilitare la realizzazione di partnership (Stoughton & Zechner, 1998).

## 1.2 Svantaggi della quotazione

### 1.2.1 Costi

Per quanto concerne la struttura dei costi, la decisione di avviare la negoziazione del titolo azionario aziendale richiede il pagamento di una commissione di ammissione, corrispettivi fissi e fee annuali variabili a seconda della capitalizzazione dell'azienda e della borsa valori selezionata.

Ad esempio, il tariffario di *Borsa Italiana* prevede un costo di ammissione pari a 250 euro ogni 1.000.000 di euro di capitalizzazione per le nuove società. A questo si aggiunge un corrispettivo annuale di 51 euro ogni 1.000.000 di euro di capitalizzazione. In aggiunta a tali oneri, agli emittenti che si avvalgono dell'infrastruttura di *Borsa Italiana* per la distribuzione di strumenti finanziari su *Euronext Milan* e *Euronext MIV Milan*, si applicano i corrispettivi basati sull'ammontare di capitale raccolto  $C$ , secondo quanto riportato all'interno della *Tabella 2*.

Scaglione capitale raccolto $C$	Fee percentuale
$C \leq 100 \text{ M€}$	30 %
$100 \text{ M€} < C \leq 300 \text{ M€}$	20 %
$300 \text{ M€} < C \leq 500 \text{ M€}$	15 %
$C > 500 \text{ M€}$	10 %

*Tabella 2 - Fee percentuale sul capitale raccolto, Borsa Italiana*

È inoltre prevista la fatturazione di una quota fissa pari a 50.000 euro a titolo di anticipo non rimborsabile al momento della presentazione della domanda di quotazione.

Come ulteriore esempio, la commissione di iscrizione alla *Hong Kong Stock Exchange* è pari a HK\$ 500.000, a cui segue il pagamento di una quota mensile di HK\$ 2.900. In generale, sono richiesti alcuni depositi a titolo di garanzia del valore complessivo di HK\$ 105.000 (fondo di compensazione, fondo fedeltà e marche da bollo).

Accanto ai costi da sostenere per l'ammissione alla borsa e le negoziazioni del titolo sul mercato, le società quotate devono dotarsi di personale interno da imputare alle attività di controllo di gestione e coordinamento delle relazioni con gli investitori e intermediari (Investor relator). In virtù degli obblighi normativi, le stesse imprese dovranno introdurre all'interno del board aziendale anche le personalità degli amministratori indipendenti: secondo quanto riportato nel *Codice di Corporate Governance* di Borsa Italiana, l'organo amministrativo della società quotata deve comprendere

almeno due amministratori indipendenti. In generale, il numero di tali soggetti deve risultare adeguato alle esigenze dell'impresa e al funzionamento dell'organo di amministrazione (Comitato Italiano per la Corporate, 2020).

Le aziende pubbliche sono, poi, soggette alle turbolenze di mercato: a differenza della controparte privata, il prezzo delle azioni di una società quotata non è solo determinato dalle relative performance economiche, ma può essere il frutto dell'influenza dei cicli di borsa e delle dinamiche di mercato delle altre imprese del settore (Bharath & Dittmar, 2010).

### *1.2.2. Adempimenti*

La negoziazione di un titolo azionario in un mercato borsistico richiede che la società pubblica operi nel rispetto dei regolamenti normativi previsti dalla borsa valori. Nonostante gli adempimenti possano variare a seconda del contesto geografico di riferimento, in generale le aziende quotate devono osservare vincoli informativi, di corporate governance, di controllo e fiscali.

In riferimento al mercato borsistico italiano, per quanto riguarda i primi adempimenti, gli emittenti sono tenuti a pubblicare annualmente e semestralmente il bilancio consolidato di esercizio, ma anche relazioni trimestrali sui risultati finanziari e operativi, il calendario annuale dei maggiori eventi societari ed eventuali comunicati inerenti eventi di rilievo (fusioni, emissioni nuove azioni ecc.).

In termini di corporate governance, le società quotate in Borsa Italiana devono rispettare le indicazioni specificate nel *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* (TUF) in merito alla composizione degli organi amministrativi (ruoli, nomine e funzionamento) e all'adozione di un sistema di controllo di gestione e dei rischi. Inoltre, queste sono tenute a dichiarare una chiara politica di remunerazione e pubblicare relazioni periodiche sul governo societario.

A livello di normativa sul controllo societario, le aziende pubbliche devono sottoporre i propri bilanci consolidati e le relazioni finanziarie a una revisione legale facente parte di una società di revisione esterna ed indipendente. Tale soggetto deve essere iscritto all'albo dei revisori legali del *Ministero dell'Economia e delle Finanze*. La massima attività di controllo è rappresentata dalla relazione di revisione, in cui il revisore legale dei conti esprime un giudizio sulla correttezza dei documenti informativi redatti dalla società.

Ovviamente, l'adempimento alla normativa prevista dai mercati regolamentati rappresenta un notevole impegno economico per le società quotate: tale esborso risulta particolarmente gravoso per determinate categorie di imprese e rappresenta una delle principali motivazioni alla base della privatizzazione. Inoltre, un ulteriore svantaggio associato agli obblighi di disclosure è rappresentato dal rischio di spillover delle informazioni private nei confronti dei concorrenti: secondo Maksimovic

e Pichler, la riduzione delle asimmetrie informative permette alle società non quotate di sfruttare tali informazioni per migliorare le proprie strategie (Maksimovic & Pichler, 2001).

## **2. Delisting: panoramica di un fenomeno in ascesa**

Il delisting è il processo attraverso il quale i titoli azionari di una società quotata vengono rimossi da un mercato regolamentato, con conseguente cessazione delle negoziazioni pubbliche.

In una serie di interviste condotte nel 2002, Sinnet conclude che, tra le principali motivazioni che spingono i dirigenti ad avviare il processo di privatizzazione di una società quotata, emergono la possibilità di ottenere maggiore autonomia manageriale e l'opportunità di focalizzarsi sui risultati a lungo termine piuttosto che su quelli periodici. Di contro, però, gli intervistati hanno sottolineato alcune limitazioni che possono emergere in caso di delisting. Tra queste, figurano la ridotta liquidità degli azionisti in caso di vendita dei titoli, il limitato accesso a fonti di finanziamento (quindi, vincoli finanziari maggiormente stringenti) e le difficoltà nella valutazione del valore dell'azienda (Sinnnet, 2002).

Negli ultimi anni, il delisting ha assunto un'importanza crescente, tale da spingere gli economisti ad indagarne le cause e le conseguenze con l'intento di definire una panoramica generale e quanto più completa del fenomeno. Per valutare la portata dell'evento, Martinez e Serve hanno analizzato le informazioni di più di 6.000 delisting in 42 Paesi appartenenti alle aree geografiche degli U.S.A., Regno Unito ed Europa Continentale. In particolare, i ricercatori hanno valutato l'evoluzione storica delle imprese quotate nei diversi mercati sulla base dei seguenti indicatori:

- *Listed firms*

Rappresenta il valore assoluto del numero di imprese pubbliche presenti sui mercati borsistici. Per ciascun anno, tale indicatore è pari alla somma tra il numero di società quotate al termine del periodo precedente a quello in esame e le nuove quotazioni, al netto delle aziende che hanno abbandonato la negoziazione dei titoli azionari.

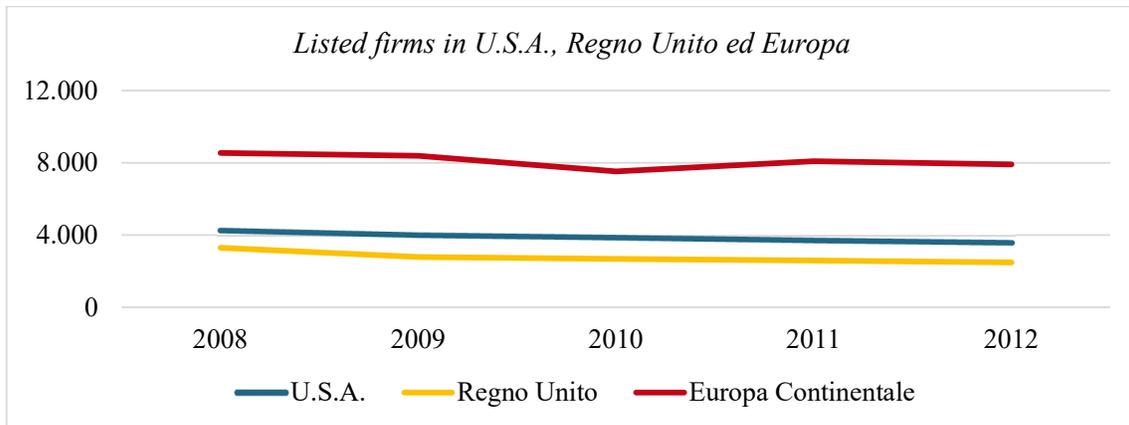
- *New list rate*

Calcolato dividendo la differenza tra il numero di delisting e il numero di nuove imprese entrate in borsa per il totale di imprese quotate tra due anni consecutivi, l'indicatore fornisce una valutazione del tasso netto di variazione del numero di società pubbliche.

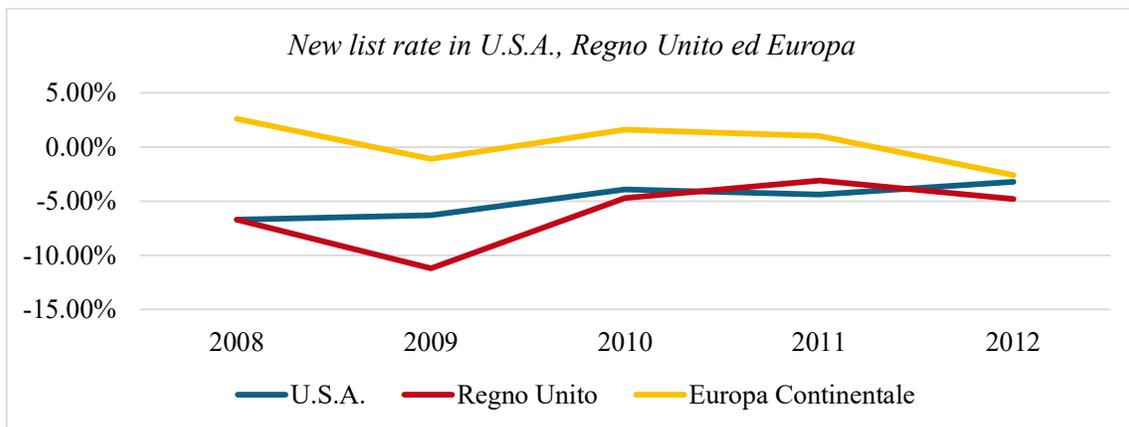
All'interno dell'intervallo temporale 2008-2012, si osserva una diminuzione del numero di imprese quotate in tutte le aree geografiche di interesse. In generale, il new list rate risulta strettamente negativo sia per gli U.S.A. che per il Regno Unito. Secondo i ricercatori, tale evidenza dimostra

chiaramente l'esistenza di un "listing gap" nelle aree geografiche considerate. Nel contesto dell'Europa Continentale, invece, tale tasso appare meno esplicativo in quanto assume alternativamente valori positivi e negativi, con un range del +0,4%. (Martinez & Serve, 2017).

Il *Grafico 1* e il *Grafico 2* permettono di valutare, rispettivamente, l'andamento del numero totale di imprese quotate e il new list rate dei mercati borsistici degli U.S.A., del Regno Unito e dell'Europa Continentale.



*Grafico 1 – Imprese quotate in U.S.A., Regno Unito ed Europa Continentale tra il 2008 e il 2012 (Martinez & Serve, 2017)*



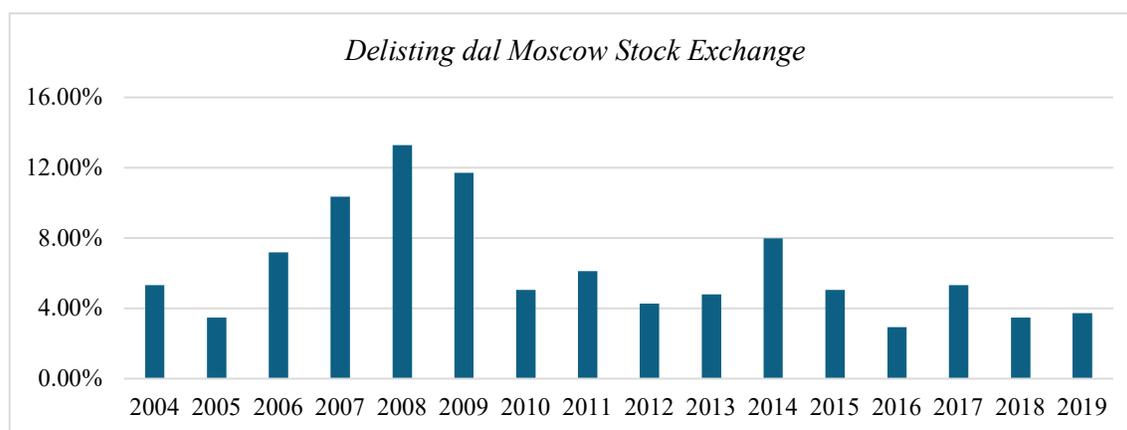
*Grafico 2 – New list rate in U.S.A., Regno Unito ed Europa Continentale tra il 2008 e il 2012 (Martinez & Serve, 2017)*

Per valutare l'entità del fenomeno nel mercato russo, è possibile fare riferimento alla più recente pubblicazione di Rogova e Belousova in cui si afferma che, dal 2004 al 2019, sono stati registrati 376 eventi di delisting. In accordo con quanto evidenziato da Martinez e Serve, le docenti sostengono che il maggior numero di osservazioni si è verificato in corrispondenza della crisi finanziaria globale

(2007-2009). Accanto a tale evento, Rogova e Belousova riconducono la maggioranza dei delisting del 2014 alla crisi economica russa generata dalle sanzioni per l'annessione della Crimea.

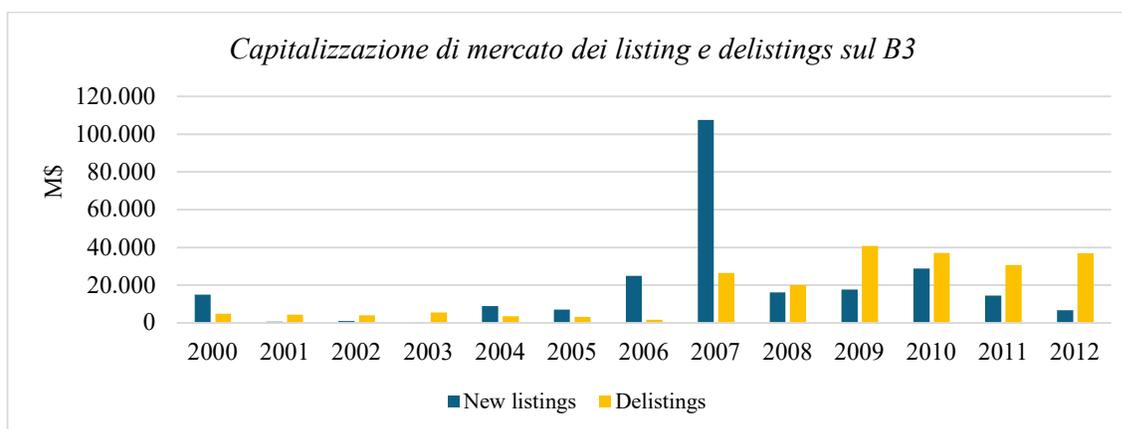
Rispetto all'intervallo temporale compreso tra il 2010 e il 2019, è emerso che sono state cancellate in media 26 società all'anno dalla *Moscow Stock Exchange*, corrispondenti a circa il 7,4% del totale delle aziende quotate. Le autrici sostengono che “delisting is an ongoing problem for stock market players and is not becoming less valuable” (Rogova & Belousova, 2021) (p.15).

Il *Grafico 3* mostra l'andamento nel tempo del numero di delisting avvenuti nel *Moscow Stock Exchange* in relazione al totale delle società pubbliche.



*Grafico 3 – Delisting avvenuti tra il 2004 e il 2019 in Russia (Rogova & Belousova, 2021)*

Nel contesto del mercato borsistico brasiliano B3, precedentemente noto come BM&FBOVESPA, Bortolon e Silva hanno analizzato i movimenti di capitale finanziario associato alle operazioni di delisting di 227 società quotate. Come si può osservare dal *Grafico 4*, i dati successivi al 2007 suggeriscono una progressiva crescita della capitalizzazione delle aziende che abbandonano la borsa, a scapito delle nuove quotazioni.



*Grafico 4 – Capitalizzazione di mercato delle nuove imprese quotate e delle imprese privatizzate dal B3 (Bortolon & Silva, 2014)*

Dalle osservazioni, reperite sulla banca dati della *World Federation of Exchanges*, è possibile notare una crescita esponenziale della capitalizzazione delle nuove imprese pubbliche fino al 2007. Tuttavia, con l'inizio della crisi del 2008, si evince una forte riduzione e oscillazione delle nuove capitalizzazioni sul mercato borsistico brasiliano. Per quanto riguarda la capitalizzazione delle società delistate, si è manifestato un notevole aumento del fenomeno durante il 2007, con un successivo mantenimento negli anni successivi, fino al 2012. In generale, entrambi i ricercatori sono concordi nel riconoscere la presenza di un andamento inverso nei processi di quotazione in borsa e delisting (Bortolon & Silva, 2014).

Gli esempi del presente paragrafo forniscono una visuale ridotta di una tendenza più ampia che coinvolge, in maniera più o meno accentuata, tutte le borse mondiali. A differenza del passato, il delisting non rappresenta più un evento isolato e circoscritto a singoli mercati, ma riflette una dinamica globale influenzata da fattori economici, normativi e strategici. Lo studio di tale fenomeno risulta, quindi, essenziale ai fini della comprensione delle trasformazioni in atto sui mercati finanziari e dell'evoluzione delle strategie delle imprese quotate.

### **3. Tipologie di delisting**

Nel contesto dei mercati finanziari, è possibile distinguere tra le seguenti tipologie di delisting:

- *Delisting volontario*

In tal caso, la società quotata sceglie volontariamente di cessare la negoziazione dei propri titoli azionari da una borsa valori di riferimento. In generale, il delisting volontario rappresenta una decisione strategica programmata dall'azienda che può dar luogo ad esiti differenti a seconda delle motivazioni che hanno dato origine al fenomeno.

- *Delisting involontario*

In tal caso, i titoli azionari di una società quotata vengono rimossi da un ente regolatore o dalla borsa, contro la potenziale volontà dell'azienda di continuare le negoziazioni. Data la natura involontaria, tale tipologia di delisting è quasi sempre accompagnata da una distruzione di valore per gli azionisti.

Secondo quanto affermato da Martinez e Serve, il fenomeno del delisting può essere assimilato a un processo a due livelli: in particolare, il delisting volontario rappresenta il livello inferiore, a cui può seguire, in caso di deterioramento della situazione aziendale, il livello superiore del delisting involontario. Il passaggio da un livello al successivo è accompagnato da una riduzione della flessibilità con cui il management può creare valore, investire i ricavi, adottare strategie differenti e sottoporsi ai controlli degli enti regolatori (Martinez & Serve, 2017).

### 3.1 Delisting volontario

Come anticipato, il delisting volontario è il processo attraverso il quale una società decide di rimuovere volontariamente la propria quotazione da un mercato azionario specifico. A seconda che il delisting preveda o meno la successiva negoziazione del titolo su un altro mercato, è possibile fare riferimento a tre diversi eventi:

- *Going-Private-Transaction*

Anche nota come privatizzazione, la Going-Private-Transaction è un'operazione attraverso cui una società quotata in borsa ritira la totalità dei propri titoli azionari al fine di trasformare il suo stato da pubblico a privato.

Le motivazioni alla base delle privatizzazioni possono variare a seconda del soggetto che avvia il processo: normalmente, tale tipologia di delisting volontario risulta essere la conseguenza di una fusione, un'acquisizione o un'offerta pubblica di acquisto.

- *Cross-delisting*

Attraverso il cross-delisting, un'azienda decide di ritirare le proprie azioni da una o più borse valori estere, con l'intento di concentrarsi su un unico mercato borsistico, di solito domestico.

- *Deregistrazione*

In questo caso, la società quotata decide volontariamente di trasferire la negoziazione dei propri titoli azionari da un mercato regolamentato a un mercato secondario caratterizzato da vincoli meno stringenti. Per tale motivo, la deregistrazione è anche nota come "Going-dark".

Le cause che originare ciascuna fattispecie di delisting volontario possono essere estremamente eterogenee e, spesso, poco chiare: si può passare, infatti, dalla volontà di ridurre i costi di quotazione al desiderio di ottenere maggiore flessibilità gestionale o al tentativo di concentrare il controllo societario. Può accadere, inoltre, che giustificazioni apparentemente semplici possano nascondere incentivi più oscuri come il tentativo di estrarre benefici privati a scapito degli azionisti di minoranza.

#### 3.1.1 Modello di timing del delisting volontario

Normalmente, la privatizzazione una società pubblica è il frutto di un'attenta analisi del trade-off dei costi-benefici derivanti dalla quotazione e della severità dei problemi di agenzia che affliggono il rapporto tra insider e outsider.

All'interno dell'articolo *The timing of voluntary delisting*, Azevedo *et al.* affermano che:

The decision to delist depends on the trade-offs and the dynamics between two key drivers of the entrepreneur's wealth: the consumption of private benefits in listed and delisted states (the agency motives for delisting) and the expected improvements in the firm's

business performance in the delisted state (the economic motives for delisting). [...]  
 When the economic motives for delisting outweigh the agency benefits from staying listed, the entrepreneur will voluntarily delist at the end of which they will own the entire firm and its future revenue stream. (Azevedo, Colak, El Kalak, & Tunaru, 2024) (p. 2)

In particolare, i ricercatori hanno sviluppato un modello teorico che permette di valutare la decisione di delisting volontario delle aziende che affrontano problemi di agenzia (e, quindi, di estrazione di benefici privati da parte dei manager) e costi di compliance, oltre che shock interni ed esterni al contesto aziendale. Tale modello rientra all'interno della categoria dei modelli di commutazione in quanto, in ciascun istante decisionale, l'imprenditore valuta se modificare lo stato della propria azienda (da quotata a privata, o viceversa), confrontando i benefici che potrebbe ottenere dalle due alternative.

Il modello sostiene che, in un generico istante decisionale  $n$ , il beneficio che l'imprenditore può ottenere dalla quotazione della società è dato dalla combinazione di tre fattori:

- *Capitale investito nell'azienda all'inizio del periodo*  $K_n$   
 Siccome si assume che l'imprenditore necessiti di investitori esterni per effettuare l'investimento, vale che  $K_n > W_n$ , dove  $W_n$  rappresenta il beneficio dell'imprenditore.
- *Abilità di estrarre benefici privati*  $\Psi(b_n, v_n)$   
 L'abilità dell'imprenditore di estrarre benefici privati dall'impresa dipende dall'efficienza del sistema regolatorio  $b_n$  del paese in cui è quotata e dalla frazione di flussi di cassa  $v_n$  che viene espropriata da tale soggetto per il consumo personale. In particolare, il parametro  $b_n$  è specifico del paese di riferimento e riflette il costo dell'espropriazione degli azionisti (elevato per sistemi legali con ridotta tutela e viceversa).
- *Ritorno economico atteso dalla produzione*  $\mathbb{E}_n[R_{n+1}]$   
 Dove la variabile casuale rendimento lordo  $R_{n+1}$  della produzione è nota solamente nell'istante decisionale successivo a quello della valutazione.

In altri termini, quando la società è quotata all'istante  $n$ , il beneficio  $W_{n+1}$  che può ottenere l'imprenditore privatizzando la società nell'istante  $n + 1$  dipende da come sono distribuiti i flussi di cassa, dal capitale disponibile per gli investimenti e dalla quantità di beni che l'impresa può vendere, secondo la seguente espressione:

$$\mathbb{E}_n[W_{n+1}] = K_n \cdot \mathbb{E}_n[R_{n+1}] \cdot \Psi(b_n, v_n)$$

Per converso, se all'istante  $n$  la società è privata, l'imprenditore può decidere se procedere con la quotazione all'istante  $n + 1$ , valutando il proprio beneficio personale come:

$$\mathbb{E}_n[W_{n+1}] = K_n \cdot \tilde{\mathbb{E}}_n[R_{n+1}] \cdot \alpha_n$$

Dove  $\alpha_n$  rappresenta la quota di proprietà dell'imprenditore all'inizio del periodo  $n$ . Per includere gli effetti associati al vantaggio informativo che tale soggetto potrebbe avere in termini di cambiamento delle performance aziendali conseguente al delisting, il valore atteso del ritorno economico della produzione è stato denotato con l'accento tilde. Ciò è dovuto al fatto che alcune informazioni potrebbero non essere completamente accessibili da parte degli shareholder esterni.

In conclusione, per un imprenditore risulta ottimo avviare un processo di delisting quando vale la seguente disequazione:

$$\frac{\Psi(b_n, v_n)}{\alpha_n} < \frac{\tilde{\mathbb{E}}_n[R_{n+1}]}{\mathbb{E}_n[R_{n+1}]}$$

Il primo membro fa riferimento ai problemi manageriali di agenzia: in particolare, questo riflette i fattori interni (quota di proprietà, payout dei dividendi) ed esterni (efficienza di espropriazione degli azionisti, costi di quotazione) che possono influenzare le performance economiche della società. Il secondo membro della disequazione, invece, si riferisce alla performance economica dell'impresa.

Il modello proposto da Azevedo *et al.* ha permesso di indagare le relazioni tra la probabilità di delisting volontario e un set di variabili economiche. Dall'analisi di un campione costituito da 8.575 delisting avvenuti tra il 1990 e il 2020 in 26 paesi, è emerso che le variabili che generano un maggiore impatto in termini di probabilità di abbandonare i mercati borsistici sono la quota di proprietà degli insider, il tasso di crescita dell'impresa, il rischio di mercato, l'efficienza di espropriazione degli azionisti, i costi di quotazione e il payout dei dividendi. Infine, i risultati suggeriscono che l'incertezza politica e regolatoria di un paese possono influenzare positivamente la probabilità di delisting di un'azienda (Azevedo, Colak, El Kalak, & Tunaru, 2024).

Per una panoramica generale e più completa delle motivazioni alla base della decisione di abbandonare il mercato borsistico, si rimanda alla lettura del paragrafo *Spiegare il delisting*.

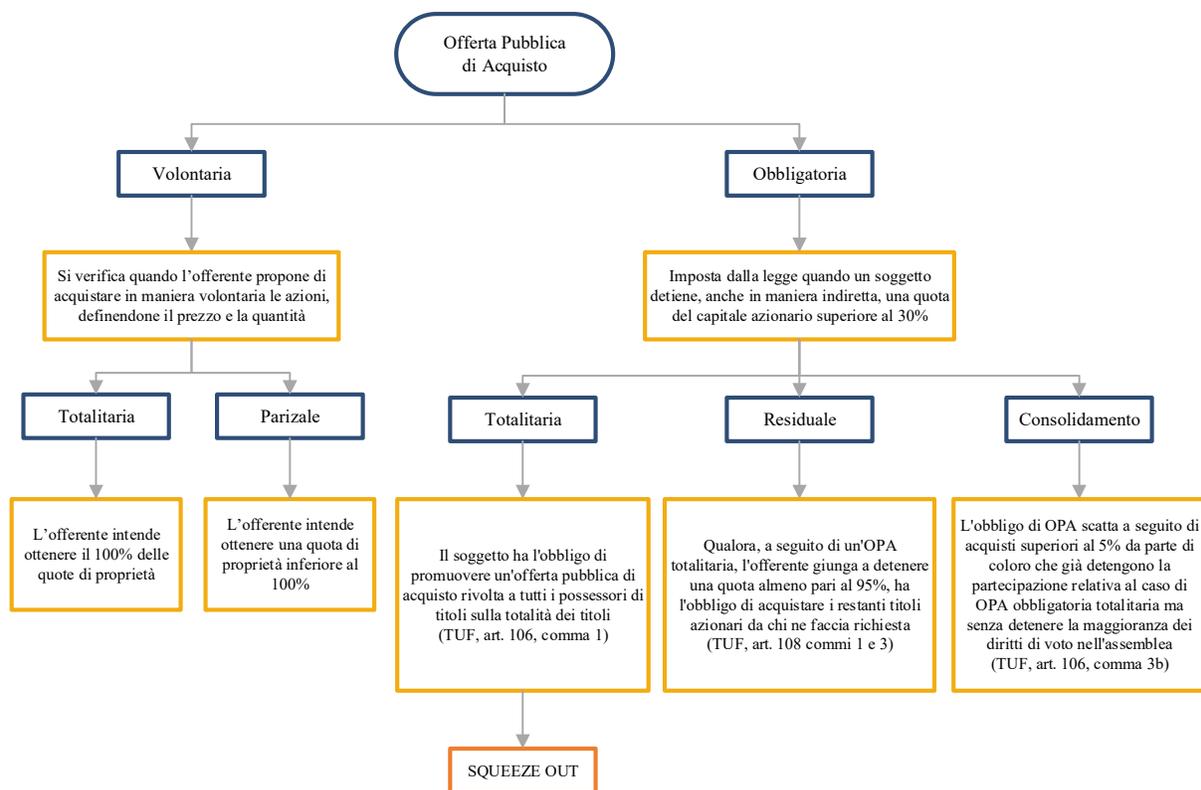
### 3.1.2 GPT: Modalità ed evidenze empiriche

A seconda delle specifiche circostanze finanziarie e strategiche dell'impresa, è possibile distinguere tra diverse modalità attraverso cui una società può avviare un processo di delisting volontario. Ciascuna procedura presenta caratteristiche peculiari, oltre che differenti implicazioni sia per gli

azionisti che per l'impresa. All'interno della presente sezione sono riassunte le principali modalità attraverso cui una società pubblica può procedere, in maniera volontaria, alla privatizzazione.

Molto frequentemente, un processo di privatizzazione ha luogo in seguito alla formulazione di un'offerta pubblica di acquisto da parte di un azionista interno alla società o un investitore esterno interessato ad acquisirne l'intera proprietà. Di norma, il soggetto offerente acquista i titoli azionari della società target offrendo agli azionisti un corrispettivo in denaro superiore al normale prezzo di acquisto dei titoli sul mercato borsistico, equivalente al premio per il controllo. In generale, un'OPA può essere volontaria o obbligatoria: nel primo caso, il promotore presenta un'offerta che può essere accettata o declinata dagli azionisti; nel secondo caso, invece, l'offerente è obbligato a presentare un'offerta a tutti gli shareholder a seguito del superamento di una determinata soglia di partecipazione.

La *Figura 1* presenta una panoramica delle differenti tipologie di Offerta Pubblica di Acquisto. In particolare, le informazioni riportate fanno riferimento al *Testo Unico della Finanza*.



*Figura 1 - Tipologie di OPA in Italia*

In seguito alla promozione di un'OPA totalitaria, se il promotore detiene una quota partecipativa pari ad almeno il 95% dei titoli azionari societari, allora ha il diritto di esercitare lo squeeze-out: in tale

circostanza, il promotore può, infatti, acquistare forzatamente le azioni residue detenute dagli azionisti di minoranza che non hanno aderito alla proposta.

Completata l'operazione di acquisizione dei titoli azionari attraverso offerta pubblica di acquisto ed esercitato il diritto di squeeze-out sugli azionisti rimanenti, il proprietario unico può procedere con la richiesta di delisting volontario dalla borsa valori di riferimento e, quindi, concludere il processo di privatizzazione della società pubblica. Il mancato raggiungimento della percentuale del 95% non implica l'impossibilità di privatizzare l'azienda: in tal caso, gli azionisti di minoranza che non hanno aderito all'offerta possono comunque rimanere all'interno della struttura proprietaria. Tuttavia, la vendita dei titoli detenuti da tali soggetti risulterà ostacolata a causa della mancanza di un mercato borsistico su cui effettuare gli scambi. Inoltre, dato il ridotto potere contrattuale, gli azionisti di minoranza potrebbero riscontrare difficoltà nel valutare o disinvestire le partecipazioni in maniera efficace.

All'interno di un articolo pubblicato sul *Philippine Management Review*, Cayanan analizza le maggiori problematiche che hanno coinvolto gli azionisti di minoranza durante tre differenti offerte pubbliche di acquisto mirate alla privatizzazione. Secondo l'autore, data la natura concentrata della struttura proprietaria delle imprese e la possibilità di procedere con la maggioranza dei consensi del Consiglio di amministrazione, gli azionisti di minoranza non hanno potuto opporsi al processo di privatizzazione delle società in esame. Inoltre, Cayanan sottolinea come il prezzo offerto durante l'OPA non rifletta effettivamente il pieno valore delle azioni: per tale motivo, i piccoli investitori potrebbero essere stati costretti a vendere le proprie quote a prezzi inferiori rispetto a quelli di mercato. Per mitigare gli effetti di espropriazione dei mercati delle Filippine e sopperire alla mancanza di norme appropriate per gli azionisti di minoranza, il professore suggerisce di migliorare il quadro normativo attraverso l'introduzione di leggi finalizzate al miglioramento della trasparenza aziendale e della tutela degli investitori, con l'intento di garantire un trattamento più equo in caso di OPA (Cayanan, 2020).

Il Leveraged Buyout è una tecnica di acquisizione alternativa che prevede la possibilità di combinare il capitale proprio dell'acquirente con una quota significativa di capitale di debito. In generale, tale operazione prevede che le attività della società acquisita siano utilizzate come garanzia sul prestito, insieme alle attività della società acquirente. Inoltre, una volta completato l'acquisto, la società acquisita diventa responsabile del pagamento del debito contratto per il suo stesso acquisto: il prestito o le obbligazioni sottoscritte vengono rimborsati attraverso lo sfruttamento della capacità di generare flussi di cassa positivi da parte del target stesso. Normalmente, il Leveraged Buyout è frutto di una strategia predatoria messa in atto da gruppi di investimento di private equity con l'intento di effettuare

grandi acquisizioni, senza dover impegnare ingenti capitali. In questo caso, l'obiettivo dei fondi è quello di privatizzare l'impresa attraverso un delisting per un periodo di detenzione durante il quale migliorare le performance e ripagare il debito. Terminato tale intervallo temporale, gli investitori di private equity possono procedere rendendo nuovamente pubblica la società (IPO), vendendo le quote di proprietà a un concorrente o avviando un altro ciclo di investimenti con un secondary buyout.

Il Management Buyout (MBO) rappresenta una forma specifica di Leveraged Buyout in cui il soggetto acquirente è rappresentato da un gruppo di manager interni all'azienda. Se l'acquisizione ha successo, i dirigenti non continuano solo a gestire l'impresa, ma assumono anche il ruolo di nuovi proprietari: tale contesto permette di allineare gli interessi dei manager con quelli della società e, quindi, facilitare il perseguimento dell'obiettivo di massimizzazione del valore aziendale. Più precisamente, l'allineamento degli incentivi può contribuire a eliminare i conflitti di interesse e ridurre il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei manager-imprenditori: essendo direttamente coinvolti, i dirigenti risultano maggiormente motivati a prendere decisioni con l'intento di promuovere l'efficienza operativa e la crescita aziendale, ma anche ad evitare scelte di accrescimento dei benefici personali. (Jensen & Meckling, Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure, 1976). Il MBO consente ai manager di ottenere l'indipendenza dagli azionisti esterni e dai vecchi soci di controllo: ciò permette, quindi, di attuare strategie di lungo termine che potrebbero essere difficili da perseguire in presenza di investitori esterni o azionisti di controllo. In alternativa, tale operazione può essere utilizzata come meccanismo per evitare un'acquisizione ostile da parte di soggetti terzi, al fine di proteggere la propria posizione lavorativa ed evitare cambiamenti di leadership.

Gli effetti sulle performance aziendali e le conseguenze economiche generate da un LBO sono stati indagati da numerosi ricercatori. In particolare, lo studio empirico condotto da Bédu e Palard, basato su un campione di 178 privatizzazioni avvenute tra il 2000 e il 2007, dimostra che le aziende britanniche oggetto di MBO tendono a migliorare il proprio fatturato negli anni successivi alla privatizzazione, oltre che i tassi di crescita e di occupazione. Bédu e Palard affermano, infatti, che i Management Buyout determinano un aumento dell'offerta di lavoro nel Regno Unito. A livello europeo, invece, i risultati suggeriscono che i manager-imprenditori non sono in grado di ottenere risultati significativamente differenti da quelli registrati durante la quotazione né di generare nuovi posti di lavoro: secondo quanto affermato dagli autori, il debito contratto per la privatizzazione potrebbe, infatti, scoraggiare i manager dall'effettuare nuove assunzioni e investimenti in asset. (Bédu & Palard, 2021).

Uno dei casi di cronaca più famosi di Leveraged Buyout è rappresentato dal MBO condotto nel 2013 da Michael Dell nei confronti della società Dell Technologies. Con il supporto del fondo di private equity Silver Lake Partners e di Microsoft, il fondatore e CEO dell'azienda ha concluso un accordo del valore di circa 24,4 miliardi di dollari per privatizzare la società quotata al Nasdaq (rispetto ad una capitalizzazione pari a circa 23 miliardi di dollari). Secondo quanto riportato da Forbes, la privatizzazione non era il frutto del desiderio di Michael Dell di guidare una trasformazione strategica dell'azienda, spostandosi così dal settore degli hardware a quello dei servizi IT e cloud computing, bensì della minaccia di una diminuzione del 72% dell'utile netto aziendale in un anno, unita alle notevoli difficoltà di crescita di un settore in declino. In generale, però, l'operazione si è rivelata vincente: dopo una profonda ristrutturazione, Dell Technologies è tornata sul mercato borsistico internazionale nel 2018, affermandosi definitivamente come leader nel settore tecnologico e dei servizi IT.

### 3.2 Delisting involontario

La cessazione forzata delle negoziazioni di un titolo societario può essere la conseguenza di:

- *Violazione dei regolamenti*

Gli standard imposti dalle borse valori e dagli enti regolatori sono estremamente dettagliati al fine di garantire la trasparenza, la sicurezza e l'integrità dei mercati azionari: in caso di violazione prolungata di tali norme, le autorità possono avviare un processo di delisting.

- *Bancarotta*

Normalmente, quando una società è coinvolta in un processo di bancarotta o è prossima alla dichiarazione di fallimento, gli obblighi di carattere finanziario imposti dai regolamenti borsistici risultano compromessi. In tal caso, si ricade nella prima fattispecie della violazione dei regolamenti con conseguente rimozione delle azioni della società dai mercati azionari.

- *Ristrutturazione finanziaria*

La ristrutturazione finanziaria può avviare un processo di delisting involontario quando si verifica un deterioramento delle condizioni societarie tale da non rispettare i requisiti imposti dalle borse valori. Il peggioramento fa riferimento, ad esempio, alla violazione dei vincoli finanziari, informativi o di corporate governance imposti dalle autorità dei mercati.

Appare evidente, quindi, che la principale motivazione alla base del fenomeno del delisting involontario è rappresentata dalla violazione degli standard imposti dal mercato borsistico. La bancarotta e la ristrutturazione finanziaria rappresentano ulteriori cause esclusivamente nella misura in cui tali fenomeni determinano, a loro volta, una violazione degli standard.

Spesso accade, però, che il mancato rispetto dei regolamenti non determini l'immediata cessazione delle negoziazioni del titolo azionario. A riguardo, in uno studio pubblicato nel 1999, Chen e Schoderbek hanno analizzato un campione di delisting involontari avviati dall'*American Exchange*. In particolare, è emerso che solo il 21,7% delle società che hanno violato i criteri di quotazione sono state effettivamente escluse dal mercato borsistico entro un anno dalla data di osservazione dell'inadempienza. Secondo gli autori, la decisione di estromettere un titolo dalla quotazione non è basata esclusivamente sulla mancata aderenza alla normativa: probabilmente, gli enti coinvolti considerano fattori aggiuntivi quali la presenza di cause legali, l'avvio di procedure di liquidazione giudiziale, il volume degli scambi azionari e l'opinione di auditor certificati. In aggiunta, Chen e Schoderbek ritengono che i costi di investigazione sostenuti dalle autorità possano rappresentare un'ulteriore variabile da considerare in caso di delisting involontario (Chen & Schoderbek, 1999). Ovviamente, occorre ricordare che, a seconda del mercato borsistico in cui opera, una società segnalata per la violazione dei regolamenti ha a disposizione un intervallo temporale variabile per adottare le misure correttive necessarie a ripristinare la conformità agli standard.

All'interno dell'articolo *Down and out in the stock market: The law and economics of the delisting process*, Macey *et al.* ipotizzano l'esistenza di un delisting dilemma. In particolare, gli autori affermano che le borse valori odierne rappresentano delle entità aziendali orientate al profitto, piuttosto che alla mera regolamentazione del mercato azionario. Secondo quest'ottica, la decisione di avviare un processo di delisting involontario risulta estremamente complessa: oltre a valutare la violazione degli standard regolamentari, le borse valori considerano ulteriori fattori legati all'impatto economico e reputazionale della decisione sugli utili della borsa stessa. A ciò si aggiunge la crescente competizione tra i mercati internazionali: per far sì che una società non abbandoni la quotazione a favore di mercati concorrenti caratterizzate da requisiti meno stringenti, le borse valori assumono un comportamento riluttante rispetto all'avvio di un delisting involontario. Per ovviare al problema del delisting dilemma, Macey *et al.* propongono di trasferire la responsabilità del delisting a un organo regolatorio (come la SEC negli Stati Uniti) o, quantomeno, di condividere la decisione tra l'organo regolatorio e la borsa valori: così facendo, risulta possibile ottimizzare il bilanciamento tra gli interessi commerciali delle borse e le necessità di tutti degli investitori, oltre che la reputazione del mercato. (Macey, O'Hara, & Pompilio, 2008).

### *3.2.1. Differenze normative: Nasdaq e mercati OTC*

Quando i titoli azionari di un'azienda sono negoziati in borsa, la società deve far fronte ad una serie di vincoli e regolamenti stabiliti dagli enti regolatori e dalle borse valori dei mercati in cui opera. Nonostante si intendano perseguire gli obiettivi della trasparenza, stabilità finanziaria e tutela degli

investitori, l'insieme di tali adempimenti può variare notevolmente all'interno di uno stesso paese, in funzione del mercato finanziario selezionato. In questo paragrafo, è riportato un confronto generale tra i requisiti necessari per la quotazione sul Nasdaq e quelli per i mercati Over-The-Counter statunitensi, con l'obiettivo di evidenziare le differenze più significative tra le borse valori. In particolare, le informazioni presentate fanno riferimento alla serie 5800 del *Rulebook 2017* pubblicato dalla National Association of Securities Dealers Automated Quotation e alle informazioni condivise sul sito web della OTC Markets Group.

Fondato a Wall Street nel 1971, il Nasdaq è la sede di quotazione di oltre 4.000 aziende statunitensi e internazionali. Tale mercato è contraddistinto dalla presenza di tre segmenti (Nasdaq Global Select Market, Nasdaq Global Market e Nasdaq Capital Market) caratterizzati da una severità dei requisiti finanziari e di liquidità decrescenti, ma uguali standard di governance aziendale. In generale, il Listings Qualifications Department è il soggetto responsabile dell'identificazione delle violazioni che possono generare il ritiro dei titoli azionari dalla quotazione. Individuata la difformità, la valutazione della singola fattispecie è demandata al Hearings Panel: questo può emettere una Decision che può concedere un'eccezione agli standard di quotazione del Nasdaq o confermare il delisting.

All'interno delle seguenti tabelle sono riportate le principali violazioni che un'impresa può commettere, raggruppate in relazione alle due tipologie di interventi regolatori previsti per il Global Market.

Violazioni che determinano la <i>sospensione immediata</i> delle negoziazioni e la cancellazione della società dall'elenco delle aziende quotate
La società non ha inviato agli shareholder la convocazione all'assemblea degli azionisti con sufficiente anticipo o non ha permesso la raccolta delle deleghe
Un emittente di obbligazioni non convertibili quotato non adempie ai propri obblighi
La società ha dichiarato bancarotta o liquidazione ai sensi del <i>Chapter 11</i> o del <i>Chapter 7</i> del codice fallimentare degli Stati Uniti d'America
La società attua una modifica significativa del proprio core business, tale da non soddisfare più i requisiti della categoria di quotazione originaria
La società o i suoi dirigenti sono coinvolti in indagini penali significative o sono accusati di frode o gravi violazioni della legge statunitense
Il titolo azionario della società quotata non soddisfa il requisito di quotazione continua per il prezzo minimo di offerta (prezzo inferiore a 1\$/azione per oltre 30 giorni lavorativi consecutivi)

Tabella 3 - Violazioni che determinano la sospensione immediata dal Nasdaq Global Market

Violazioni per le quali la società può presentare un <i>piano di conformità</i> per la revisione del personale al fine di ripristinare la completa adesione ai regolamenti entro 45-60 giorni
La maggioranza del Consiglio di amministrazione non è composta da amministratori indipendenti
La società non dispone di un comitato di revisione composto da almeno tre direttori indipendenti
Il comitato per la retribuzione è costituito da meno di due direttori indipendenti
La società non dispone di almeno due membri del suo Consiglio di amministrazione di sesso femminile e almeno un direttore che si identifica come Minoranza Sottorappresentata o LGBTQ+
La società non ha organizzato alcuna assemblea annuale degli azionisti entro un anno dalla conclusione dell'anno fiscale
Il quorum previsto dallo statuto è inferiore a 1/3 delle azioni ordinarie con diritto di voto
La società non ha divulgato la remunerazione degli amministratori
La società non ha presentato le relazioni finanziarie periodiche
La società non si è sottoposta a revisione contabile da parte di un revisore indipendente
La società non ha comunicato, nei tempi di anticipo previsti, le decisioni di variare il numero di azioni in circolazione o distribuire dividendi al Nasdaq
La società non ha effettuato pagamento delle imposte
La società non soddisfa i seguenti standard di quotazione continua <ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>Norma di equità</i>  Patrimonio netto di almeno 10 milioni di dollari  Almeno 750.000 azioni quotate in borsa  Valore di mercato delle azioni quotate in borsa di almeno 5 milioni di dollari</li> <li>- <i>Standard del valore di mercato</i>  Valore di mercato dei titoli quotati di almeno 50 milioni di dollari  Almeno 1.100.000 azioni quotate in borsa  Valore di mercato delle azioni quotate in borsa di almeno 15 milioni di dollari</li> <li>- <i>Standard totale attività / totale ricavi</i>  Totale attività e fatturato totale di almeno 50 milioni di dollari ciascuno per l'anno fiscale più recentemente concluso o per due degli ultimi tre anni fiscali conclusi  Almeno 1.100.000 azioni quotate in borsa  Valore di mercato delle azioni quotate in borsa di almeno 15 milioni di dollari</li> </ul>

Tabella 4 - Violazioni che ammettono ripristino alla quotazione sul Nasdaq Global Market

In aggiunta a quanto previsto dai regolamenti, tutte le società quotate sui principali mercati borsistici statunitensi devono aderire a leggi federali come il *Securities Exchange Act* (1934), il *Sarbanes-Oxley Act* (2002) e il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (2010).

Il mercato Over-The-Counter è un tipo di mercato finanziario decentralizzato e meno regolamentato sul quale vengono scambiati i titoli azionari che non sono quotati sulle maggiori borse statunitensi. Secondo quanto riportato nel *Glossario finanziario* online, Borsa Italiana afferma che:

Un Mercato Mobiliare non Regolamentato (Over the Counter, OTC) 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. Le modalità di contrattazione non sono standardizzate ed è possibile stipulare contratti "atipici". In generale i titoli trattati in un mercato OTC sono meno liquidi rispetto a quelli trattati sui mercati ufficiali. (Borsa Italiana)

Uno dei principali sistemi OTC negli Stati Uniti è gestito dalla OTC Market Group. Tale società negozia più di 12.300 titoli statunitensi e globali su tre differenti mercati, contraddistinti in base alla qualità e alla tempestività della divulgazione e delle informazioni agli investitori: OTCQX Best Market, OTCQB Venture Market e Pink Open Market.

L'OTCQB Venture Market rappresenta il segmento intermedio dell'OTC Market Group: tale mercato include aziende in crescita o emergenti che non soddisfano i requisiti finanziari e di corporate governance delle borse valori tradizionali. La *Tabella 5* riassume i principali standard a cui devono aderire le società che intendono scambiare i propri titoli sul mercato OTCQB.

Requisiti finanziari
Quotazione continua per il prezzo minimo di offerta pari a 0,01\$/azione
Presenza di almeno 50 azionisti beneficiari, ciascuno dei quali possiede almeno 100 azioni
Flottante pubblico liberamente negoziato di almeno il 10% del totale emesso
Requisiti di rendicontazione
Soddisfacimento di <u>almeno uno</u> dei seguenti standard:
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Standard di rendicontazione SEC</li> <li>- Standard di rendicontazione del Regolamento A (Livello 2)</li> <li>- Standard di rendicontazione bancaria statunitense</li> <li>- Standard di rendicontazione internazionale</li> <li>- Standard di rendicontazione alternativo</li> </ul>
Divulgazione tempestiva di notizie rilevanti
Requisiti di governance (valido solo per le aziende che hanno aderito allo standard di rendicontazione alternativo)
Avere un consiglio di amministrazione che includa almeno due direttori indipendenti
Avere un comitato di revisione contabile, la cui maggioranza dei membri sono amministratori indipendenti
Requisiti di verifica
Mantenere un profilo aziendale verificato
Pubblicazione di una certificazione OTCQB annuale

*Tabella 5 - Requisiti per la quotazione sul mercato OTCQB*

Come si può osservare, esistono profonde differenze in termini regolamentari tra il Nasdaq e il mercato OTCQB. Se per il primo le transazioni avvengono attraverso una piattaforma centralizzata e regolata da un'autorità di vigilanza che garantisce trasparenza e protezione per gli investitori, per il secondo la negoziazione dei titoli avviene in modo diretto, senza la supervisione di una borsa centralizzata, con una maggiore flessibilità sui termini degli accordi e un minore controllo regolamentare (di conseguenza, anche una potenzialmente minore trasparenza). In generale, poiché le azioni OTC hanno una minore liquidità rispetto a quelle quotate in borsa, oltre a un volume di

scambi inferiore e a spread maggiori tra il prezzo di domanda e di offerta, si osserva una maggiore volatilità e la presenza di attività speculative. Inoltre, in virtù dei requisiti di rendicontazione ridotti e minore trasparenza, tale mercato è considerato tipicamente più rischioso rispetto alle borse valori principali come il Nasdaq, il Dow Jones o il Nyse.

#### **4. Spiegare il delisting**

Come anticipato, le cause alla base della decisione di un'impresa di abbandonare il mercato finanziario dipendono dalla natura del delisting e dalla condizione economica in cui versa l'azienda coinvolta. All'interno del presente paragrafo, si riporta una rassegna delle principali ipotesi e modelli teorici elaborati con l'intento di valutare le motivazioni che spingono un'impresa quotata ad abbandonare il mercato borsistico.

##### **4.1 Teoria dei Free Cash Flow**

Secondo M.C. Jensen, le Going-Private-Transactions attraverso leveraged buyout (LBO) permettono di mitigare i problemi di agenzia che affliggono i rapporti tra manager e azionisti nelle società caratterizzate da elevati livelli di free cash flow e ridotti tassi di crescita. In particolare, l'economista americano afferma che:

Free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital. Conflicts of interest between shareholders and managers over payout policies are especially severe when the organization generates substantial cash flow. The problem is how to motivate managers to disgorge the cash rather than investing it at below the cost of capital or wasting it on organization inefficiencies. (Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, 1986) (p. 323)

In altri termini, quando i manager dispongono di free cash flow superiori a quelli necessari per finanziare progetti remunerativi (caratterizzati da Net Present Value positivo), si genera un incentivo a "sprecare" tale denaro in investimenti non profittevoli piuttosto che distribuirlo, sotto forma di dividendi, agli azionisti. In generale, trattenere i flussi di cassa in eccesso permette ai manager di ridurre la necessità di reperire capitali dai mercati finanziari e avere un maggiore controllo sulla gestione aziendale, oltre che limitare la dipendenza dagli azionisti. Dal punto di vista degli shareholder, invece, distribuire i free cash flow rappresenta la strategia migliore in caso di limitati potenziali di crescita e assenza di progetti profittevoli su cui investire. Secondo quanto evidenziato da Jensen, la presenza di capitale di debito associato al LBO assume una funzione disciplinante nei confronti dei manager: l'impegno dell'impresa a effettuare pagamenti periodici sotto forma di

interessi permette di ridurre i FCF e concentrare l'attenzione della direzione esclusivamente su progetti remunerativi, così da allineare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti (Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, 1986).

In generale, gli studi empirici effettuati nel corso degli anni da parte dei ricercatori di tutto il mondo hanno generato risultati contrastanti che suggeriscono la necessità di ampliare la teoria dei Free Cash Flow proposta da Jensen.

Ad esempio, le analisi condotte da Lehn e Poulsen su un campione di 263 leveraged buyout di successo, avvenuti dal 1980 al 1987 negli U.S.A., sono consistenti con l'ipotesi di Jensen. A livello operativo, gli accademici hanno indagato quali fattori aziendali fossero determinati rispetto alla probabilità di privatizzazione confrontando le imprese che hanno subito una GPT con un campione di controllo. In accordo con quanto ipotizzato da Jensen, Lehn e Poulsen evidenziano come la probabilità di privatizzazione sia direttamente proporzionale all'ammontare dei FCF e inversamente proporzionale al tasso di crescita delle vendite. In aggiunta, gli accademici sostengono che anche la minaccia di un takeover ostile può influenzare, almeno in parte, l'esito di una GPT attraverso LBO (Lehn & Poulsen, 1989).

Bharath e Dittmar testano l'ipotesi di Jensen ampliando gli studi storici condotti da Lehn e Poulsen attraverso l'analisi di un totale 1.023 LBO avvenute sui mercati statunitensi. In particolare, Bharath e Dittmar evidenziano come, prima del 1990, le imprese caratterizzate da elevati FCF e ridotti tassi di crescita fossero effettivamente più propense ad abbandonare i mercati borsistici rispetto a quelle del campione di controllo. Tuttavia, le analisi evidenziano come, per gli eventi successivi al 1990, l'ipotesi dei Free Cash Flow non sia più statisticamente significativa: in accordo con gli autori, probabilmente tali GPT non sono state guidate dalla necessità di ridurre la severità dei problemi di agenzia (Bharath & Dittmar, 2006).

In un articolo pubblicato nel 2007, Marosi e Massoud sostengono che i FCF e i tassi di crescita non rappresentano gli unici fattori alla base della decisione delisting. Analizzando un set di 406 imprese americane che hanno abbandonato la quotazione tra il 1996 e il 2004, i ricercatori concludono che la scelta di privatizzare un'azienda pubblica è influenzata positivamente anche dalla presenza di elevate quote di proprietà degli insider, un ridotto numero di investitori istituzionali, leve finanziarie elevate e minimi momentum di mercato, oltre che gravosi costi di compliance. In aggiunta, Marosi e Massoud mostrano evidenza del fatto che le società caratterizzate da elevati tassi di crescita sono meno propense ad abbandonare le borse valori in virtù della possibilità di ridurre la pressione dei vincoli finanziari e, quindi, raccogliere capitali a tassi ridotti (Marosi & Massoud, 2007).

All'interno di un articolo intitolato *Why do companies delist voluntarily from the stock market?* pubblicato nel 2013, Pour e Lasfer analizzano le motivazioni e le conseguenze dei delisting avvenuti nel London Stock Exchange dal 1995 al 2009. Dal confronto tra un insieme di 380 società privatizzate e un campione di controllo, è emerso che, durante la quotazione, le società coinvolte in un processo di delisting presentavano una concentrazione di insider equity significativamente maggiore rispetto alla controparte. Tuttavia, le valutazioni sulla redditività e sui flussi di cassa di entrambi i campioni non hanno generato differenze statisticamente significative. Secondo gli autori, i risultati emersi dallo studio indicano che l'ipotesi di Jensen non trova riscontro all'interno del mercato britannico: in generale, sembra che le società privatizzate abbiano abbandonato la borsa valori a causa del raggiungimento di uno stato di maturità, a cui è connessa una diminuzione delle necessità di raccogliere ulteriori capitali di rischio. Infine, Pour e Lasfer sottolineano come la mancanza di opportunità di finanziamento, che rende i costi della quotazione superiori benefici, risulta essere una delle motivazioni alla base del delisting volontario (Pour & Lasfer, 2013).

Risulta particolarmente interessante il confronto condotto da Geranio e Zanotti tra le imprese quotate nelle borse valori dell'Europa continentale e le società pubbliche di altri mercati. I ricercatori sostengono che "le caratteristiche dei paesi dell'Europa continentale in termini di governance aziendale, prassi finanziaria e cultura possono influenzare le ragioni e i risultati della cancellazione dalla quotazione" (p. 869). Dall'analisi di un campione di 106 GPT condotte tra il 2000 e il 2005 in Italia, Francia, Germania, Olanda e Spagna, Geranio e Zanotti hanno cercato di verificare se la presenza di blockholder, la dualità del CEO, il numero di azioni possedute dallo shareholder di maggioranza prima della privatizzazione e le condizioni di difficoltà finanziaria risultino influenti ai fini del successo del delisting. In generale, i risultati ottenuti dai ricercatori non supportano nessuna delle ipotesi di corporate governance formulate: secondo i docenti, tali evidenze sono imputabili alla natura estremamente concentrata della struttura proprietaria delle aziende europee (Geranio & Zanotti, 2012).

Anche per quanto concerne l'ipotesi di Jensen relativa all'acquisizione di progetti poco remunerativi da parte del management di un'azienda caratterizzata dalla presenza di elevati FCF (Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, 1986), la letteratura ha fatto emergere risultati contrastanti. A riguardo, i risultati ottenuti da Harford da un campione di acquisizioni avvenute negli U.S.A. tra il 1950 e il 1994, sono concordi con quanto ipotizzato da Jensen: le analisi di Harford sottolineano come le imprese caratterizzate da elevate risorse finanziarie sotto forma di disponibilità liquide risultino maggiormente propense ad effettuare acquisizioni rispetto a quelle meno abbienti. L'autore sostiene che, per tali categorie di aziende, ogni dollaro di investimento

determina una distruzione di valore pari a sette centesimi. Per i presenti motivi, le aziende con grandi liquidità sono maggiormente propense alla diversificazione attraverso società target che hanno scarse probabilità di attirare migliori offerenti (Harford, 1999).

In riferimento al mercato borsistico australiano, Lu e Dan Lin hanno concluso, invece, che non vi è alcuna dimostrazione del fatto che le acquisizioni effettuate da imprese con cospicui flussi di cassa siano poco profittevoli. Le analisi condotte dai ricercatori sottolineano come le performance di lungo periodo di tali categorie di acquirenti risultano superiori rispetto a quelle delle aziende con FCF limitati: in generale, gli investitori con grandi disponibilità offrono maggiori opportunità di crescita e migliori rendimenti post-acquisizione a lungo termine per le imprese acquisite (Lin & Lin, 2013).

Appare, quindi, evidente come l'accettazione o il rifiuto dell'ipotesi di Jensen sia fortemente condizionata dall'intervallo temporale di riferimento, dall'attendibilità delle fonti da cui provengono i dati, dai modelli econometrici di elaborazione delle informazioni, ma anche dalle assunzioni di partenza, dal contesto geo-politico e da potenziali bias di selezione. Dall'analisi delle fonti sopracitate, traspare il tentativo di ampliare il modello econometrico inizialmente proposto da Jensen attraverso l'inserimento di variabili aggiuntive legate ad aspetti finanziari, di corporate governance e strategici, oltre che di mercato, normativi e, più in generale, macroeconomici.

## **4.2 Teoria del Tunneling**

Alcuni ricercatori sono concordi nel ritenere che, per determinate tipologie di imprese, la decisione di abbandonare il mercato borsistico non sia il frutto dello sforzo di realizzare una struttura organizzativa più efficiente e creare valore per gli shareholder, bensì del tentativo di estrarre benefici privati da parte degli insider a scapito degli azionisti di minoranza.

Secondo la teoria del tunneling, le società caratterizzate dall'adozione di ridotti schemi di corporate governance ed elevati flussi di cassa, oltre che assetti proprietari più concentrati, offrono maggiori opportunità agli azionisti di controllo di utilizzare le risorse aziendali per compiere operazioni a proprio vantaggio, con conseguente diminuzione del valore dell'impresa. Secondo quest'ottica, gli insider possono sfruttare le asimmetrie informative per acquistare, a un prezzo ribassato e stabile, le azioni in circolazione sui diversi mercati borsistici, prima che queste subiscano gli effetti di rialzo associati all'annuncio della decisione di going-private. La massimizzazione del guadagno personale deriva, quindi, dalla possibilità di risparmiare il pagamento del premio di privatizzazione nei confronti degli outsider. In un articolo del 2000, Johnson *et al.* definiscono due differenti tipologie di tunneling:

Tunnelling comes in two forms. First, a controlling shareholder can simply transfer resources from the firm for his own benefit through self-dealing transactions. Such

transactions include outright theft or fraud, which are illegal everywhere though often go undetected or unpunished, but also asset sales, contracts such as transfer pricing advantageous to the controlling shareholder, excessive executive compensation, loan guarantees, expropriation of corporate opportunities, and so on. Second, the controlling shareholder can increase his share of the firm without transferring any assets through dilutive share issues, minority freezeouts, insider trading, creeping acquisitions, or other financial transactions that discriminate against minorities. (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 2000) (p. 3)

Attraverso una rassegna di sentenze giuridiche di pubblico interesse, gli autori mostrano come le pratiche fraudolente messe in atto dagli insider non si verificano esclusivamente in mercati emergenti, dove la tutela degli azionisti di minoranza è residuale: il tunneling, legale o illegale, può assumere dimensioni rilevanti anche in contesti caratterizzati da sistemi economici avanzati e normative finanziarie solide. In particolare, Johnson *et al.* affermano che tale fenomeno può presentarsi, ad esempio, sotto forma di espropriazione di opportunità aziendali da parte di un'azienda o del suo azionista di controllo, prezzi di scambio a favore dello shareholder di maggioranza, trasferimento di attività da un'azienda al suo azionista di controllo a prezzi non di mercato, garanzie di prestito che sfruttano le attività dell'azienda o transazioni finanziarie anziché reali (come, la diluizione delle minoranze). In conclusione, l'obiettivo dell'articolo è quello di evidenziare come l'inadeguatezza di un sistema legale di protezione degli investitori possa favorire il dilagare del tunneling: per tale motivo, gli economisti sostengono sia necessario rafforzare l'efficacia della regolamentazione dei mercati finanziari, con particolare attenzione ai sistemi giuridici di tipo civil law.

Per verificare gli effetti della teoria del tunneling, Du *et al.* hanno esaminato un campione rappresentato dall'insieme di tutte le privatizzazioni avvenute tra il 1989 e il 2008 sul mercato azionario di Hong Kong. In particolare, i ricercatori hanno testato, con effettivo successo, le seguenti ipotesi:

- Le operazioni in conflitto di interessi condotte dagli azionisti di controllo determinano una diminuzione del prezzo delle azioni aziendali e una svalutazione della società, soprattutto quando questa è finanziariamente stabile e con abbondanti flussi di cassa. L'entità della caduta di prezzo è correlata positivamente all'intensità dell'espropriazione degli outsider.
- La probabilità di privatizzazione aumenta all'aumentare del numero di operazioni in conflitto di interessi e al diminuire della corporate governance aziendale e della visibilità sui mercati finanziari.

- Sfruttando le asimmetrie informative, gli azionisti di controllo e gli amministratori aziendali intensificano le negoziazioni delle azioni della società prima dell'annuncio di una transazione di privatizzazione.
- Quando l'azionista di controllo di una società è un'altra impresa quotata, il prezzo delle azioni dell'impresa quotata in borsa risponde positivamente all'annuncio della transazione di privatizzazione della società target sotto il suo controllo.

Al fine di valutare l'intensità dell'espropriazione degli azionisti di minoranza, i ricercatori hanno fatto riferimento a variabili come il valore complessivo delle transazioni con parti correlate e la frequenza di tali attività nell'anno fiscale antecedente alla privatizzazione, ma anche la dimensione della quota di proprietà detenuta dall'azionista di maggioranza e la percentuale di amministratori indipendenti presenti nel board aziendale. In accordo con quanto affermato da Jensen, i risultati dello studio evidenziano come le imprese che decidono di abbandonare il mercato borsistico siano caratterizzate da livelli superiori di FCF, maggiori quote di proprietà in capo agli insider e strutture di corporate governance più fragili rispetto a un campione di controllo, oltre che scarsa visibilità e basse leve finanziarie. A sostegno della teoria del tunneling, è emerso, inoltre, che una maggiore quota di proprietà degli azionisti di controllo in un'azienda finanziariamente sana facilita il trasferimento di ricchezza verso altre entità sotto il controllo degli stessi azionisti (Du, He, & Yuen, 2013).

All'interno di un articolo pubblicato a inizio 2024, Kinshuk analizza un campione di 333 aziende a controllo familiare quotate sul *Bombay Stock Exchange*, al fine di valutare l'equilibrio tra le efficienze derivanti dall'allineamento degli incentivi e le perdite di valore associate ai benefici privati estratti dagli azionisti. L'autore ipotizza e verifica l'ipotesi secondo cui la concentrazione della proprietà in mano a soggetti appartenenti ad una stessa famiglia è associata ad un aumento delle transazioni con parti correlate (ad esempio, prestiti o garanzie). Dalle analisi condotte, emerge che la distruzione di valore derivante da tali transazioni all'interno di imprese a controllo familiare è superiore a quella che si osserva nelle società ad azionariato diffuso. Nonostante la severità del tunneling, può accadere, però, che, per alcune aziende caratterizzate da elevate quote di proprietà familiare, l'effetto di incentivo risulti superiore all'effetto di entrenchment. In tal caso, il miglioramento dell'efficienza operativa può superare le conseguenze negative del tunneling: ne segue che, probabilmente, la concentrazione della proprietà potrebbe non essere una soluzione errata ai fini dell'attrazione di investimenti esterni in mercati emergenti (gli investitori ripongono fiducia nell'azienda grazie alla "pelle in gioco" dei proprietari) (Kinshuk, 2024).

Per quanto riguarda il contesto cinese, esistono numerose pubblicazioni che fanno riferimento al fenomeno del tunneling aziendale. Tra le più recenti divulgazioni, risulta di particolare interesse

quanto emerso dalle analisi di Hu e Sun su un campione di 1.311 società quotate presso lo *Shanghai Stock Exchanges* e il *Shenzhen Stock Exchanges* tra il 2005 e il 2010. Secondo i ricercatori, le imprese controllate da enti pubblici locali tendono a essere coinvolte in pratiche di tunneling più gravi rispetto a quelle controllate dal governo centrale e privati. Inoltre, sembra che tali attività illecite siano favorite dalla presenza di istituzioni meno attive sul territorio: esiste, infatti, una correlazione positiva tra i costi di tunneling e i costi di agenzia manageriale che dimostra la presenza di attività collusive tra manager e azionisti di maggioranza, a scapito degli outsider. In accordo con quanto affermato dagli accademici, le aziende caratterizzate da elevati livelli di tunneling possono peggiorare le loro performance e aumentare la probabilità di delisting. Per tali motivi, Hu e Sun suggeriscono l'introduzione di un codice etico aziendale volto a ridurre pratiche scorrette e aumentare la protezione degli azionisti di minoranza, ma anche l'implementazione di autorità di controllo del mercato azionario e l'abbandono della mentalità "growth-at-any-cost" (Hu & Sun, 2019).

### 4.3 Variabili causali e consequenziali

La *Tabella 6* propone un elenco riassuntivo delle principali variabili utilizzate dai ricercatori menzionati al fine di comprendere le motivazioni alla base della decisione di abbandonare la quotazione e quantificare le conseguenze economiche del delisting.

Variabile	Cause	Conseguenze	Variabile	Cause	Conseguenze
Determinanti finanziarie			Determinanti finanziarie		
Free Cash Flow	X	X	Dividend Yield	X	
Leverage	X	X	EPS	X	
EBITDA	X	X	Payout Ratio	X	X
Tax Paid	X	X	Size	X	X
Growth of Sales	X		WACC	X	X
Equity	X	X	Debt	X	
Total Assets	X	X	ROA	X	X
Market to Book	X	X	CAPEX	X	
P/E	X		Accruals	X	
Determinanti Corporate Governance			Determinanti Corporate Governance		
Board size	X	X	Independent dir.		X
Insider equity		X	Outside equity		X
Outside director		X	Takeover treat	X	
Institutional Inv.		X	Blockholder		X
Determinanti di mercato			Determinanti di mercato		
Visibility	X		Share Price	X	X
Capitalization	X	X	Big 4 Auditor	X	X
Inv. Protection		X	Stock Perform.	X	X
CAAR		X	Beta factor		X
Requirements	X		Stock liquidity	X	X

*Tabella 6 - Variabili causali e consequenziali utilizzate negli studi empirici del fenomeno delisting*

#### 4.4 Approcci alternativi allo studio del fenomeno

Per spiegare le motivazioni e riconoscere le peculiarità delle imprese coinvolte nei processi di delisting, molti ricercatori si sono focalizzati sullo studio contingente delle caratteristiche delle imprese prossime alla privatizzazione. A seconda del campione in esame, variabili legate ai sistemi di regolamentazione, alla struttura del mercato, ai livelli di protezione degli investitori, alla concentrazione della proprietà, agli schemi di governance aziendale e alle condizioni economiche delle singole società possono risultare incisive ai fini della decisione di abbandonare la quotazione.

Un approccio alternativo allo studio del fenomeno è rappresentato dalla valutazione dell'insieme delle caratteristiche che contraddistinguono l'impresa durante l'intero ciclo di vita. In quest'ottica, è possibile quantificare la propensione al delisting attraverso l'analisi dello stato in cui si trova la società fin dal momento della sua offerta pubblica iniziale. Rispetto all'approccio tradizionale, concentrato sull'analisi di fattori specifici che emergono in fasi prossime alla privatizzazione di un'azienda quotata, valutare la probabilità di delisting attraverso l'analisi delle condizioni in cui si trova la società al momento dell'IPO offre una prospettiva di valutazione più ampia e strutturata, in grado di includere dinamiche evolutive di lungo termine. Invece di focalizzarsi solo su segnali di difficoltà che emergono nei momenti precedenti alla privatizzazione, tale modalità permette, quindi, di esaminare con maggiore precisione le motivazioni che possono condurre al delisting.

A riguardo, risultano di particolare rilevanza sia la metodologia che i risultati proposti nella pubblicazione *Factors influencing the going private decision – A hazard model approach* di Lucia Ehn, risalente all'inverno del 2016. In particolare, la ricercatrice ha analizzato un campione di 1.068 imprese che si sono quotate sulle tre maggiori borse valori statunitensi (NYSE, Amex e Nasdaq) tra il 1990 e il 2013. I principali obiettivi di tale indagine sono quelli di comprendere se la decisione di privatizzare un'impresa sia basata esclusivamente sulle "company fundamentals" e se il momento appena precedente all'annuncio di una privatizzazione è l'unico in grado di fornire dati utilizzabili per il riconoscimento delle future società delistate.

Dal *Grafico 5* è possibile osservare che la maggioranza delle GPT analizzate si è verificata entro i primi 8 anni dalla data di quotazione sul mercato. Inoltre, il tasso privatizzazione risulta essere inversamente proporzionale al survival time, ossia al tempo in cui un'impresa rimane sul mercato azionario. Per tali motivi, l'autrice sostiene che le caratteristiche aziendali al momento della IPO possono influenzare il tempo di sopravvivenza della società pubblica (Ehn, 2016).

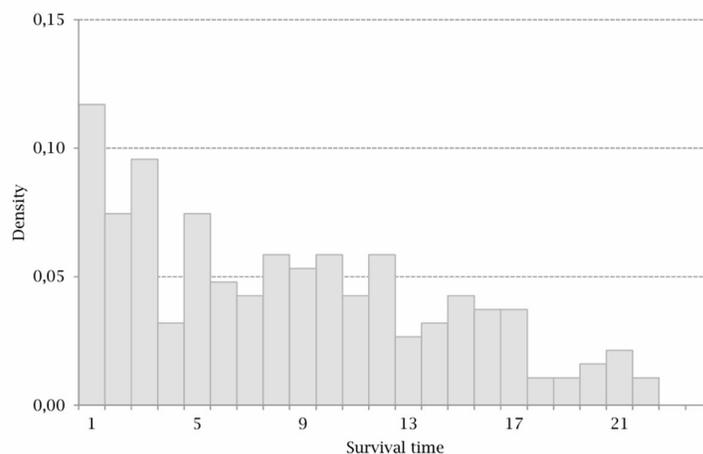


Grafico 5 – Distribuzione dei tempi di sopravvivenza delle imprese del campione (Ehn, 2016)

Il metodo operativo proposto da Ehn per la valutazione della probabilità istantanea di delisting e dell’impatto delle caratteristiche aziendali sulla decisione volontaria di privatizzazione durante il ciclo di vita pubblico è rappresentato dal modello di rischio proporzionale di Cox. Secondo tale modello, la funzione di rischio di delisting  $h(t|X)$  condizionale al tempo  $t$  in cui viene eseguita la valutazione è data dal prodotto tra la funzione di rischio di base  $h_0(t)$  e una funzione esponenziale, secondo la seguente espressione:

$$h(t|X) = h_0(t) \cdot e^{\beta_1 \cdot X_1 + \beta_2 \cdot X_2 + \dots + \beta_n \cdot X_n}$$

Dove i parametri  $\beta_i$  rappresentano i coefficienti associati alle variabili esplicative o covariate  $X_i$  incluse nel modello.

Tra i numerosi vantaggi, il modello consente di includere le variabili esplicative che possono influenzare il rischio di delisting, senza la necessità di conoscere la forma specifica della distribuzione del tempo di sopravvivenza. Inoltre, questo consente di gestire anche i dati censurati rappresentati dalle aziende quotate che non sono ancora state delistate al termine del periodo di studio. Di contro, occorre sottolineare che il modello di Cox richiede l’utilizzo di strumenti parametrici aggiuntivi come il metodo Kaplan-Meier per la stima della baseline  $h_0(t)$ .

I risultati empirici ottenuti da Ehn attraverso l’applicazione del modello di Cox sono stati confermati da modelli parametrici più robusti come il modello esponenziale di Weibull, la regressione Logit e il modello di Gompertz. In generale, è emerso che:

- Maggiore è la capitalizzazione di mercato, più a lungo una società rimane quotata o viceversa.
- Le aziende con una minore copertura da parte degli analisti ricevono meno attenzione dagli investitori e, quindi, decidono prima di abbandonare la quotazione.

- Se l'auditor dell'IPO appartiene a società di revisione come Deloitte Touche Tohmatsu, PricewaterhouseCoopers, EY o KPMG, allora il tempo di sopravvivenza sul mercato dei capitali pubblici è maggiore.
- Minori sono gli accantonamenti, tanto prima l'azienda opta per la privatizzazione.
- Il rapporto tra il valore di libro e il valore di mercato influenza significativamente la probabilità di delisting, ma con un impatto ridotto (l'impresa abbandona la quotazione tanto prima quanto più è elevato il rapporto).
- Seppure debolmente significativo, il ROA risulta inversamente proporzionale alla velocità di abbandono della borsa valori.
- Non risultano significativi né la leva finanziaria né il price-to-earnings ratio.
- Sono presenti deboli evidenze relative al flusso di cassa libero: i risultati suggeriscono che FCF ridotti potrebbero accelerare la decisione di privatizzazione volontaria.
- La certificazione dei documenti contabili non ha alcun impatto sulla scelta di delisting.

In conclusione, per ottenere evidenze robuste e significative, risulta fondamentale integrare i vantaggi dell'approccio del modello di rischio proporzionale con le tecniche più tradizionali delle analisi econometriche. Solo in questo modo, i ricercatori possono sviluppare un quadro più completo e affidabile del fenomeno delisting.

## 5. Conseguenze economiche del fenomeno

Le conseguenze economiche del delisting possono essere estremamente differenti, a seconda che questo possa manifestarsi sotto forma di fenomeno volontario o involontario. Per quanto riguarda il primo, la creazione o distruzione di valore dipende dall'intento strategico dell'iniziatore: in generale, se la privatizzazione è motivata dal desiderio di conseguire maggiori livelli di efficienza aziendale e ridurre la severità dei conflitti di agenzia, allora il delisting volontario può determinare un incremento del valore aziendale. Di contro, se la scelta di abbandonare i mercati azionari è dettata dall'esigenza degli insider di espropriare gli azionisti ed estrarre benefici privati, tale forma di delisting determina una distruzione del valore aziendale. La riduzione del valore d'impresa risulta maggiormente amplificata in caso di delisting involontario: siccome tale evento è percepito come segnale di crisi, la cessazione involontaria della negoziazione di un titolo può determinare il deterioramento della reputazione aziendale e una perdita di opportunità commerciali e strategiche per la società, con conseguente peggioramento delle condizioni finanziarie.

Per analizzare le conseguenze economiche associate alla decisione di abbandonare volontariamente o involontariamente la quotazione, è possibile quantificare la severità della reazione del mercato

attraverso l'analisi dell'andamento del prezzo delle aziende coinvolte. Di seguito si propone una panoramica dei risultati teorici ed empirici ottenuti dai ricercatori riguardo lo studio dei rendimenti anomali cumulativi e dell'ammontare dei premi per il controllo corrisposti agli azionisti.

### **5.1 Cumulative Abnormal Returns**

I Cumulative Abnormal Returns permettono di quantificare gli effetti economici del delisting attraverso la valutazione della differenza cumulata tra il rendimento effettivo di un'azione e il rispettivo rendimento atteso. Per catturare le aspettative e le reazioni del mercato, i CAR possono essere calcolati in riferimento a diverse finestre temporali: tra queste, assumono particolare rilevanza i periodi pre e post annuncio, ma anche finestre a breve termine che includono la data di annuncio o intervalli di stabilizzazione di lungo periodo. In generale, valori di CAR positivi o negativi indicano che il mercato ha reagito, rispettivamente, in modo favorevole o sfavorevole all'evento di delisting.

Tra i risultati evidenziati dallo studio condotto da Pour e Lasfer su un campione di 380 società che hanno abbandonato il London Stock Exchange, è emerso che, in corrispondenza della data di annuncio della privatizzazione [0,1], le società coinvolte in processi di delisting volontario hanno registrato un rendimento negativo pari a circa il -8,32%. Secondo gli autori, tale valore è compatibile con le percentuali del -9% e -12% individuate da Leuz et al. (Leuz, Triantis, & Wang, 2008) e Marosi e Massoud (Marosi & Massoud, 2007). Più nel dettaglio, Pour e Lasfer sostengono che le aziende che aumentano la leva finanziaria durante l'anno del delisting tendono a registrare rendimenti anomali più bassi rispetto a quelle che riducono tale rapporto. Inoltre, sembra che le aziende che vengono delistate per la violazione dei requisiti borsistici siano assimilabili a quelle che abbandonano la quotazione volontariamente: entrambe le categorie registrano una riduzione del prezzo delle proprie azioni a partire da 1 anno prima della data di delisting e per i successivi 20 giorni dalla cessazione delle negoziazioni dei titoli. Per quanto riguarda le società che passano da un mercato minore a uno principale, invece, i ricercatori hanno individuato rendimenti positivi durante l'intero periodo di trasferimento, a riprova della percezione da parte del mercato del segnale positivo di crescita e di miglioramento della solidità aziendale (Pour & Lasfer, 2013).

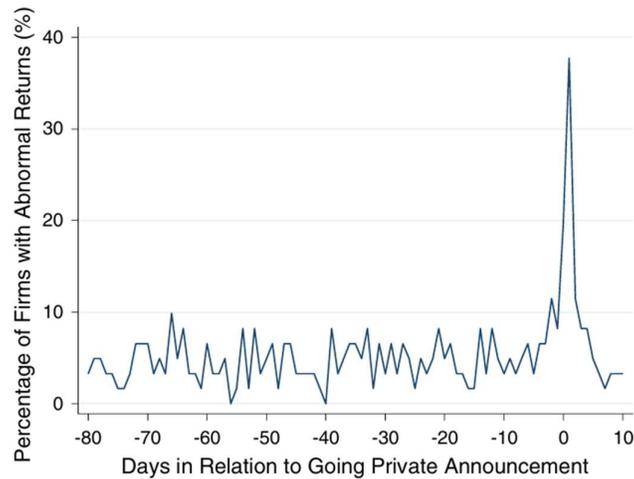
All'interno dell'articolo intitolato *The Impacts of Involuntary Foreign Delistings: An Empirical Analysis*, Liu analizza un campione di 103 delisting involontari di imprese estere quotate presso le maggiori borse valori statunitensi tra il 1988 e il 2003, con l'intento di valutare le conseguenze economiche del fenomeno. In particolare, la docente afferma che, alla data di annuncio di delisting, circa il 60% delle imprese del campione registra un calo del prezzo del titolo. A ciò, segue una riduzione permanente del valore delle azioni corrispondente al 4,5%: secondo quanto affermato da Liu, la presente riduzione è significativamente differente dal calo dell'8,5% evidenziato da Sanger e

Peterson (Sanger & Peterson, 1990) per i delisting puramente domestici. Tale differenza sembra essere riconducibile al fatto che le società straniere possono mitigare gli effetti negativi del delisting attraverso il mantenimento di una quotazione primaria nei rispettivi mercati nazionali, così da garantire una maggiore liquidità e coperture. I risultati indicano che, nei 30 giorni antecedenti alla data di annuncio, solo alle date -18, -11 e -3 il rendimento anomalo è significativo: in accordo con l'autrice, ciò indica che non si verifica alcuna fuga di informazioni prima del delisting. Per quanto riguarda il periodo successivo alla privatizzazione, invece, il rendimento anomalo cumulativo medio risulta negativo e significativo, a riprova del fatto che gli effetti sul prezzo tendono a essere permanenti. In generale, non è emerso alcun effetto sull'andamento del prezzo riconducibile al segmento di mercato, alla liquidità dei titoli e al tipo di azioni negoziate (Liu, 2005).

In una più recente pubblicazione, Dasilas et al. analizzano gli effetti dell'annuncio di delisting su un campione 478 imprese privatizzate nei mercati europei, focalizzandosi sul ruolo della governance aziendale e della tutela degli azionisti. Per quanto concerne i delisting involontari, i risultati evidenziano come la caduta di prezzo dei titoli delle società coinvolte in processi fallimentari sia maggiore rispetto a quella delle società che violano i requisiti delle borse valori. In termini di delisting volontario, invece, gli autori sono concordi nell'affermare che l'annuncio di privatizzazione determina perdite significative per gli azionisti della società quotata: dai risultati, è emerso che il rendimento anomalo dei titoli durante il giorno antecedente all'annuncio di delisting è -2,79%, mentre durante il giorno dell'operazione risulta pari al -2,12%. Rispetto alle strutture di corporate governance, Dasilas et al. evidenziano come la severità della reazione dei mercati risulti inversamente proporzionale alla solidità degli standard di auditing e reporting, alla protezione degli azionisti di minoranza e all'efficacia del Consiglio di amministrazione. In altri termini, i CAAR calcolati 5, 4 e 3 giorni prima dell'annuncio risultano inferiori per le imprese con elevati standard di corporate governance rispetto a quelli associati ad imprese con strutture più deboli. Infine, è emerso che la presenza di investitori attivi o fondi di private equity determina una distruzione di valore inferiore grazie alla funzione di assicurazione nei confronti degli interessi degli azionisti di minoranza (Dasilas, Grose, & Spyridis, 2017).

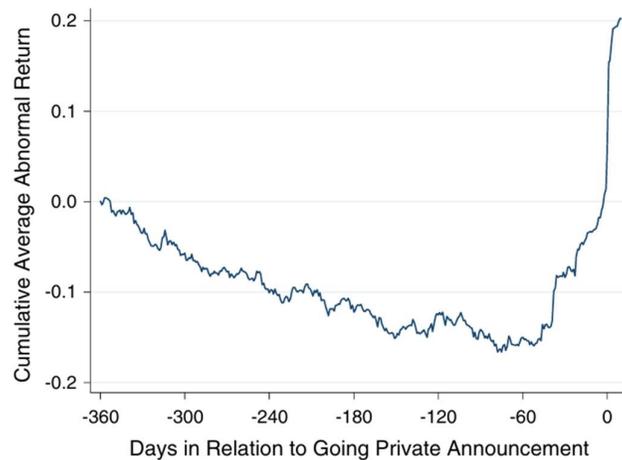
Riconsiderando lo studio di Du et al., è possibile valutare più nel dettaglio la relazione tra le attività di tunneling e il prezzo delle azioni delle società privatizzate. In particolare, gli autori fanno riferimento alla teoria di Bhattacharya et al., secondo cui il rendimento anomalo delle azioni di una società prossima a privatizzazione è ridotto o nullo in presenza di insider trading (Bhattacharya, Daouk, Jorgenson, & Kehr, 2000). A riguardo, i ricercatori hanno valutato la finestra temporale compresa tra gli 80 giorni antecedenti la data di delisting e i 10 giorni successivi: come si può

osservare dal *Grafico 6*, la percentuale di imprese per cui il mercato rileva la presenza di attività di tunneling è inferiore al 10% per gran parte della finestra temporale in esame. Tuttavia, la standard event study methodology ha permesso di evidenziare come meno del 30% delle imprese presenta CAR significativamente diversi da zero nell'intervallo  $[-1, +2]$ : ciò implica che oltre il 60% delle società del campione risulta coinvolto in attività di insider trading poco prima dell'annuncio ufficiale di delisting.



*Grafico 6 - Imprese ed insider trading (Du, He, & Yuen, 2013)*

Ampliando l'intervallo temporale di analisi, i risultati permettono di individuare un CAAR medio minimo pari al -16,6% in corrispondenza del 75° giorno prima della privatizzazione. In accordo con quanto presentato all'interno del *Grafico 7*, segue una crescita esponenziale dei rendimenti anomali cumulati in prossimità della data di delisting, fino al raggiungimento di un massimo pari al +20,2% a 10 giorni dal completamento dell'operazione.



*Grafico 7 - Andamento CAR [-360, +10] (Du, He, & Yuen, 2013)*

Da tali evidenze, gli autori dimostrano che gli insider avviano attività di tunneling in modo intensivo durante l'anno precedente alla privatizzazione, con notevoli conseguenze in termini di perdite di valore e rendimenti azionari. In generale, Du et al. concludono che, quando il prezzo delle azioni e la visibilità finanziaria della società quotata sono ridotti, gli azionisti di controllo sono incentivati ad aumentare le quote di proprietà attraverso l'acquisto, a un prezzo ribassato, delle azioni residue: avviare le attività di insider trading prima di rivelare la privatizzazione permette a questi ultimi di ridurre l'ammontare del premio per il controllo e, quindi, ottenere maggiori benefici privati (Du, He, & Yuen, 2013).

In uno studio condotto su un campione di 92 aziende delistate involontariamente dal Nasdaq tra il 1995 e il 1998, Baker e Kennedy evidenziano come gli azionisti possano subire elevate perdite a causa del crollo della fiducia degli investitori nei confronti della società e della riduzione di liquidità conseguente all'uscita forzata dell'azienda dal mercato. Secondo gli autori, la rimozione dalla quotazione per non conformità ai requisiti assume conseguenze particolarmente dannose per gli azionisti di minoranza in quanto determina una riduzione della negoziabilità dei titoli, oltre che della capacità di vendere a prezzi adeguati con CAAR estremamente negativi. In particolare, i risultati mostrano come, dopo l'annuncio della privatizzazione, i titoli delle aziende coinvolte abbiano subito una significativa riduzione del valore di scambio, a riprova della perdita di fiducia del mercato e dell'incertezza sul futuro delle aziende (Baker & Kennedy, 2002).

## 5.2 Premio e sconto per il controllo

La valutazione dei premi per il controllo corrisposti agli azionisti delle società rappresenta una modalità alternativa e, allo stesso tempo, complementare per analizzare le conseguenze economiche del delisting. In generale, il bid premium è definito, in forma percentuale, dal seguente rapporto:

$$\text{Bid premium} = \frac{P_{\text{offerta}} - P_{\text{mercato}}}{P_{\text{mercato}}}$$

Dove  $P_{\text{offerta}}$  rappresenta il prezzo offerto agli azionisti da parte degli acquirenti per acquistare la totalità delle quote di proprietà e completare la privatizzazione.  $P_{\text{mercato}}$ , invece, indica il prezzo corrente di mercato delle azioni prima dell'annuncio di delisting.

A differenza del metodo proposto in precedenza, il control premium consente di quantificare in maniera semplice ed immediata quanto un'offerta di acquisto risulta favorevole per gli azionisti della società quotata. Inoltre, la valutazione del premio per il controllo non richiede l'applicazione di modelli finanziari complessi per il calcolo del rendimento atteso e risulta meno suscettibile ad errori di stima. Di contro, il premio può risultare distorto se il prezzo di mercato delle azioni non riflette il

reale valore dell'impresa o le aspettative di crescita future. In aggiunta, tale strumento può essere influenzato da speculazioni o movimenti erratici legati a rumor, annunci o comportamenti opportunistici degli investitori.

Ancora una volta, le ricerche empiriche condotte da Lehn e Poulsen generano evidenze interessanti in termini di ritorno economico degli azionisti conseguente ad una GPT. All'interno delle analisi dei docenti, il valore medio del premio per il controllo, calcolato rispetto al prezzo dei titoli 20 giorni prima dell'annuncio di privatizzazione, è pari al 36,1%: in accordo con quanto ipotizzato da Jensen (Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, 1986), tale premio risulta fortemente correlato ai FCF. Secondo gli autori, ciò è giustificato dal fatto che, in presenza di asimmetrie informative, gli azionisti subiscono costi di agenzia elevati e, quindi, richiedono il pagamento di un premio maggiore. A sostegno di tale congettura, i risultati indicano che il fenomeno appare particolarmente evidente nelle società caratterizzate da elevato rischio di comportamenti opportunistici: secondo Lehn e Poulsen, la dimensione della quota di proprietà detenuta dai manager risulta inversamente proporzionale all'ammontare del bid premium. In conclusione, gli autori suggeriscono che una gestione più equa dei premi per il controllo possa non solo massimizzare il benessere degli azionisti, ma anche garantire un utilizzo più efficiente dei flussi di cassa non distribuiti (Lehn & Poulsen, 1989).

Rispetto a quanto individuato da Lehn e Poulsen per le imprese statunitensi (Lehn & Poulsen, 1989), Du et al. hanno riscontrato che il bid premium corrisposto agli azionisti delle società quotate presso l'Hong Kong Stock market risulta essere significativamente inferiore, con un valore medio del 20,8%. In particolare, tale ammontare è stato calcolato rapportando la differenza tra il prezzo di offerta e il valore di mercato delle azioni dieci giorni prima dell'annuncio per il prezzo di chiusura del decimo giorno precedente al delisting. Secondo quanto affermato dagli autori, prima di procedere con la privatizzazione, gli azionisti di controllo hanno aumentato le proprie quote di proprietà in modo da ottenere un maggiore potere contrattuale nei confronti degli azionisti di minoranza e, quindi, corrispondere un premio inferiore. Ciò dimostra come, per le imprese di Hong Kong caratterizzate da proprietà concentrate, gli shareholder di maggioranza sfruttino l'insider trading per estrarre benefici privati a scapito degli outsider (Du, He, & Yuen, 2013).

All'interno di un articolo pubblicato sul *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Mittoo et al. analizzano un campione di 65 MBO e 229 LBO, avvenuti tra il 2000 e il 2011 negli USA, con l'obiettivo di individuare l'insieme dei fattori che hanno un'influenza rilevante sull'entità del bid premium. I risultati ottenuti dai ricercatori mostrano come l'ammontare dei premi corrisposti in caso di MBO sia inversamente proporzionale alla quota di proprietà detenuta dai

manager prima della privatizzazione: secondo Mittoo et al., un incremento del 10% della proprietà degli insider può determinare una riduzione del premio per il controllo pari a circa il 18%. In accordo con quanto affermato dagli accademici, tale evidenza è data dalla combinazione tra l'assenza di competizione per l'ottenimento del controllo e la capacità di influenzare il timing del processo di delisting da parte dei dirigenti. In caso di LBO, invece, la concentrazione della proprietà non sembra avere un impatto significativo sulla dimensione del bid premium. Per quest'ultima forma di privatizzazione, si osserva un aumento del premio in contesti caratterizzati da facilità di accesso ai finanziamenti e condizioni di prestito favorevoli: Mittoo et al. sostengono che gli acquirenti che fanno affidamento su fondi di finanziamento per completare la privatizzazione sono disponibili a corrispondere cifre più elevate in presenza di tassi di interesse ridotti. In generale, sia in caso di MBO che di LBO, i compensi sono direttamente proporzionali al livello di sottovalutazione dell'impresa: a detta degli autori, i manager e i fondi di private equity possono sfruttare le asimmetrie informative attraverso l'attuazione di strategie di timing o earnings management per ridurre il prezzo delle azioni e, quindi, ridimensionare l'entità di capitale degli outsiders da liquidare. Infine, i risultati indicano che a livelli di ROA più elevati e IPO frequenti sono associati, rispettivamente, a premi LBO più elevati e ridotti. Tali variabili non sembrano, invece, rivestire un ruolo rilevante in presenza di Management Buyout. In conclusione, Mittoo et al. suggeriscono che i premi offerti negli MBO e LBO sono influenzati da fattori differenti che dovrebbero essere tenuti in considerazione nelle analisi empiriche per comprendere più a fondo la creazione o distruzione di valore nei processi di delisting (Mittoo, Ng, & Yan, 2020).

Per quanto concerne le imprese cinesi quotate presso le borse valori statunitensi, risulta interessante quanto emerso dalle analisi empiriche di Chen et al. pubblicate sull'*International Review of Economics and Finance*. In riferimento all'intervallo temporale incluso tra il 2010 e il 2012, i ricercatori hanno calcolato un premio per il controllo medio pari al 37,15%, con valori compresi tra l'11,11% (Winner Medical WWIN) e il 107,94% (Global Education & Technology GEDU). In generale, il bid premium corrisposto agli azionisti risulta significativamente influenzato dal livello di svalutazione delle azioni e dalle disponibilità liquide dell'impresa pubblica. Per quanto concerne la prima grandezza, i ricercatori hanno cercato di quantificare l'entità della svalutazione attraverso l'analisi di proxy come la variazione percentuale tra il prezzo del giorno precedente alla proposta di privatizzazione e il prezzo di offerta durante l'IPO (o, in alternativa, il prezzo del primo giorno di chiusura dopo l'RTO) o il rapporto tra il valore di mercato delle imprese cinesi e il valore di mercato dell'intero settore di riferimento, secondo le seguenti espressioni:

$$\%Price\ change = \frac{P_{day\ before\ proposal} - P_{IPO}}{P_{IPO}}$$

$$M/B \text{ Ratio} = \frac{M/B_{\text{Chines stock}}}{M/B_{\text{US industry}}}$$

Le disponibilità liquide, invece, sono state valutate dividendo il contante a disposizione in cassa per il totale degli asset. A riguardo, i risultati confermano che la presenza di ingenti riserve di liquidità nei bilanci delle imprese cinesi rappresenta un importante incentivo alla privatizzazione. Per quanto concerne le strutture di corporate governance, non è possibile affermare, entro livelli di significatività tradizionali, che il premio per il controllo risulta più elevato per le società caratterizzate da una struttura di governance aziendale più debole e un monitoraggio contabile inadeguato. Inoltre, i ricercatori non hanno riscontrato evidenze riguardo la relazione tra il bid premium e la dimensione degli EBITDA generati dalle imprese: a detta degli autori, ciò potrebbe essere riconducibile al fatto che numerose aziende del campione sono state sottoposte a rigorosi processi di IPO e di revisione contabile (Chen, Huang, Wang, & Wu, 2014).

Seppur meno frequente, può accadere che il prezzo di offerta risulti inferiore al prezzo di mercato dei titoli azionari: rispetto al bid premium, il “discount for control” è influenzato da fattori differenti che possono riflettere l'assenza di potere decisionale, la scarsa liquidità delle azioni e la maggiore percezione del rischio d'impresa. A riguardo, è possibile fare riferimento alla pubblicazione di Dragotă e Ciobanu relativa a 46 tentativi di privatizzazione avvenuti nel Bucharest Stock Exchange (BSE) tra il 2000 e il 2014. In particolare, il *Grafico 8* rappresenta la percentuale di tender offers caratterizzate da un prezzo di offerta ridotto (discounted price) e un prezzo superiore rispetto al valore di mercato (higher price), per ciascun anno dell'intervallo temporale di riferimento.

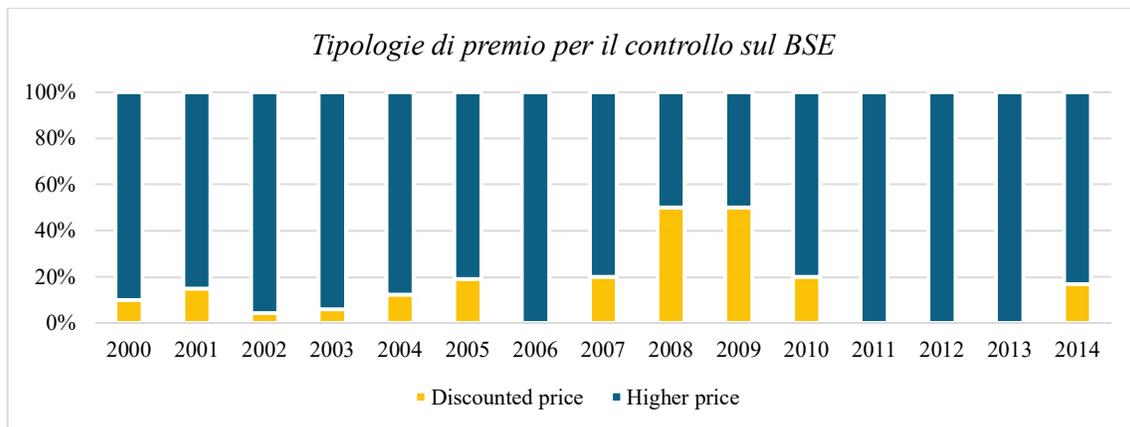


Grafico 8 – Tipologie di premio per il controllo corrisposto sul BSE tra il 2000 e il 2014 (Dragotă & Ciobanu, 2017)

In generale, è emerso che il premio medio corrisposto agli azionisti, in caso di discounted price, assume valori compresi tra il -0,11% e il -98%, secondo una distribuzione caratterizzata da una media del -44% e una mediana del -40%. Le analisi empiriche mostrano come l'entità dello sconto risulta

direttamente proporzionale alle dimensioni dell'impresa: all'aumentare della capitalizzazione di mercato, cresce altresì lo sconto richiesto dagli acquirenti. Per le imprese in difficoltà finanziaria, anche la percentuale di azioni acquistate durante la transazione può incidere negativamente sul premio per il controllo: secondo gli autori, in tali contesti gli acquirenti riescono a convincere con maggiore facilità gli azionisti a cedere le proprie quote ad un prezzo inferiore rispetto all'effettivo valore di mercato. In particolare, i risultati suggeriscono che l'indice di concentrazione della proprietà risulta direttamente correlato alla dimensione dello sconto: secondo Dragotă e Ciobanu, una struttura proprietaria fortemente concentrata è associata a un maggiore rischio di tunneling e, quindi, alla richiesta di maggiori riduzioni del premio da parte degli investitori esterni. A ciò si aggiunge il fatto che la differenza tra il prezzo di offerta e l'ultimo prezzo di mercato può essere influenzata anche da una condizione di mancanza di liquidità: misurata in termini di rapporto tra il fatturato annuo e la capitalizzazione, tale condizione spinge gli acquirenti a formulare offerte al ribasso. Per quanto concerne la nazionalità dell'offerente, i ricercatori sottolineano come un acquirente locale, in virtù della minore asimmetria informativa e del maggiore potere contrattuale, possa richiedere riduzioni più elevate rispetto a quelle proposte da soggetti di nazionalità estere. Infine, in termini finanziari, le evidenze mostrano come il ritorno sugli asset (ROA) possa effettivamente assumere un impatto positivo sull'entità dello sconto. Nonostante la dimensione ridotta del campione, Dragotă e Ciobanu sostengono la validità generale di tali evidenze per la borsa valori rumena. Tuttavia, gli autori suggeriscono di rivalutare i risultati ottenuti estendendo l'analisi ad altri mercati, al fine di verificare se i legami tra premio per il controllo e caratteristiche aziendali risultino effettivamente confermati (Dragotă & Ciobanu, 2017).

In conclusione, le evidenze empiriche relative al premio e allo sconto per il controllo delle società quotate risultano particolarmente utili ai fini della comprensione delle determinanti delle conseguenze economiche del delisting nei confronti degli azionisti. Tali fattori non influenzano solo la dimensione del premio, ma riflettono dinamiche più profonde associate alle aspettative del mercato e degli investitori, oltre che l'esito stesso delle operazioni di privatizzazione.

### **5.3 Performance post delisting**

Le conseguenze del delisting non riguardano esclusivamente l'andamento del prezzo delle azioni e il livello di espropriazione degli shareholder: tale fenomeno può influenzare, inoltre, anche le performance economiche e le dinamiche strategiche delle società che concludono il processo di privatizzazione. Secondo quanto affermato da alcuni manager, uno dei maggiori vantaggi derivanti dalla decisione di abbandonare il mercato borsistico è rappresentato dalla riduzione dei costi di conformità normativa e dalle minori richieste di trasparenza delle autorità. Tuttavia, le evidenze

internazionali mostrano che la riduzione della pressione a breve termine esercitata dagli investitori esterni non si traduce in un potenziale miglioramento delle performance operative sul lungo periodo delle imprese coinvolte. Inoltre, l'aumento della leva finanziaria, il calo di attrattività delle risorse altamente qualificate e il peggioramento della governance aziendale rappresentano ulteriori rischi associati al post-delisting. Il presente paragrafo ha l'obiettivo di esaminare alcuni delle principali conseguenze del fenomeno, con particolare attenzione agli indicatori di performance delle aziende coinvolte.

I risultati ottenuti da Barbara Fianza, fondati su un campione costituito da 91 imprese pubbliche sulle principali borse valori europee tra il 2001 e il 2019, non evidenziano variazioni significative nelle performance operative delle società privatizzate rispetto al periodo precedente al delisting. In particolare, la ricercatrice ha cercato di individuare i fattori determinanti sulla performance aziendale analizzando un modello di regressione cross-sezionale, in cui la variabile dipendente è rappresentata dalla variazione della performance operativa. Quest'ultima è stata quantificata secondo due differenti modalità: in primo luogo, si è proceduto al confronto tra il ROA dell'anno precedente al delisting e il ROA del primo e terzo anno successivo alla privatizzazione; in secondo luogo, invece, la variazione del ROA (pre-delisting vs post-delisting) è stata comparata con un benchmark, al fine di discernere i cambiamenti di performance imputabili alla privatizzazione da quelli causati normali fluttuazioni di mercato. In generale, alcune caratteristiche specifiche dell'azienda, tra cui la dimensione e la leva finanziaria, risultano statisticamente significative rispetto alle variazioni di risultato operativo. Più nel dettaglio, per quanto riguarda il primo anno post-delisting, la dimensione aziendale risulta l'unica variabile che assume un impatto statisticamente significativo sulla variazione della performance operativa: quest'ultima è, infatti, maggiore per società caratterizzate da capitalizzazioni di mercato più elevate. Per quanto riguarda la variazione della performance nei tre anni successivi al delisting, invece, i risultati indicano che la leva finanziaria assume un impatto statisticamente significativo sulla variazione dei risultati economici delle imprese: maggiore è il rapporto di indebitamento, migliore è la performance. Di contro, variabili come la quota di proprietà detenuta dall'offerente e il prezzo delle azioni prima della conclusione del processo non sembrano assumere alcun impatto rilevante negli intervalli temporale esaminati (Fianza, 2022).

In riferimento al contesto europeo, i risultati emersi dalle analisi precedenti (Fianza, 2022) risultano coerenti con quanto affermato da Croci e Del Giudice: esaminando un set di 429 imprese europee che sono state privatizzate tra il 1997 e il 2005, gli autori sono concordi nell'affermare che, anche dopo il delisting, le prestazioni delle aziende che vengono privatizzare attraverso offerte di acquisto da parte dei rispettivi azionisti di controllo non subiscono variazioni significative.

In particolare, Croci e Del Giudice, esaminano i cambiamenti nelle prestazioni delle aziende del campione attraverso la valutazione delle seguenti variabili:

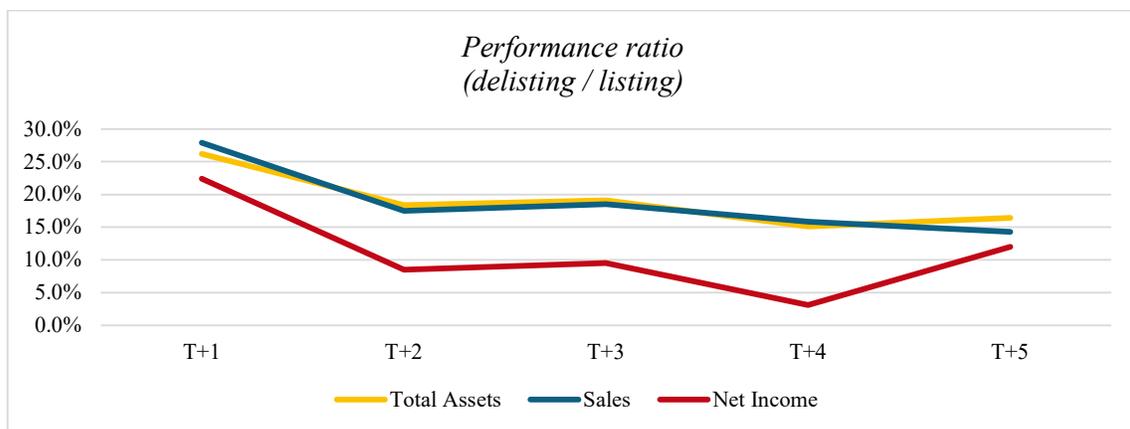
- *ROA*  
Definito come differenza del Return On Asset tra il primo e il terzo anno successivo al delisting, tale indicatore non include alcuna considerazione relativa alla prestazione attesa della società in caso di mantenimento della quotazione.
- *Adjusted ROA1*  
Per controllare l'influenza delle tendenze generali del settore o paese di riferimento, l'Adjusted ROA1 può essere ottenuto sottraendo al ROA della società delistata la variazione del ROA mediano delle società quotate appartenenti al segmento della società target.
- *Adjusted ROA2*  
Per eliminare gli effetti derivanti da fattori specifici del settore o paese e tenere conto delle differenze di grandezza tra le aziende, l'Adjusted ROA2 confronta il ROA della società delistata con il ROA di una società di controllo, selezionata in base al codice SIC nell'anno precedente all'annuncio.

I risultati ottenuti dai docenti dimostrano che non vi è alcuna evidenza del fatto che i cambiamenti di performance nel corso degli anni successivi al delisting sono imputabili all'identità dell'azionista di maggioranza della società all'epoca della quotazione né alla frazione di quote di proprietà detenute da tale soggetto. In generale, è emerso che la dimensione dell'impresa assume un impatto negativo sui risultati operativi dell'impresa esclusivamente rispetto alla variabile dipendente ROA. Per quanto concerne le altre due variabili, con particolare riferimento all'Adjusted ROA1, le evidenze mostrano che la leva finanziaria determina una riduzione statisticamente significativa dei guadagni operativi. Inoltre, tassi di interesse più elevati hanno un effetto negativo sulla variazione delle prestazioni: ciò risulta coerente con l'ipotesi secondo un mercato del credito più rigido può indurre le imprese ad abbandonare o ridimensionare progetti di investimento redditizi, con conseguenti riduzioni delle performance. In riferimento a quanto ottenuto dalle analisi empiriche, gli autori concludono affermando che gli azionisti di controllo delle società del campione non avviano le operazioni di privatizzazione con l'intento di espropriare gli azionisti di minoranza: secondo Croce e Del Giudice, il delisting può assumere effetti positivi anche per gli outsider in quanto consente di ottenere il pagamento di un premio che non riflette la riduzione di performance futura della società (Croci & Del Giudice, 2014).

All'interno dell'articolo intitolato *Voluntary Delisting In Korea: Causes And Impact On Company Performance*, Sun Min Kang analizza le prestazioni economiche post-delisting di 49 imprese coreane

quotate presso il KOSPI o il KOSDAQ tra il 1996 e il 2012. Dal confronto con un campione di controllo costituito da società pubbliche operanti in settori analoghi a quelle privatizzate, il ricercatore riconosce un peggioramento generale delle performance operative delle aziende del campione entro i primi cinque anni dall'abbandono delle borse valori. Più nel dettaglio, i risultati empirici mostrano che, durante tale intervallo temporale, i total assets medi diminuiscono bruscamente dopo il delisting e continuano a decrescere nel corso degli anni: secondo Kang, le aziende che si sono ritirate volontariamente continuano a crescere a un tasso inferiore rispetto alle aziende quotate. Analogamente, anche le vendite e il reddito netto registrano riduzioni significative dopo la decisione di abbandonare le borse valori.

Il *Grafico 9* consente di valutare l'evoluzione delle performance economiche delle società coreane in seguito al delisting. In particolare, ciascun punto della rappresentazione specifica il rapporto percentuale tra il valore di total assets, delle vendite o del reddito netto delle aziende che hanno scelto la privatizzazione e il corrispettivo delle aziende del campione di controllo.



*Grafico 9 - Performance Ratio delle imprese privatizzate presso il KOSPI e il KOSDAQ tra il 1996 e il 2012 (Kang, 2017)*

Come si può osservare, le aziende delistate perdono progressivamente capacità di generare ricavi rispetto a quelle rimaste quotate. Inoltre, queste registrano una diminuzione delle vendite e del valore degli asset in seguito all'abbandono della borsa valori coreana. In accordo con Kang, le dimensioni dei range associati alle diverse variabili forniscono evidenza del fatto che i risultati operativi delle società volontariamente cancellate dalla quotazione sono associati a fluttuazioni significativamente maggiori rispetto a quelle delle società quotate. In conclusione, a detta dell'autore, tali risultati suggeriscono agli azionisti di maggioranza o ai dirigenti di valutare con maggiore attenzione e prudenza la decisione di procedere con il delisting volontario a causa del potenziale impatto negativo sulle performance economiche dell'azienda nel lungo periodo (Kang, 2017).

Nonostante la rilevanza dell'argomento, la letteratura accademica risulta carente riguardo il tema delle performance post-delisting. In generale, le ricerche disponibili mostrano che le società registrano un netto declino dei risultati operativi negli anni successivi alla conclusione del processo di privatizzazione. Tuttavia, gli studi empirici finora condotti si focalizzano su un numero estremamente limitato di imprese e mercati borsistici, lasciando inesplorati, tra i tanti, i contesti finanziari degli Stati Uniti e dei paesi asiatici. Appare evidente, quindi, la necessità di approfondire tali dinamiche e colmare le lacune a livello globale.

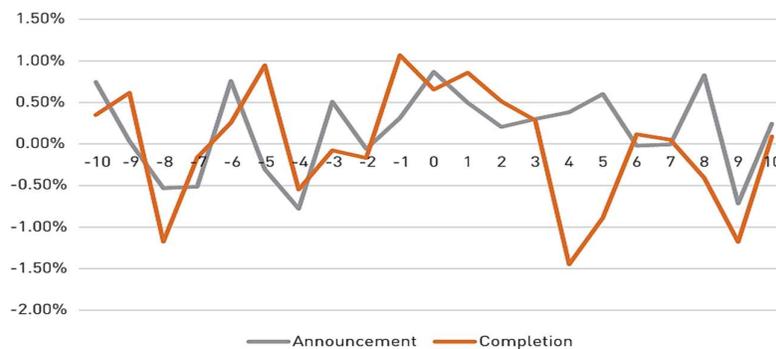
#### **5.4 Effetti sulle altre imprese quotate**

Le conseguenze economiche del delisting non si limitano esclusivamente alla società che ha deciso di abbandonare la negoziazione dei titoli azionari, ma possono avere ripercussioni significative sull'intero settore in cui essa opera, influenzando le aziende che rimangono quotate sul mercato azionario. In generale, tale fenomeno può alterare l'evoluzione del settore coinvolto e influenzare il comportamento delle imprese concorrenti, incidendo sia sulla valutazione che sulle performance operative: i ricercatori sono concordi nell'affermare che il delisting possa, potenzialmente, alterare l'equilibrio competitivo e le prospettive economiche di interi mercati. Gli studi condotti da Cotei e Farhat in merito alle IPO possono fornire indicazioni utili per comprendere come le dinamiche di tale evento siano in grado di influenzare le imprese concorrenti operanti nel medesimo settore. In accordo con gli autori, determinate tipologie di accadimenti sono capaci di influenzare i competitors attraverso la sovrapposizione di due effetti contrastanti, noti come effetto informazione ed effetto competitivo (Cotei & Farhat, 2013).

In riferimento alla fattispecie del delisting, l'effetto informazione o contagio (Van Esch & Castiglionesi, 2013) ha luogo quando l'influenza esercitata dalle informazioni che un'azienda ha divulgato sul mercato è la medesima sia per l'azienda che ha reso pubblica l'informazione che per le altre della stessa industria. In ulteriori termini, il delisting può provocare conseguenze negative nei confronti delle aziende concorrenti nella misura in cui questo rappresenta un segnale di condizioni di mercato avverse: ciò si riflette in una revisione a ribasso delle aspettative future per le aziende quotate e, quindi, una diminuzione dei prezzi dei titoli azionari (Lang & Stulz, 1992). Per converso, l'effetto competitivo si verifica quando le informazioni divulgate in merito alla privatizzazione assumono un effetto contrario su concorrenti rispetto a quello registrato dalla società che le ha rese note (Hsu, Reed, & Rocholl, 2010). Secondo la visione di McGilvery et al., quando le azioni di alcune imprese vengono rimosse dai listini, la concentrazione del settore diminuisce e si aprono nuove opportunità per i concorrenti: nell'ottica del miglioramento delle prospettive future, il delisting può determinare un

aumento del valore dei titoli azionari delle imprese che decidono di rimanere sul mercato (McGilvery, Faff, & Pathan, 2012).

In un articolo molto recente, Rogova e Belousova analizzano gli effetti del delisting rispetto alle altre imprese quotate presso la borsa valori di Mosca. Attraverso lo studio di un campione di 376 privatizzazioni avvenute tra il 2004 e il 2019, le autrici focalizzano le proprie analisi sulla valutazione dei rendimenti medi anomali in prossimità della data di annuncio di delisting e della data di completamento dell'operazione, con l'obiettivo di comprendere se l'effetto informazione risulti dominante all'interno del contesto sovietico o viceversa. Il *Grafico 10* riassume le evidenze empiriche relative all'andamento dei rendimenti medi anomali delle imprese quotate presso il MOEX e incluse nel campione.

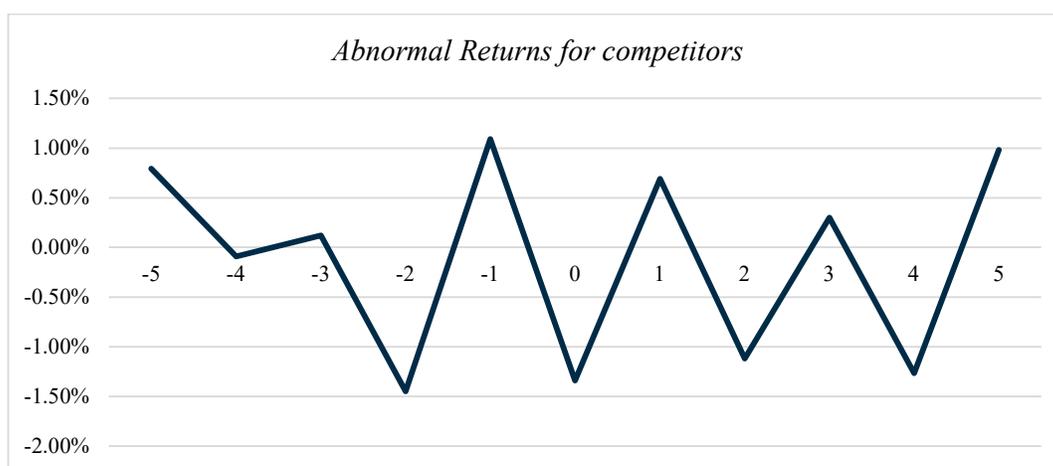


*Grafico 10 - AAR registrati dai concorrenti quotate delle imprese privatizzate dal MOEX (Rogova & Belousova, 2021)*

Come si può osservare, la distribuzione degli AAR è caratterizzata da un'elevata variabilità. In accordo con quanto affermato dalle autrici, emerge una reazione generalmente positiva del prezzo delle azioni delle imprese concorrenti sia in corrispondenza della data di annuncio che di quella di conclusione di delisting: per tali occorrenze, si osserva, quindi, una prevalenza dell'effetto competitivo rispetto all'effetto informazione. Risulta interessante notare che, nel caso dell'annuncio di privatizzazione, i rendimenti anomali negativi si concentrano nei giorni precedenti all'evento. Di contro, nel caso del completamento del processo di delisting, tali rendimenti negativi si manifestano generalmente dopo l'evento. In termini statistici, la maggior parte dei CAAR prossimi alla data di annuncio risultano significativi a livelli inferiori al 10% (ad eccezione delle finestre [-10; +5], [-10; +3], [-5; +1] e [-3; +5]). Per quanto riguarda la data di completamento del processo, invece, gli unici risultati statisticamente significativi possono essere apprezzati nell'intervallo [-10; +3]: in altri termini, i concorrenti non registrano reazioni in termini di prezzo dei titoli dopo il compimento del delisting. In conclusione, le evidenze empiriche delle ricercatrici mostrano che le aziende quotate presso il MOEX sperimentano un effetto competitivo superiore all'effetto informazione soltanto in riferimento all'annuncio di delisting. A causa del fatto che le informazioni sono rese note in anticipo,

invece, le date di completamento del processo non permettono di apprezzare rendimenti anomali significativi (Rogova & Belousova, 2021).

All'interno della tesi di laurea magistrale di Rachel van Esch, sotto la guida del relatore Fabio Castiglionesi, sono presentate alcune evidenze interessanti relative alle conseguenze economiche del delisting involontario sulle imprese concorrenti. In particolare, van Esch ha analizzato un campione costituito da 63 imprese di 51 differenti settori coinvolte in processi di bancarotta avvenuti tra il 2002 e il 2013 in 17 paesi dell'Europa Occidentale. In generale, è emerso che, rispetto ad una finestra temporale di 11 giorni, il rendimento anomalo medio cumulativo dei concorrenti operanti nel medesimo settore dell'impresa delistata è pari al -1,24% (livello di significatività inferiore al 5%). Il *Grafico 11* presenta l'andamento medio dei ritorni anomali nell'intervallo temporale [-5; +5] registrati dalle imprese concorrenti. In particolare, la data 0 fa riferimento al giorno dell'annuncio di bancarotta.



*Grafico 11 - AR dei concorrenti quotati di imprese delistate per bancarotta nei mercati EU (Van Esch & Castiglionesi, 2013)*

Come si intuisce dal grafico, l'entità dei ritorni negativi è, in media, superiore a quella dei ritorni positivi: per tale motivo, l'autrice afferma che l'effetto contagio sembra dominare l'effetto competitivo per le imprese del campione in esame. Per indagare con maggiore precisione il contesto del fenomeno, è stato valutato il ruolo della leva finanziaria e del livello di competizione interno al settore. In particolare, le evidenze mostrano come le industrie caratterizzate da rapporti di indebitamento inferiori alla mediana del campione sono associate ad una reazione positiva del prezzo delle azioni dei concorrenti pari all'1,86%. Tuttavia, tale percentuale non risulta essere statisticamente significativa entro livelli convenzionali. Per i settori caratterizzati da elevate leve finanziarie, invece, il rendimento anomalo cumulativo risulta pari al -1,79% (livello di significatività inferiore all'1%). Per quanto concerne la valutazione dell'effetto competizione, invece, le imprese del campione sono state clusterizzate in due gruppi, a seconda che l'Indice di Herfindahl del settore di appartenenza fosse inferiore o superiore a 0,25. I risultati ottenuti suggeriscono che le industrie con un HHI superiore

alla soglia sono caratterizzate da una reazione positiva del prezzo delle azioni pari a circa il 2,66% (significativa al livello 0,05). Per tale gruppo, la ridotta competizione fa sì, infatti, che l'effetto competitivo domini l'effetto informazione. Di contro, i settori con un HHI inferiore a 0,25 mostrano una reazione negativa del prezzo dei titoli equivalente al -2,68% (significativa al livello 0,01): ciò indica che, in presenza di elevata competizione, l'effetto contagio sovrasta l'effetto competitivo. Combinando le informazioni sulla leva finanziaria e sulla competitività, i risultati mostrano che l'effetto contagio è maggiore per le imprese con rapporti di indebitamento ridotto e basso indice di Herfindahl. Per le società caratterizzate da elevate leve finanziarie e valori dell'indice superiori a 0,25, invece, prevale l'effetto competitivo. Infine, risulta particolarmente interessante anche la valutazione dell'influenza del contesto nazionale in cui ha luogo il delisting: le evidenze suggeriscono che la reazione del prezzo delle azioni dei competitor all'annuncio di fallimento in uno dei paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) risulta sempre positiva: secondo van Esch, i delisting involontari che hanno luogo in tali paesi sono accompagnati principalmente dal un effetto competitivo contraddistinto da CAAR dello 0,23%. Per i paesi non appartenenti al gruppo PIIGS, invece, si osserva la prevalenza dell'effetto contagio, con una reazione negativa del prezzo delle azioni caratterizzata da CAAR del -1,442% (Van Esch & Castiglionesi, 2013).

In riferimento al contesto statunitense, Lang e Stulz affermano che l'annuncio di bancarotta determina sia un effettivo competitivo che un effetto contagio sulle altre imprese quotate. Dall'analisi di un campione di 59 imprese americane fallite tra il 1970 e il 1990 e caratterizzate da passività totali superiori a 120 milioni di dollari, è emerso che la reazione del mercato dipende sia dalla struttura del settore di appartenenza che dalle caratteristiche specifiche dell'azienda delistata involontariamente. In generale, gli autori riconoscono che i concorrenti, operanti in industrie in cui ha avuto luogo più di una bancarotta, registrano CAAR maggiormente negativi rispetto a quelli attivi in settori meno fallimentari. Più nel dettaglio, i risultati empirici indicano che i ritorni anomali delle imprese attive in settori caratterizzati da un alto rapporto di indebitamento sono significativi e pari al -2,87%. Di contro, gli abnormal returns delle imprese operanti in industrie con un valore di leva ridotto risultano positivi e pari allo 0,37%, ma non significativi. Da ciò, gli autori deducono che il valore delle imprese concorrenti, presenti in settori caratterizzati da rapporti elevati, subisce perdite percentuali maggiori rispetto a quello che registrerebbero se operassero in settori contraddistinti da basse percentuali di indebitamento. Per quanto concerne la concorrenza, l'entità dell'effetto competitivo aumenta all'aumentare dell'indice di concentrazione del settore: i risultati indicano che i ritorni anomali medi sono significativamente inferiori per i concorrenti operanti in settori rappresentati da un valore di HHI inferiore a 0,18. In accordo con Lang e Stulz, l'effetto contagio risulta prevalente rispetto all'effetto competitivo se le imprese concorrenti hanno effettuato investimenti simili a quelli delle

società coinvolte nei processi di bancarotta: tuttavia, a detta degli autori, tale conclusione potrebbe risultare influenzata dalla ridotta numerosità del campione (Lang & Stulz, 1992).

In conclusione, i ricercatori sono concordi nel riconoscere che le conseguenze economiche del delisting sulle altre imprese quotate sono date dalla sovrapposizione tra l'effetto informazione e l'effetto competitivo. In generale, la prevalenza di uno dei due è influenzata sia da caratteristiche strutturali del settore, come l'indebitamento medio e la concentrazione industriale, sia da variabili specifiche di ciascuna impresa, tra cui il livello di investimenti strategici. Tuttavia, anche in questo caso, la letteratura risulta frammentata e limitata: per tale motivo, le ricerche future potrebbero focalizzarsi sul confronto tra diversi ordinamenti giuridici con l'intento di approfondire come le normative influenzino l'equilibrio tra effetto informazione ed effetto competitivo. Inoltre, risulta necessario aggiornare i risultati ottenuti da Lang e Stulz per adattarli al contesto del mercato finanziario attuale, oltre che ampliare l'area geografica di analisi ai paesi finora esclusi dalle ricerche.

### **5.5 Influenza degli investitori istituzionali**

Per completare la panoramica sulle conseguenze economiche del delisting, può risultare interessante approfondire l'influenza della presenza di investitori all'interno della struttura proprietaria aziendale. La partecipazione di tali soggetti all'interno del Consiglio di amministrazione non garantisce esclusivamente una maggiore attenzione alla trasparenza e alla responsabilità da parte dei dirigenti, ma rappresenta anche un importante strumento di tutela degli interessi degli azionisti di minoranza: a differenza dei singoli shareholder, gli investitori istituzionali tendono a possedere quote di proprietà più elevate e hanno un maggiore incentivo a raccogliere informazioni specifiche sull'impresa per monitorarne la gestione. In quest'ottica, l'operato degli investitori istituzionali tende a bilanciare le decisioni potenzialmente opportunistiche del management attraverso l'imposizione di criteri di corporate governance e una visione a lungo termine, nel favore di tutti gli shareholder.

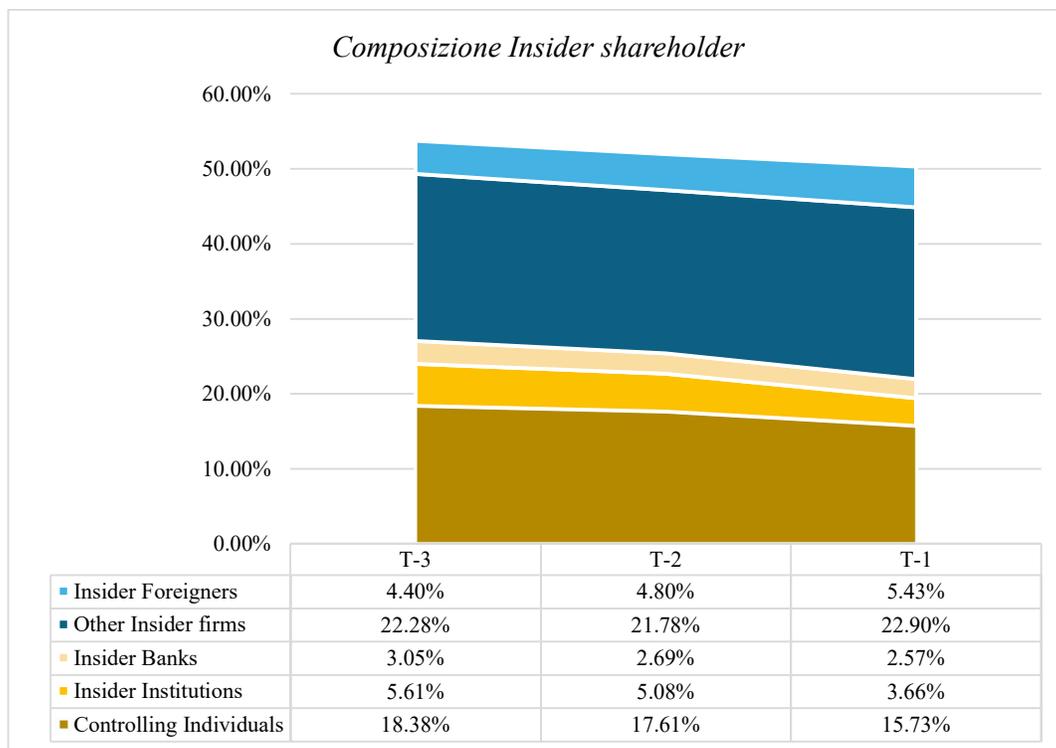
All'interno di un articolo pubblicato sul *Quarterly Journal of Finance* nel 2020, Lauterbach e Mugerman analizzano l'influenza degli investitori istituzionali all'interno del contesto delle offerte pubbliche di acquisto della borsa valori israeliana. A differenza della maggior parte dei mercati finanziari europei e statunitensi, i regolamenti della Borsa di Tel Aviv non prevedono alcuna discussione del Consiglio di amministrazione o forma di voto per le offerte pubbliche di acquisto private. Inoltre, i CdA non sono tenuti a dichiarare un prezzo di acquisto equo né a soddisfare particolari requisiti informativi in favore degli azionisti di minoranza. Per i presenti motivi, risultano interessanti le conclusioni ottenute dai ricercatori in merito al ruolo di tutela degli azionisti rivestito dagli investitori istituzionali. Analizzando un campione di 201 offerte di freeze-out rivolte a 170 aziende quotate presso il Tel Aviv Stock Exchange, Lauterbach e Mugerman riconoscono che, nelle

società senza partecipazioni istituzionali, il premio medio corrisposto agli azionisti è del 21,5%; mentre, per le aziende caratterizzate dalla presenza di investitori istituzionali, il premio medio è pari al 25,1%. Dall'esame di alcuni sottocampioni, è emerso che, in caso di accettazione dell'offerta di acquisto, la presenza di tali soggetti nella struttura proprietaria determina un impatto sul premio maggiore: rispetto al campione caratterizzato dall'assenza di investitori istituzionali, il bid premium risulta pari al 27,0%, oltre che significativamente differente dal 19,4% della controparte. Inoltre, i risultati suggeriscono che, in presenza di pre-negoziazioni tra i futuri proprietari e alcuni azionisti pubblici, il premio medio per il controllo è del 26,7%: anche in questo caso, la presente percentuale risulta statisticamente significativa al livello del 10% rispetto al 19,9% associato all'assenza di tali soggetti. In generale, sembra che, per il contesto israeliano, la variabile maggiormente rilevante sia la presenza/assenza istituzionale piuttosto che la dimensione della quota di proprietà: dalle analisi è emerso, infatti, che la semplice presenza di investitori istituzionali influisce in modo significativo sulle decisioni di delisting, indipendentemente dall'entità della loro partecipazione azionaria. In termini di probabilità di accettazione dell'offerta di acquisto, Lauterbach e Mugerman concordano sul fatto che la presenza di investitori istituzionali in un'azienda riduce la probabilità di delisting tramite freeze-out, aumentando il tasso di rifiuto dell'offerta di acquisto dal 35% al 48%. In aggiunta, pare che la presenza di azionisti attivisti, come la società di investimento Psagot, sia associata a una minore probabilità di successo dell'offerta (Lauterbach & Mugerman, 2020).

Un'ulteriore evidenza emersa dalle ricerche riguarda la propensione degli investitori istituzionali a cedere le quote di proprietà in seguito al rifiuto di un'OPA. In generale, durante i quattro trimestri precedenti l'offerta, le partecipazioni istituzionali risultano relativamente stabili, con una media del 6,8%. Tuttavia, in seguito al rifiuto della proposta di acquisto, si osserva una diminuzione significativa della quota istituzionale media, fino ad un livello del 4% ad un anno dall'annuncio. Più nel dettaglio, in caso di offerta accompagnata dall'assenza di espressione di alcun parere, la partecipazione sociale registra una diminuzione del 2% dopo l'ottenimento della proposta. Tale valore risulta statisticamente significativo rispetto alla riduzione media del 3,6% che si registra in caso di espressione di dissenso da parte degli investitori costituzionali. In conclusione, le analisi condotte da Lauterbach e Mugerman permettono di comprendere meglio l'impatto della voce di tali investitori in aziende caratterizzate da una ridotta partecipazione istituzionale. Tuttavia, queste non forniscono ulteriori evidenze in merito ai contesti in cui tali investitori rappresentano quote di maggioranza o assumono comportamenti strategici differenti (Lauterbach & Mugerman, 2020).

All'interno dell'articolo intitolato *Involuntary delisting in the Japanese stock market*, Park et al. analizzano gli effetti della presenza di investitori istituzionali nell'ambito di 136 delisting involontari

avvenuti tra il 2002 e il 2012 nei mercati borsistici giapponesi. A causa della natura reputazionale del mercato azionario giapponese, gli autori pongono particolare attenzione al ruolo assunto dalle banche nipponiche nel sostenere le imprese di cui detengono quote di proprietà. In generale, le società giapponesi sono caratterizzate da una struttura proprietaria stabile detenuta da un numero ridotto di grandi azionisti: a riguardo, tale stabilità è rafforzata dal fatto che i contratti relazionali impliciti tra gli azionisti possono disincentivare gli insider a ridurre le proprie quote partecipative in caso di gravi difficoltà. Più nel dettaglio, i risultati empirici indicano che, nel corso dei tre anni precedenti alla data di annuncio di delisting, tali soggetti registrano una riduzione complessiva della quota di proprietà inferiore al 4%. Il *Grafico 12* permette di valutare nel dettaglio l'andamento temporale delle partecipazioni sociali detenute dalle diverse categorie di insider.



*Grafico 12 – Composizione degli Insider Shareholder delle società delistate involontariamente in Giappone*

Come suggerito dal grafico, i dati indicano che il ridimensionamento della partecipazione percentuale delle banche risulta inferiore a quello delle altre categorie di azionisti: la riduzione marginale della quota di proprietà delle banche insider è, quindi, coerente con l'ipotesi secondo cui una tali soggetti mantengono pressoché costante la propria quota di proprietà, anche a fronte della minaccia di un possibile delisting. Inoltre, i risultati indicano che, durante la finestra temporale [-8; -1] che precede l'annuncio di delisting, le aziende con una insider bank mostrano una riduzione del prezzo del titolo inferiore rispetto a quella subita dalle imprese senza insider bank. Di contro, durante il giorno

dell'annuncio e il giorno successivo, le società in cui è presente tale categoria di azionisti registrano una diminuzione di valore di gran lunga superiore rispetto a quella subita dalle imprese senza banche insider. Le evidenze confermano l'ipotesi secondo cui, prima dell'annuncio di delisting involontario, la svalutazione risulta meno marcata per le aziende sostenute da un istituto bancario rispetto a quella delle società in cui l'istituto è assente. Successivamente all'annuncio, invece, questa appare maggiore per le aziende in cui è presente tale categoria di investitori. Nonostante i risultati interessanti, Park et al. affermano che, a causa dei limiti associati al campione utilizzato, le evidenze empiriche ottenute risultano preliminari, ma non conclusive: a riguardo, gli autori suggeriscono di indagare se le aziende delistate detengono azioni delle rispettive banche insider, di introdurre una variabile per distinguere tra city bank o regional bank e, infine, di ricostruire l'insieme delle azioni intraprese nei confronti delle società prima dell'estromissione dalla quotazione (Park, Shiroshita, Sun, & Park, 2018).

Non sempre, però, la presenza di un investitore istituzionale è associata ad una maggiore tutela degli azionisti di minoranza. Secondo quanto affermato da Brickley et al., esistono alcune tipologie di shareholder istituzionali che, in caso di misure anti-scalata, tendono a supportare le iniziative dei manager anche a fronte di una riduzione del valore dell'impresa. Tra questi rientrano, ad esempio, trust non bancari (che spesso gestiscono piani di azionariato tra società e dipendenti o gestiscono trust per il top management), compagnie assicurative e banche commerciali. In particolare, dall'analisi di un campione di 288 tentativi di emendamenti anti-opa per 191 imprese, Brickley et al. verificano con successo l'ipotesi secondo cui le istituzioni che traggono benefici dal controllo dei manager hanno meno probabilità di opporsi alle proposte della direzione rispetto ad altri azionisti istituzionali. Sulla base dei potenziali conflitti di interesse e alla suscettibilità dell'influenza del management, gli autori classificano gli investitori istituzionali presenti all'interno della struttura proprietaria in tre differenti categorie: istituzioni sensibili alla pressione del management (compagnie assicurative, banche e trust non bancari), istituzioni resistenti alla pressione del management (fondi pubblici di pensione, fondi comuni di investimento e fondazioni) e istituzioni indifferenti alla pressione del management (fondi aziendali di pensione, società di brokeraggio, società di consulenza sugli investimenti ed altre istituzioni). Le evidenze empiriche confermano che la prima categoria tende a votare a favore delle proposte anti-takeover dei dirigenti con maggiore frequenza rispetto alle altre. Più nel dettaglio, le istituzioni resistenti e indifferenti alla pressione del management sono più inclini ad opporsi a tali proposte rispetto agli azionisti sensibili. A detta degli autori, tale evidenza può essere legata al fatto che un rapporto positivo con gli amministratori può favorire gli interessi commerciali, anche a scapito di una possibile riduzione del prezzo di mercato delle azioni. In conclusione, i risultati evidenziano come la composizione degli azionisti possa avere implicazioni importanti sul rischio che il

management agisca esclusivamente con l'intento di proteggere la propria posizione (Brickley, Lease, & Smith, 1988).

In conclusione, il ruolo degli investitori istituzionali in situazioni di delisting può rivelarsi essenziale sia ai fini della tutela dei diritti degli azionisti, che in termini di monitoraggio attivo del management: attraverso l'esercizio del diritto di voto e la minaccia di exit, tale categoria di shareholder è in grado di influenzare la strategia aziendale di lungo periodo, oltre che le decisioni a breve termine. Tuttavia, esistono circostanze in cui gli investitori istituzionali potrebbero non svolgere efficacemente tale funzione di controllo: in determinati contesti, infatti, gli interessi comuni tra dirigenti e azionisti possono favorire la formazione di alleanze a sostegno di decisioni a svantaggio degli altri azionisti in quanto non massimizzano il valore dell'impresa. Inoltre, una ridotta partecipazione azionaria può ridurre l'incentivo al monitoraggio attivo e limitare la capacità di influenza, oltre che compromettere la tutela degli interessi collettivi in caso di delisting.

## 6. Delisting nel contesto italiano

### 6.1 Borsa Italiana

Fondata a Milano agli inizi del XIX secolo, Borsa Italiana costituisce l'ente privato deputato alla regolamentazione e al monitoraggio del mercato dei capitali nazionale. Attraverso un sistema di negoziazione elettronico, tale istituzione gestisce gli scambi di numerosi strumenti finanziari e sovrintende alle procedure di ammissione, sospensione ed eventuale esclusione dal listino, garantendo il corretto funzionamento del sistema finanziario. In generale, Borsa Italiana è caratterizzata dall'esistenza di diversi mercati azionari, ciascuno suddiviso in specifici segmenti dedicati a determinate categorie di imprese e investitori. Più nel dettaglio, la piattaforma di negoziazione è costituita dai seguenti equity market e segmenti:

- *Euronext Milan*

Euronext Milan è il mercato della borsa valori italiana in cui le imprese di media e grande capitalizzazione possono raccogliere capitali attraverso, ad esempio, la compravendita di titoli azionari, quote di fondi di investimento, obbligazioni convertibili o diritti di opzione. Le società quotate presso tale piattaforma sono tenute a rispettare requisiti restrittivi sia in termini di capitalizzazione, che di corporate governance e informativa finanziaria: a riguardo, gli emittenti devono essere caratterizzati da una capitalizzazione minima di 40 milioni di euro e un flottante almeno pari al 25% del capitale. Inoltre, è richiesta la pubblicazione, con cadenza regolare, dei dati finanziari semestrali e annuali, nonché dei bilanci d'esercizio, certificati secondo i principi contabili internazionali.

Rispetto agli altri mercati di Borsa Italiana, la presente piazza finanziaria è caratterizzata da un elevato tasso di rotazione dei titoli azionari e dalla presenza di operatori di provenienza internazionale: secondo le statistiche pubblicate dalla borsa valori, è possibile annoverare quasi 8.800 fondi di investimento riconducibili a circa 2.000 case di investimento con sede in oltre 50 paesi.

- *Segmento Euronext STAR Milan*

Il segmento STAR di Euronext Milan è stato fondato nel 2001 con l'intento di valorizzare e promuovere le eccellenze delle PMI italiane nel contesto del principale mercato finanziario nazionale. Dedicato principalmente a imprese di piccola e media capitalizzazione, questo è contraddistinto da rigorosi requisiti di trasparenza, governance societaria e liquidità: le aziende che desiderano accedere a tale segmento devono, tra le cose, disporre di una capitalizzazione di mercato compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro e un flottante minimo pari al 35% del capitale. Inoltre, i regolamenti impongono la presenza di un numero adeguato di membri indipendenti all'interno del Consiglio di amministrazione e un sistema incentivante per il top management basato sul raggiungimento di specifici obiettivi di performance. Da un punto di vista settoriale, Euronext STAR Milan ospita principalmente imprese operanti nei settori dell'industria manifatturiera, dei servizi finanziari e delle tecnologie avanzate, spesso caratterizzate da una conduzione familiare tale per cui il mercato può rappresentare una leva strategica sia per facilitare il passaggio generazionale che per attrarre talenti manageriali di alto profilo. Sul fronte degli investitori, invece, la presenza di oltre 1.900 fondi provenienti da circa 35 paesi testimonia una partecipazione internazionale estesa ed eterogenea.

- *Euronext Growth Milan*

Precedentemente noto come Alternative Investment Market Italia (AIM Italia), l'Euronext Growth Milan è il mercato di Borsa Italiana dedicato esclusivamente alle PMI nazionali. Caratterizzato da procedure di accesso semplificate e requisiti meno stringenti rispetto a quelli previsti per Euronext Milan, la presente piazza finanziaria offre alle imprese un percorso di quotazione che non prevede alcuna soglia minima di capitalizzazione né l'obbligo di redigere bilanci certificati secondo i principi contabili internazionali. Tuttavia, sono richiesti un flottante minimo pari al 10% e la presenza di almeno 5 investitori istituzionali, oltre che della figura dell'Euronext Growth Advisor. Tale soggetto riveste un ruolo centrale nel funzionamento del mercato in quanto ha la funzione di assistere e supportare la società sia in fase di ammissione che durante la quotazione: secondo quanto predisposto da Borsa Italiana, l'Euronext Growth Advisor può essere o un ente bancario o un'impresa di investimento comunitaria con adeguata esperienza in termini di corporate finance.

In generale, l'accesso al mercato Euronext Growth Milan è consentito esclusivamente agli investitori professionali: rispetto al mercato tradizionale, questi possono accedere alle negoziazioni attraverso un meccanismo di scambio caratterizzato da una cadenza giornaliera anziché continua.

- *Segmento Professional*

Il segmento Professional di Euronext Growth Milan è rivolto a tutte quelle società che intendono approcciarsi gradualmente al mercato dei capitali per sviluppare nel corso del tempo le strutture necessarie al coinvolgimento di investitori retail: generalmente, infatti, aderiscono a tale sezione le imprese che hanno recentemente iniziato a commercializzare i propri prodotti o servizi e che devono ancora implementare le proprie funzioni strategiche chiave. Da un punto di vista regolamentare, il segmento consente un accesso al listino semplificato e minori vincoli burocratici rispetto ad altre categorie di mercato: le società quotate devono, infatti, garantire un flottante minimo pari al 10% del capitale ed essere sostenute da almeno cinque diversi investitori, anche non istituzionali. Tuttavia, sono ammesse anche percentuali di flottante inferiori, fino ad un valore del 2%: in tal caso, la borsa valori dispone comunque l'ammissione del titolo, ma prevede la contestuale sospensione dalle negoziazioni fino al raggiungimento della soglia minima del 10%. Se trascorrono più di 2 anni senza che il requisito del flottante sia soddisfatto, Borsa Italiana dispone la revoca dalla quotazione.

In generale, l'accesso alle negoziazioni del segmento Professional è consentito esclusivamente ad investitori di natura professionale ed ha luogo attraverso un meccanismo d'asta che stabilisce un prezzo unico giornaliero e un lotto minimo.

- *Euronext MIV Milan*

Il mercato Euronext MIV Milan è dedicato alla quotazione e negoziazione di veicoli di investimento focalizzati sull'economia reale, come gli Alternative Investment Funds (AIF) e le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC). In generale, tale mercato è costituito da due segmenti principali: il MIV Professional, rivolto prevalentemente agli investitori istituzionali, e il MIV Retail, destinato agli investitori al dettaglio.

Rispetto alle altre piattaforme di scambio, il MIV è contraddistinto da elevati livelli di flessibilità in quanto ammette l'attuazione di numerose strategie di investimento (venture capital, private equity, private debt, real estate ed energie rinnovabili): tale polivalenza consente, quindi, di rispondere alle esigenze di una moltitudine di operatori, oltre che di attrarre diversi tipi di investitori e sostenere la crescita di imprese innovative.

Appare evidente, quindi, che la varietà dei mercati e segmenti di Borsa Italiana offre alle imprese l'opportunità di accedere alla piattaforma più adatta alle proprie caratteristiche e strategie. Tale diversificazione consente di selezionare il segmento di mercato sul quale quotarsi, anche in relazione ai requisiti di trasparenza, governance e liquidità imposti dai differenti regolamenti. Tuttavia, per determinate tipologie di imprese, i vincoli e le obbligazioni imposti dai diversi mercati gestiti da Borsa Italiana possono risultare estremamente stringenti: in tal caso, gli obblighi di trasparenza, governance e reporting possono spingere le società pubbliche a valutare la decisione di abbandonare la borsa, aumentando la probabilità di delisting volontario e involontario.

### 6.1.1 Requisiti formali in IPO e On-going

All'interno della *Tabella 7* sono riportati i principali requisiti di ammissione ai mercati Euronext Milan ed Euronext Growth Milan, con un dettaglio sui rispettivi. Le informazioni fanno riferimento ai dati pubblicati nella sezione "Mercati" del sito web di Borsa Italiana.

	Euronext Milan	Euronext STAR Milan	Euronext Growth Milan	Professional
Flottante	25%	35%	10% 5 inv. istituzionali	10% 5 inv. entro 2 anni
Bilanci certificati	3	3	1 (se esistente)	Nessun requisito
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani o Internazionali	Nessun requisito
Offerta	Istituzionale Retail	Istituzionale Retail	Istituzionale Retail < 8M€	Professionale
Altri documenti	Prospetto informativo	Prospetto informativo	Documento di ammissione	Documento di ammissione
Capitalizzazione	Min 40 M€	Min 40 M€ Max 1 Mld €	Nessun requisito	Nessun requisito
Dipendenti CDA	TUF	Obbligatorio (da Regolamento)	1 amministratore indipendente	Nessun requisito
Comitato controllo, rischi	Raccomandato	Obbligatorio	Nessun requisito	Nessun requisito
Comitato remunerazione	Raccomandato	Obbligatorio (performance)	Nessun requisito	Nessun requisito
Incentivi top management	Raccomandato	Obbligatorio	Nessun requisito	Nessun requisito
Investor relation manager	Raccomandato	Obbligatorio	Obbligatorio	Nessun requisito
Sito web	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio	Nessun requisito
Principale advisor	Listing agent Global coordinator	Listing agent Global coordinator	Growth Advisor Global Coordinator	Nessun requisito

Tabella 7 - Requisiti formali IPO Borsa Italiana

La *Tabella 8* presenta un insieme dei principali requisiti on-going che devono soddisfare le società quotate nei mercati e segmenti di Borsa Italiana. In generale, la normativa vigente fa riferimento, oltre al Regolamento Emittenti della borsa valori, anche al *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*.

	Euronext Milan	Euronext STAR Milan	Euronext Growth Milan	Professional
Codice di Corporate Governance	Comply or Explain	Parzialmente obbligatorio	Facoltativo	Facoltativo
Specialist	Obbligatorio se capitalizzazione inferiore a 1 Mld € per i primi 3 anni dalla quotazione	Obbligatorio: liquidity provider 2 ricerche annuali meet con investitori	Obbligatorio: liquidity provider 2 ricerche annuali	Non obbligatorio
OPA	<u>Obbligatoria</u> : 30% o 25% se non PMI <u>Statutaria</u> per PMI: 20% - 40% <u>Preventiva</u> : 60% <u>Residuale</u> : 90%-95%	<u>Obbligatoria</u> : 30% o 25% se non PMI <u>Statutaria</u> per PMI: 20% - 40% <u>Preventiva</u> : 60% <u>Residuale</u> : 90%-95%	OPA Statuaria	OPA Statuaria
Parti correlate	Procedure tradizionali e obblighi informativi	Procedure tradizionali e obblighi informativi	Procedure semplificate e obblighi informativi	Procedure semplificate e obblighi informativi
Dati trimestrali	Non obbligatori	Entro 45 giorni da chiusura I-III trimestre	Non obbligatori	Non obbligatori
Dati semestrali	Entro 90 giorni da chiusura semestre	Entro 75 giorni da chiusura semestre	Entro 3 mesi da chiusura semestre	Entro 3 mesi da chiusura semestre
Dati annuali	Entro 120 giorni da chiusura esercizio	Entro 90 giorni da chiusura esercizio no IV trimestrale	Entro 6 mesi da chiusura esercizio	Entro 6 mesi da chiusura esercizio
Informativa contabile	TUF e Regolamento Emittenti	TUF e Regolamento Emittenti	MAR e Regolamento Euronext Growth Milan	MAR e Regolamento Euronext Growth Milan

*Tabella 8 - Requisiti on-going Borsa Italiana*

In riferimento ai requisiti on-going di tutti i mercati e segmenti, l'informativa price sensitive richiede che vengano comunicate, il prima possibile, informazioni privilegiate come l'acquisizione e la vendita di asset, variazioni di risultati attesi (profit warning ed earning surprise) o mutamenti nei key manager. In termini di operazioni straordinarie, l'emittente deve pubblicare un documento informativo in caso di impatto molto rilevante o di operazioni significative con parti correlate. Per quanto concerne l'informativa tecnica, l'emittente deve comunicare al pubblico informazioni come variazioni di capitale sociale, cambi di denominazione o il calendario eventi, al fine di garantire una corretta ed ordinata gestione del mercato.

### *6.1.2 Revoca: motivazioni e procedura*

In accordo con il *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.P.A.*, Borsa Italiana può disporre la revoca della quotazione di una società e delle negoziazioni delle rispettive azioni al fine di tutelare gli stakeholder aziendali. Secondo quanto stabilito dal Consiglio di amministrazione della borsa valori, la decisione di revocare o meno un titolo è influenzata dai seguenti elementi:

- Controvalore medio giornaliero delle negoziazioni rilevato negli ultimi 18 mesi
- Numero medio di titoli scambiati rilevato negli ultimi 18 mesi
- Frequenza degli scambi negli ultimi 18 mesi
- Grado di diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari in termini di controvalore e di numero dei soggetti detentori
- Ammissione dell'emittente a procedure concorsuali
- Giudizio negativo del revisore legale o della società di revisione legale
- Impossibilità per il revisore legale o la società di revisione legale di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi
- Scioglimento dell'emittente
- Sospensione delle transazioni per una durata superiore a 18 mesi

Tuttavia, risulta importante sottolineare come la decisione di delisting involontario dipenda esclusivamente dalla decisione discrezionale della borsa valori. Inoltre, Borsa Italiana può disporre la revoca della quotazione fino al termine del terzo anno successivo al rilevamento della violazione dei requisiti: superato tale limite, l'ente regolatore non può attivare alcuna procedura di accertamento.

L'articolo 2.5.5 del regolamento di Borsa Italiana stabilisce le norme che governano l'esclusione dalle negoziazioni su richiesta della società emittente, in accordo con quanto definito nell'articolo 133 del TUF. Secondo i suddetti codici, le aziende che intendono abbandonare il mercato finanziario devono inoltrare all'ente regolatore un'apposita richiesta scritta, corredata dalla delibera di richiesta di esclusione dalle negoziazioni prodotta dall'assemblea straordinaria. La borsa valori è, quindi, tenuta a disporre l'esclusione dalle negoziazioni dei titoli interessati entro 15 giorni dalla ricezione della documentazione, fornendo indicazioni sulla data di decorrenza del delisting volontario.

Il provvedimento di Borsa Italiana deve essere tempestivamente comunicato al pubblico e trasmesso all'emittente: in generale, dalla pubblicazione dell'avviso all'effettiva esclusione dalle negoziazioni decorre almeno un mese. Inoltre, il regolamento prevede che, 15 giorni prima della data di delisting, la società emittente informi nuovamente il pubblico circa l'imminente esclusione dalle negoziazioni.

La *Figura 2* sintetizza le principali fasi che delineano il processo di delisting involontario.

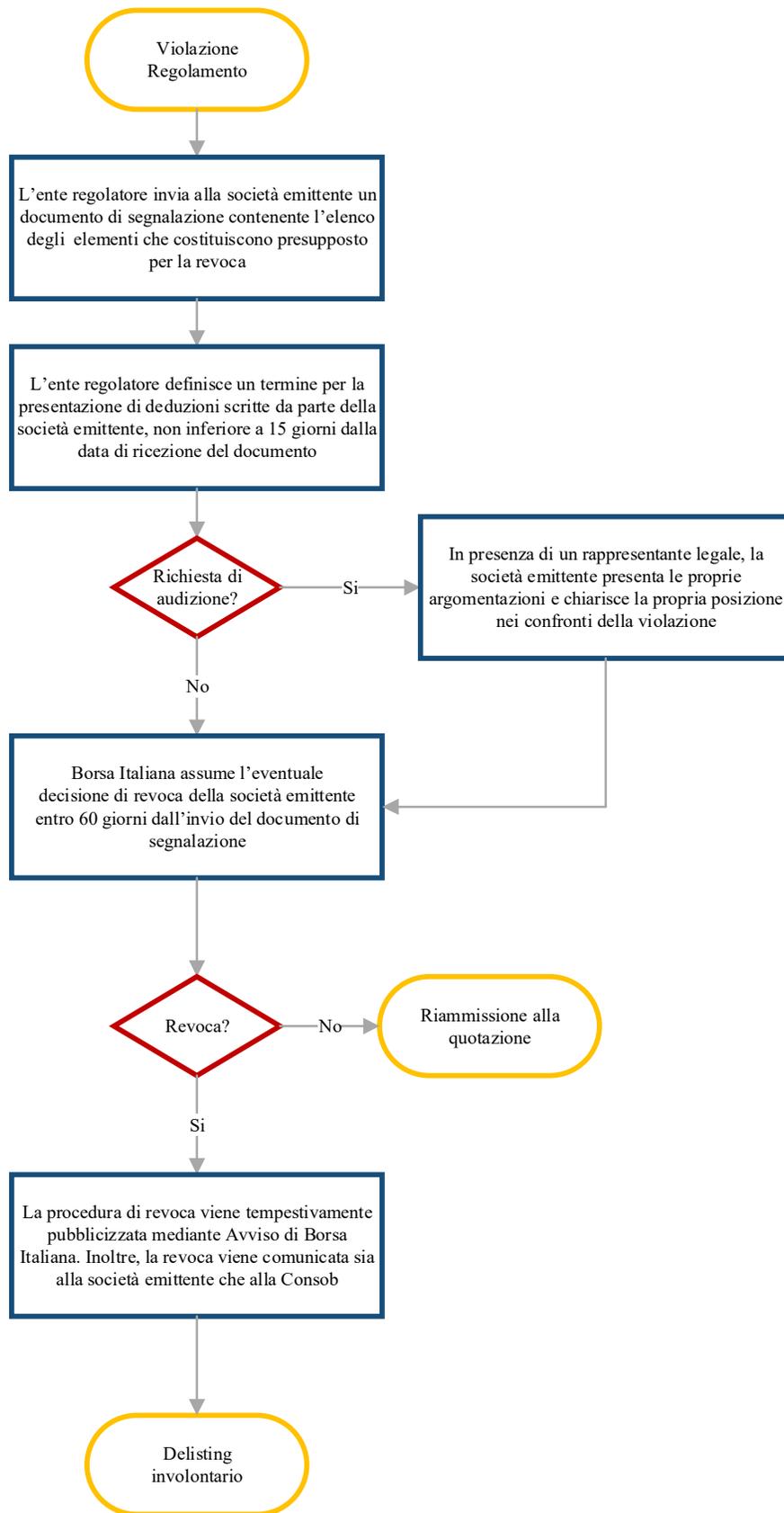


Figura 2 - Procedura delisting involontario Borsa Italiana

### 6.1.3 Trend storici

All'interno della presente sezione sono riportate alcune serie storiche di particolare rilevanza ai fini della discussione del tema del delisting in Italia. In generale, i dati utilizzati per realizzare i seguenti grafici sono stati estratti dagli archivi storici di Borsa Italiana e dai bollettini statistici dei mercati pubblicati con cadenza semestrale dalla Consob.

Per quanto concerne il numero di società quotate sui mercati finanziari di italiani, è possibile fare riferimento all'archivio dei comunicati stampa di Borsa Italiana. Più nel dettaglio, i dati annuali e la suddivisione delle imprese quotate sui diversi mercati finanziari della penisola sono stati collezionati manualmente, a partire dalle informazioni contenute nelle *Review dei mercati* rese note annualmente.

A causa dell'acquisizione di Borsa Italiana da parte dell'infrastruttura paneuropea Euronext, avvenuta nell'aprile 2021, è necessario considerare il 2021 come anno spartiacque per la composizione dei differenti segmenti: tale evento ha, infatti, segnato un cambiamento significativo sia nella denominazione che nella struttura dei mercati finanziari della borsa valori. Si ricorda, pertanto, che, dopo tale data, il Mercato Telematico Azionario (MTA) e l'Alternative Investment Market Italia (AIM Italia) sono stati rispettivamente rinominati in Euronext Milan (EXM) e Euronext Growth Milan (EGM).

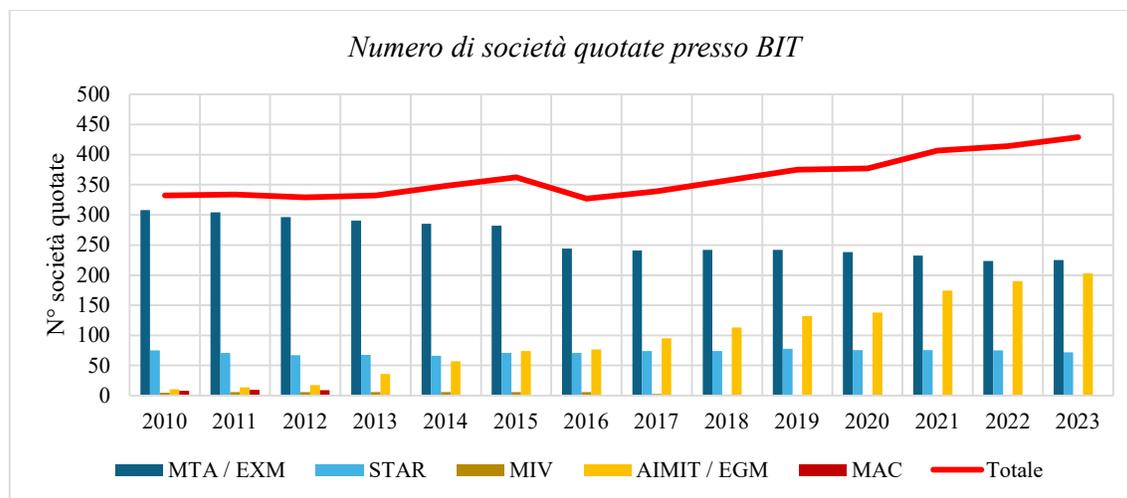
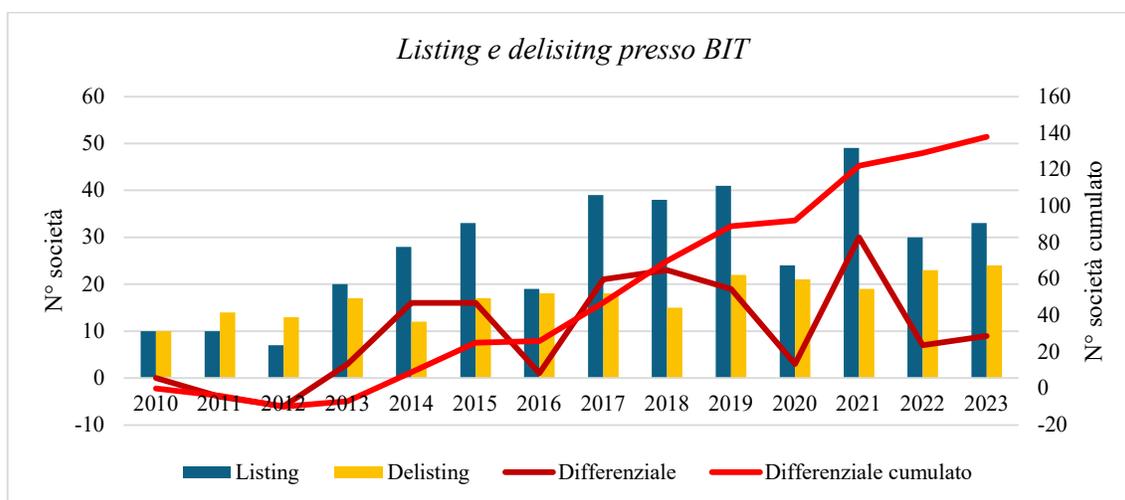


Grafico 13 - Numero di società quotate presso BIT tra il 2010 e il 2023 (dati: Borsa Italiana)

Come si evince dal *Grafico 13*, il numero totale di imprese quotate sui mercati dei capitali italiani presenta un andamento generalmente crescente nel tempo, caratterizzato da un rendimento marginale positivo pressoché costante. Per quanto riguarda il mercato MTA/EXM, si osserva un trend decrescente nel corso dell'intervallo temporale considerato. Più nel dettaglio, la presenza di una brusca variazione in corrispondenza del 2016 potrebbe essere attribuita alla crisi del petrolio, alla

battuta di arresto della crescita cinese o, più probabilmente, al fenomeno della Brexit. Per converso, il segmento STAR di tale mercato non mostra sostanziali variazioni nel corso della finestra di esame. Risulta molto più evidente, invece, la crescita dei mercati alternativi AIMIT/EGM: il numero di società attive all'interno di tali piazze finanziarie è caratterizzato, infatti, da un comportamento assimilabile ad un esponenziale crescente. Tale distribuzione rappresenta, probabilmente, il crescente interesse delle società nei confronti di mercati alternativi, contraddistinti da vincoli meno stringenti e maggiore flessibilità.

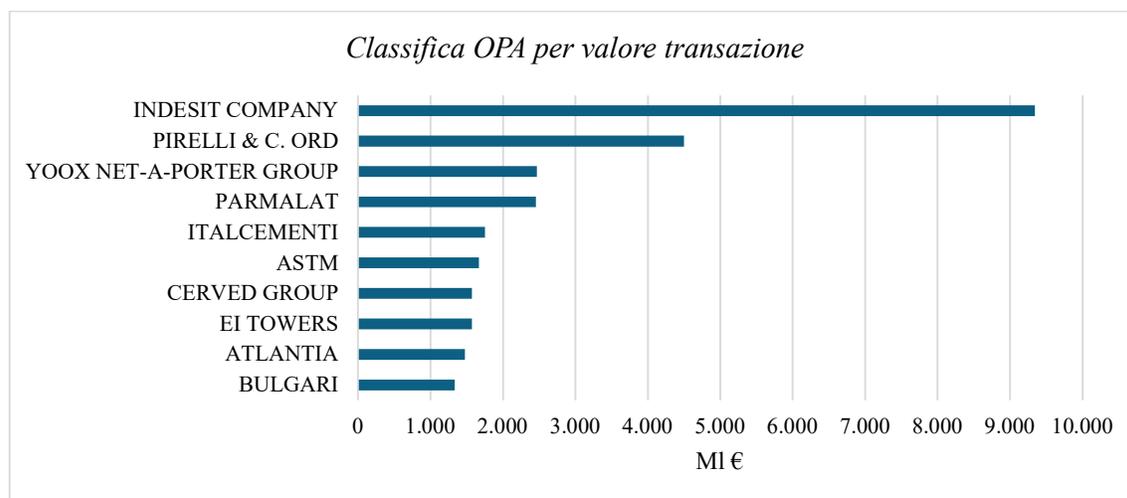
Per valutare con maggiore precisione l'entità del fenomeno del delisting in Italia, è possibile fare riferimento al *Grafico 14*. Più nel dettaglio, la rappresentazione mostra, per ciascun anno della finestra temporale 2010-2023, il numero di nuove imprese entrate nel listino di Borsa Italiana e il numero di società che hanno abbandonato la quotazione, con un dettaglio sull'andamento della differenza tra i due. Inoltre, l'asse verticale destro permette di apprezzare l'andamento cumulato di tale valore differenziale.



*Grafico 14 - Listing e delisting presso BIT tra il 2010 e il 2023 (dati: Borsa Italiana)*

In generale, fino al 2013 e durante il 2016 e il 2020, il numero di listing e delisting risulta contenuto e relativamente bilanciato, con un valore differenziale ridotto. Per tutti gli altri anni dell'intervallo temporale in esame, invece, si osserva una netta prevalenza di nuove quotazioni: durante il 2021, Borsa Italiana ha, infatti, registrato un massimo sia in termini di nuove società quotate che di bilancio netto. Inoltre, dal grafico emerge la presenza di un trend crescente relativo al fenomeno del delisting nel corso degli anni: ad eccezione del 2011 e del 2012, questo risulta sempre ampiamente controbilanciato dal numero di nuove quotazioni. Per concludere, la rappresentazione mette in evidenza l'alternarsi di cicli di crescita e rallentamento, tipico dei mercati azionari.

All'interno del *Grafico 15* è riportata la classifica delle dieci maggiori operazioni di offerta pubblica di acquisto effettuate sul mercato finanziario italiano tra il 2010 e il 2023, ordinate per valore complessivo della transazione. Più nel dettaglio, i seguenti dati fanno riferimento alle statistiche storiche relative al mercato primario pubblicate annualmente da Borsa Italiana.



*Grafico 15 - Classifica OPA Borsa Italiana per valore complessivo della transazione (dati: Borsa Italiana)*

Come si può osservare, la classifica risulta ampiamente dominata dall'offerta di acquisto relativa alle azioni Indesit avanzata da Whirlpool Italia Holdings nel 2014. In accordo con quanto riportato nella banca dati della borsa valori, durante l'operazione il gruppo ha acquisito circa il 30% del capitale sociale di Indesit attraverso il pagamento di un corrispettivo pari ad 11 euro ad azione. Ciò ha, quindi, permesso alla società di ottenere una quota di proprietà complessiva pari all'87,78% del totale. Seppur inferiore alla metà del valore complessivo dell'OPA di Indesit, il takeover condotto da Marco Polo Industrial Holding nei confronti della società Pirelli durante il mese di settembre 2015 risulta il secondo più costoso nella finestra temporale 2010-2023. In questo caso, l'offerta volontaria ha raccolto il parere favorevole degli azionisti, permettendo alla holding di acquistare circa 300 milioni di azioni al prezzo unitario di 15 euro. Ad eccezione delle operazioni sopracitate, contraddistinte da elevati importi complessivi, si osservano valori pressoché omogenei per tutte le altre offerte, con una graduale diminuzione lungo il procedere della classifica: ciò suggerisce, quindi, l'esistenza di un panorama di operazioni di acquisizione più omogeneo, caratterizzato da una distribuzione di valore meno concentrata.

In generale, i dati sulle offerte pubbliche di acquisto suggeriscono un andamento pressoché ciclico del fenomeno delle privatizzazioni sul mercato italiano. Rispetto al valore complessivo delle transazioni, si osserva la presenza di alcuni punti di massimo in corrispondenza degli anni 2011, 2014, 2018 e 2021. Dal confronto tra le spezzate del *Grafico 16*, è possibile notare che non si è sempre

manifestata una correlazione diretta tra il numero di OPA e il corrispettivo ammontare totale: sebbene il numero di operazioni concluse nel 2014 non sia stato alto, l'importanza e l'impatto economico dell'OPA condotta nei confronti di Indesit ha contribuito, infatti, a rendere il 2014 un anno atipico in termini di valore complessivo.

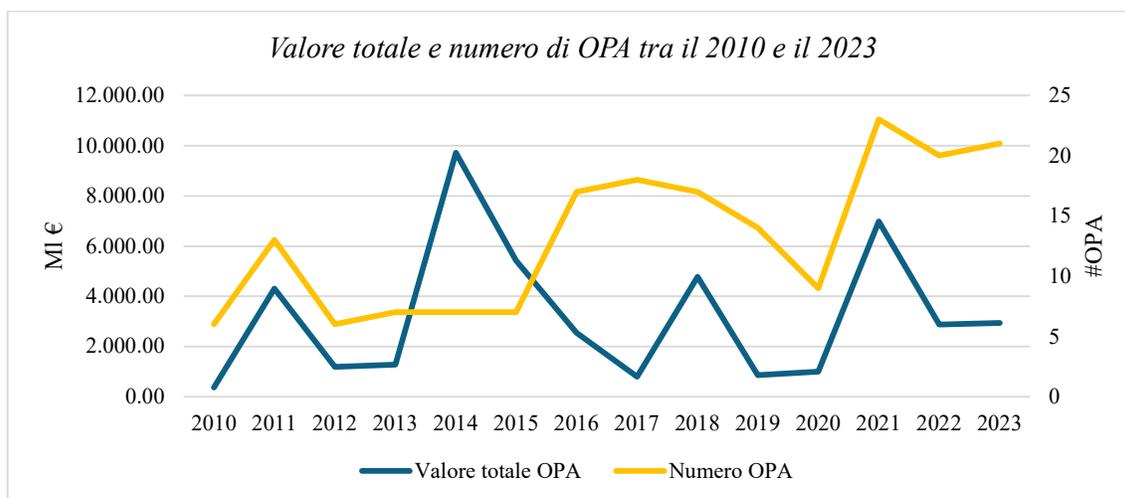


Grafico 16 - Valore totale e numero di OPA in Borsa Italiana tra il 2010 e il 2023 (dati: Borsa Italiana)

Per concludere, la rappresentazione mette in evidenza, oltre all'andamento ciclico, anche la presenza di un trend pressoché crescente del numero di OPA durante il periodo di esame. Ciò potrebbe suggerire che, nel corso degli anni, le offerte pubbliche di acquisto sono diventate uno strumento progressivamente più comune per raggiungere obiettivi strategici, sia per aziende in crescita sia per quelle che cercano di consolidare la propria posizione competitiva.

## 6.2 Caratteristiche del mercato finanziario

Rispetto al panorama finanziario europeo, il mercato azionario italiano presenta una struttura unica in termini di composizione, concentrazione della proprietà e controllo familiare. La borsa valori italiana è caratterizzata da un tessuto imprenditoriale eterogeneo, composto sia da grandi aziende storiche che da piccole e medie imprese (PMI) altamente innovative: è proprio in tale contesto, infatti, che società consolidate e leader di settore, come quelle della moda, dell'energia e dei servizi finanziari, convivono con realtà emergenti alla ricerca di capitali per sostenere la propria crescita.

Il presente paragrafo ha l'obiettivo di presentare una panoramica delle principali peculiarità delle società quotate presso il mercato finanziario italiano: di seguito, sono riportati alcuni approfondimenti relativi alle dimensioni, all'età, alla concentrazione della proprietà e all'identità dell'azionista di maggioranza, ma anche alla presenza di investitori istituzionali e alle motivazioni che spingono le società ad accedere alla borsa valori nazionale.

### 6.2.1 Prospettive della quotazione

Per quanto concerne le prospettive economiche e sociali associate alla decisione di accedere alla quotazione, è possibile fare riferimento ai risultati empirici ottenuti da Carpenter e Rondi nell'articolo intitolato *Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms*. Al fine di determinare le peculiarità delle società quotate presso la borsa valori italiana, i ricercatori hanno confrontato un insieme di 57 imprese manifatturiere coinvolte in processi di offerta pubblica iniziale tra il 1977 e il 1997 con un campione di società statunitensi quotate tra il 1981 e il 1997 (Carpenter & Rondi, 2006): a riguardo, il *Grafico 17* riassume le differenze in termini di tasso mediano di crescita degli asset totali, del capitale fisso, delle vendite e del numero di dipendenti tra i due mercati.

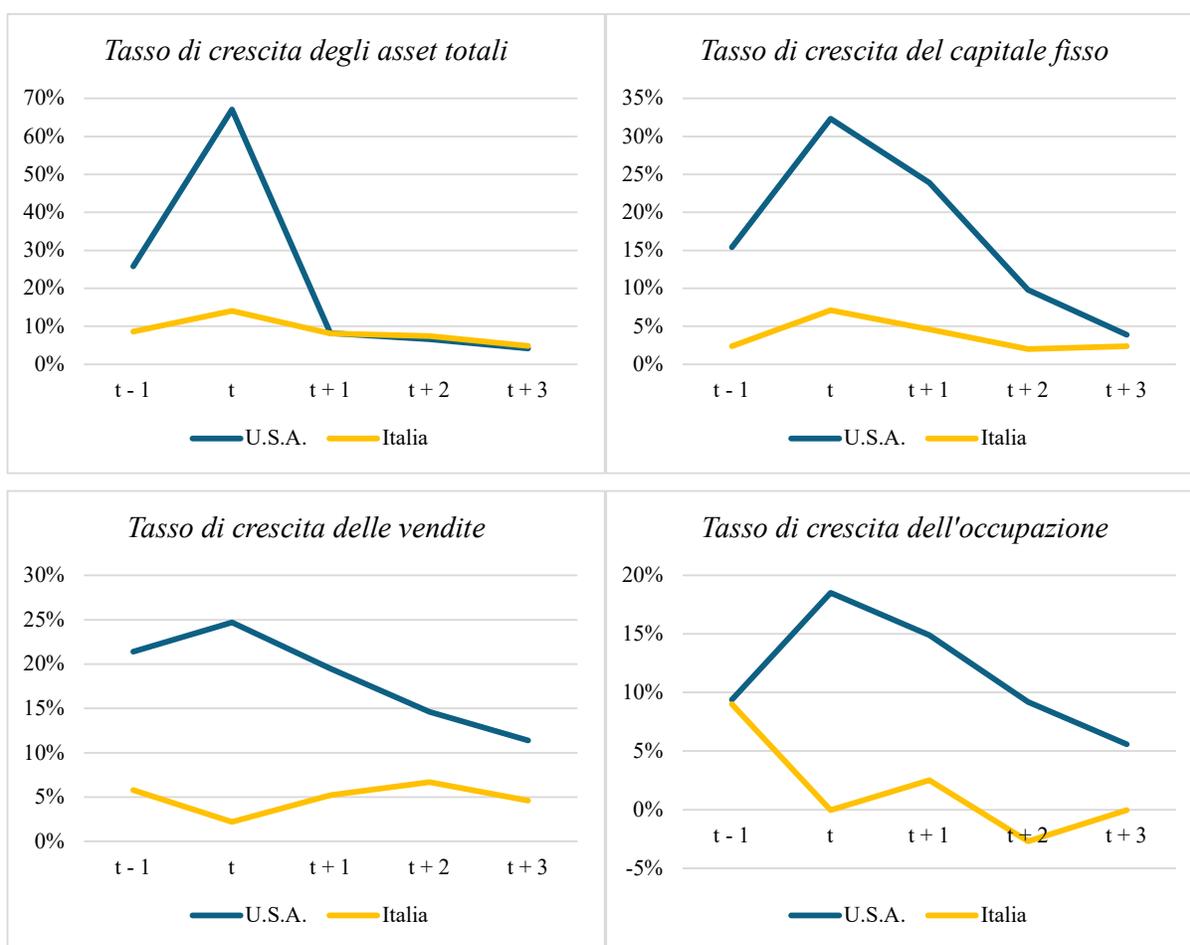


Grafico 17 - Confronto IPO tra società italiane e statunitensi (Carpenter & Rondi, 2006)

I dati storici suggeriscono che, rispetto alle società italiane, le imprese quotate presso i mercati finanziari statunitensi registrano una notevole crescita in termini di asset totali (+67%), capitale fisso (+32,3%), vendite (+24,7%) e occupazione (+18,5%) in corrispondenza dell'anno di ammissione alla borsa. Più nel dettaglio, gli autori suggeriscono che la rapida crescita in termini di capitale permette

alle aziende quotate presso i mercati degli U.S.A. di raccogliere numerosi fondi da investire in progetti di espansione.

Per quanto concerne gli asset, il capitale e le vendite, le aziende pubbliche italiane presentano valori di crescita positivi non solo prima della quotazione, ma anche durante l'anno dell'IPO e nel corso dei tre anni successivi. Tuttavia, rispetto alla controparte americana, i valori degli indicatori economici domestici sono caratterizzati da percentuali significativamente inferiori. Inoltre, il tasso di crescita dell'occupazione evidenzia un potenziale effetto negativo della negoziazione dei titoli sul numero di occupati: l'andamento generale suggerisce la presenza di una tendenza decrescente che determina il raggiungimento di valori mediani negativi a partire dal secondo anno successivo all'ingresso sulla borsa valori (Carpenter & Rondi, 2006).

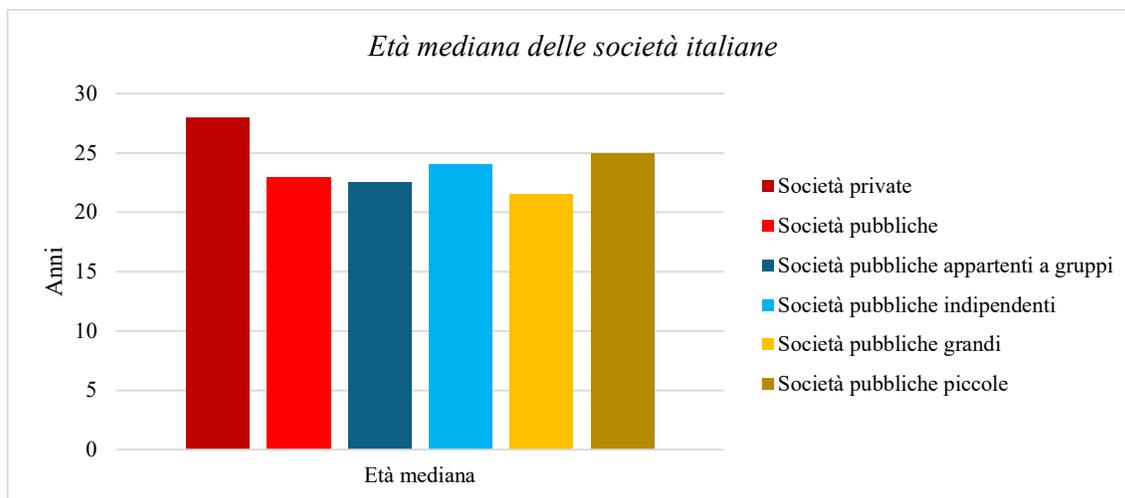
In generale, i risultati ottenuti dai docenti evidenziano la presenza di profonde differenze sia nell'approccio ai mercati finanziari che nelle rispettive opportunità di crescita. Riguardo ciò, la capacità delle società americane di ottenere un rapido incremento degli asset e degli investimenti post-IPO suggerisce un contesto finanziario più favorevole a sostenere la crescita e l'espansione aziendale. Di contro, le condizioni del mercato azionario italiano possono suggerire, oltre all'esistenza di una struttura estremamente peculiare, anche la presenza di possibili ostacoli legati alla disponibilità di capitali e alla propensione degli investitori a sostenere piani di crescita strategici.

### *6.2.2 Dimensione ed età*

La pubblicazione di Carpenter e Rondi può risultare particolarmente utile ai fini della definizione delle caratteristiche dimensionali e di età anagrafica delle società quotate presso la borsa valori italiana. In accordo con quanto affermato dai ricercatori, le società nazionali che accedono per la prima volta al mercato dei capitali sono caratterizzate da dimensioni maggiori rispetto alle corrispettive statunitensi: al momento dell'offerta pubblica iniziale, le aziende italiane tendono ad avere una forza lavoro significativamente maggiore, con un numero di dipendenti che può risultare fino a quattro volte superiore. Limitando l'analisi al campione domestico, i risultati ottenuti dai docenti evidenziano come le imprese coinvolte in processi di IPO presentano dimensioni significativamente maggiori rispetto alle società private operanti nei medesimi settori. Più nel dettaglio, le aziende pubbliche sono caratterizzate da un livello di vendite superiore di circa il 60% maggiori, ma anche dal doppio degli asset totali e da un numero mediano di dipendenti superiore di quasi 200 unità (Carpenter & Rondi, 2006).

In termini anagrafici, le statistiche calcolate sui campioni domestici indicano che le aziende che decidono di quotarsi tendono generalmente ad avere meno anni di attività rispetto a quelle che

rimangono private. Tuttavia, esistono differenze significative a seconda della struttura di governance o delle dimensioni che contraddistinguono le imprese analizzate: il *Grafico 18* riassume i valori mediani di età delle imprese italiane analizzate dai ricercatori.



*Grafico 18 - Età mediana delle società quotate italiane (Carpenter & Rondi, 2006)*

Il fatto che le società private abbiano un'età mediana maggiore rispetto alle società quotate conferma la tendenza delle imprese italiane a rimanere private per un lungo periodo prima di valutare l'opzione della quotazione in borsa. Per quanto riguarda la struttura di governance, emerge che le aziende appartenenti a gruppi risultano relativamente più giovani rispetto a quelle indipendenti. In termini di dimensioni, invece, sembra che le società grandi (fatturato superiore a 40 miliardi di lire italiane) tendono a essere leggermente più giovani rispetto alle controparte al momento della quotazione (Carpenter & Rondi, 2006).

### *6.2.3 Concentrazione della proprietà*

In generale, il mercato finanziario nazionale è fondato sui principi di stabilità e radicamento territoriale: a riguardo, i dati storici indicano che la proprietà delle società quotate è spesso concentrata nelle mani di pochi azionisti o di famiglie fondatrici, le quali mantengono un'influenza dominante sia sulla governance aziendale che sulle decisioni strategiche. Secondo quanto affermato nel *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane*, redatto dalla Consob con cadenza annuale, le statistiche del mercato del controllo societario risultano estremamente stabili nel corso del tempo. A riguardo, il *Grafico 19* presenta la scomposizione del valore medio del capitale ordinario con diritto di voto detenuto dagli azionisti delle società listate presso i mercati regolati dalla Consob. Come si evince dalla rappresentazione, gli azionisti di maggioranza delle imprese quotate in Italia detengono una quota sociale considerevole durante l'intervallo di riferimento. La presente percentuale risulta inferiore al 50%, ma appare sufficiente a garantire il mantenimento del controllo aziendale: il fatto

che l'andamento della percentuale di controllo replichi quasi esattamente l'area associata alla percentuale di proprietà degli azionisti di maggioranza suggerisce che, per la maggior parte del periodo analizzato, tali soggetti detengono il controllo effettivo delle società quotate italiane. Per quanto riguarda le altre categorie rappresentate nel grafico, la voce "Altri azionisti rilevanti" fa riferimento a proprietari che detengono una quota partecipazioni tali da essere rilevanti per la governance e il potere decisionale, ma che risulta inadeguata se considerata singolarmente per l'ottenimento della maggioranza assoluta o l'esercizio di un'influenza dominante. La serie "Mercato", invece, rappresenta la quota di proprietà dispersa e include tutte le partecipazioni liberamente negoziate sulla borsa valori. L'andamento storico della percentuale associata a tale categoria presenta un aumento in corrispondenza del 2023. Tuttavia, il cambiamento nella distribuzione delle quote non sembra essere accompagnato da modifiche nel comportamento della partecipazione di controllo: ciò potrebbe suggerire l'esistenza di una strategia volta ad aumentare la liquidità del titolo o ad attrarre nuovi investitori, senza, però, determinare la perdita del controllo da parte del primo azionista.

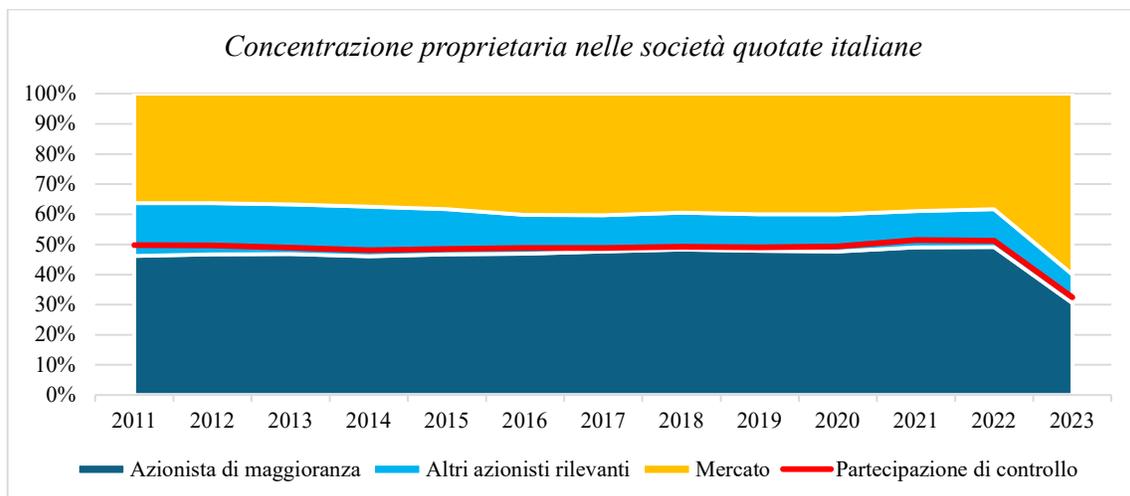


Grafico 19 - Concentrazione proprietaria nelle società quotate italiane (dati: CONSOB)

#### 6.2.4 Identità dell'azionista di maggioranza

Per quanto concerne l'identità dell'azionista di maggioranza, il *Grafico 20* sottolinea come il mercato finanziario italiano risulti estremamente stabile nel corso del tempo. In generale, oltre il 60% delle società quotate è caratterizzato da partecipazioni di controllo detenute da individui legati da vincoli familiari: ciò suggerisce, quindi, che la maggioranza delle imprese quotate italiane basa sia controllo che gestione su rapporti di tipo familiare, anche dopo l'ingresso in borsa. Secondo quanto affermato dalla Consob all'interno delle pubblicazioni periodiche, infatti, tale modello societario risulta essere il più diffuso e peculiare in Italia. Per quanto concerne la quota associata allo stato e agli enti locali, invece, si osserva, a partire dal 2014, un trend in crescita: durante il 2023, tali soggetti hanno rivestito

il ruolo di azionista di maggioranza in circa il 12% delle imprese presenti nel listino di Borsa Italiana. In generale, questa condizione suggerisce il rafforzamento del ruolo pubblico, soprattutto all'interno di settori strategici quali infrastrutture, trasporti, energia e difesa. In termini di istituzioni finanziarie, si osserva un andamento pressoché variabile della presenza di tali soggetti in ruoli di maggioranza: il grafico evidenzia, infatti, la presenza di una percentuale minima del 2,4%, in corrispondenza del 2023, e una massima del 6,1%, registrata nel 2017. L'andamento altalenante, seppur contenuto, potrebbe essere sintomo di una ridotta propensione a mantenere partecipazioni di controllo a lungo termine nelle società quotate da parte delle istituzioni finanziarie. La categoria "Misto" include aziende non riconducibili a quelle controllate in maniera univoca da famiglie, stato ed enti locali o istituzioni finanziarie: fanno parte del gruppo misto, ad esempio, le società governate in maniera congiunta da differenti tipologie di investitori attraverso patti parasociali. Nel complesso, tale classe di azionisti di maggioranza ha registrato un progressivo declino fino al raggiungimento di una porzione minima del 3% tra il 2017 e il 2018. Durante gli anni successivi, si è osservata una leggera espansione della categoria, culminata con il raggiungimento di una nuova percentuale massima del 4,8% nel 2023. Infine, la serie "No UCA" comprende tutte le imprese caratterizzate da controllo disperso, ossia dall'assenza di uno o più azionisti di maggioranza univocamente definiti. Con valori poco inferiori al 20%, questa rappresenta la seconda categoria più rilevante in termini di identità dell'azionista di maggioranza nelle società quotate italiane. Rispetto ai mercati dei paesi common law, l'andamento pressoché stabile dei tale forma di azionariato diffuso suggerisce l'assenza di una crescita significativa del modello di controllo disperso all'interno della borsa valori italiana durante il periodo in esame.

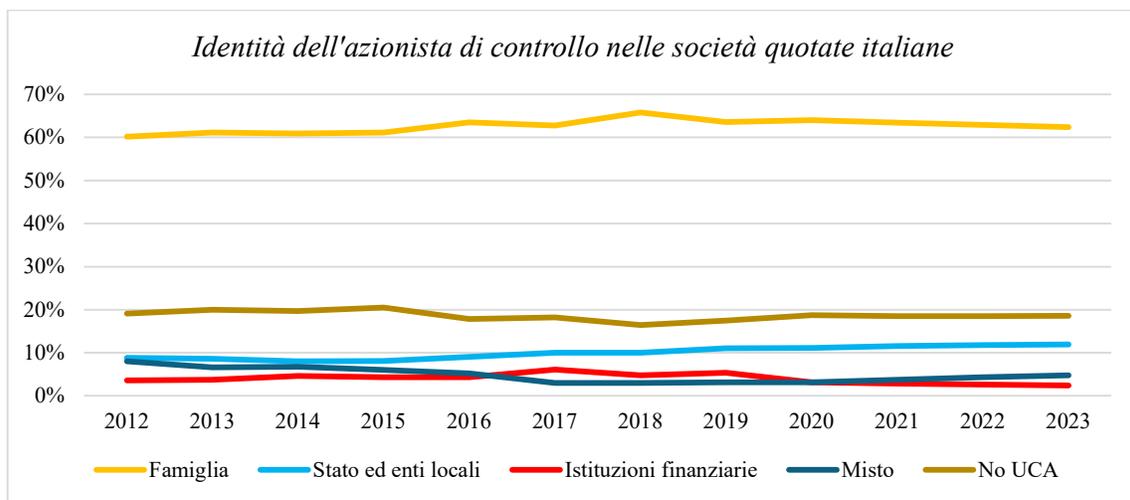


Grafico 20 - Identità dell'azionista di controllo nelle società quotate italiane (dati: CONSOB)

### 6.2.5 Ruolo degli investitori istituzionali

Un'ulteriore caratteristica del mercato azionario italiano è rappresentata dalla limitata presenza di investitori istituzionali domestici: rispetto ai mercati degli U.S.A. o del Regno Unito, in cui gli investitori istituzionali nazionali ricoprono un ruolo estremamente rilevante, la borsa valori italiana è contraddistinta da un numero ridotto di operatori appartenenti a tale categoria. Il *Grafico 21* indica, infatti, che la corrispondente percentuale ha subito un progressivo declino nel corso del periodo in esame, con il raggiungimento di un valore stabile corrispondente a circa l'8% negli ultimi tre anni. In generale, la spezzata corrispondente alla presenza di investitori istituzionali sia italiani che esteri suggerisce l'esistenza di un comportamento ciclico. A questo, si associa la presenza di un trend debolmente negativo associato ad una contenuta diminuzione dell'attrattività del mercato azionario italiano.

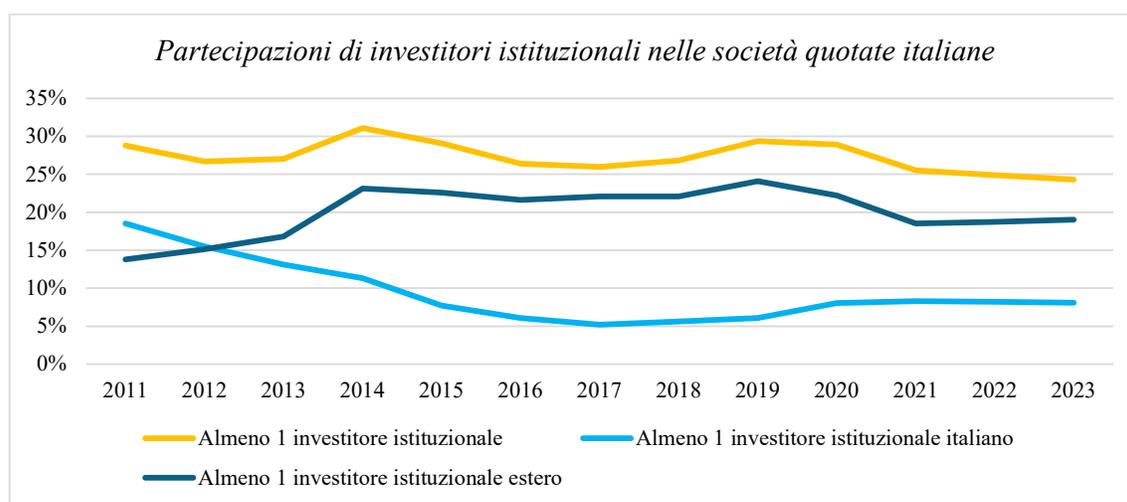


Grafico 21 - Partecipazioni di investitori istituzionali nelle società quotate italiane (dati: CONSOB)

Per completezza, si segnala che la Consob considera investitori istituzionali i fondi di investimento e pensione, le banche, le imprese di assicurazione e tutti gli enti previdenziali soggetti agli obblighi di comunicazioni previsti dalla corrispondente normativa e la cui quota di partecipazione risulta inferiore al 10%. Con l'intento di rendere comparabili i dati durante il corso evolutivo dei regolamenti italiani, le partecipazioni degli asset manager (esclusi gli enti previdenziali), private equity e venture capital sono state incluse solamente se superiori al 5%. Gli investitori esteri, invece, sono stati considerati esclusivamente se la rispettiva quota di partecipazione appare superiore alla soglia di comunicazione del 3% stabilita dal decreto legislativo n. 25 del 15 febbraio 2016.

### 6.2.6 Epilogo riassuntivo

In conclusione, rispetto al contesto internazionale, il mercato finanziario italiano è contraddistinto da una struttura proprietaria fortemente concentrata e caratterizzata dalla predominanza di azionisti di controllo di tipo familiare. Tale assetto, radicato nella storia economica e culturale del Paese, fa sì che numerose imprese quotate mantengano una struttura di governance tradizionale, in cui le famiglie fondatrici o gruppi familiari sono in grado di esercitare un'influenza decisiva sia sulle scelte strategiche che sulla governance aziendale. I dati storici confermano che, in un'elevata percentuale di aziende, i legami familiari consentono di esercitare un controllo stabile e diretto agli azionisti di maggioranza. Di contro, tale contesto può risultare controproducente in quanto possibile causa di limitazione nei confronti di modelli più innovativi e diversificati. Ne segue, quindi, che il modello di proprietà dispersa, tipico dei paesi anglosassoni, trova poco spazio sui mercati finanziari italiani: in tale contesto, infatti, questo risulta sovrastato da un approccio più conservatore e centralizzato. Inoltre, la presenza di investitori istituzionali appare del tutto marginale rispetto a quella osservabile in mercati più globalizzati, contribuendo sia a rendere la borsa valori italiana meno permeabile ai capitali internazionali che meno soggetta alle fluttuazioni tipiche dei mercati ad azionariato frammentato.

### 6.3 Natura del fenomeno delisting

Seppur bilanciato da un crescente numero di nuove quotazioni, negli ultimi anni il fenomeno del delisting italiano ha suscitato un interesse crescente a causa dell'impatto significativo che tale processo può assumere sia sull'attrattività e sulla competitività del mercato finanziario nazionale. Come anticipato, la scelta delle società quotate di abbandonare il listino di borsa può essere motivata da fattori quali gli elevati costi di compliance, le rigorose norme di trasparenza e la costante esigenza di alleviare la pressione degli investitori istituzionali sui risultati a breve termine. Inoltre, il delisting nel contesto italiano può riflettere il desiderio di numerosi azionisti di controllo, spesso legati a famiglie o gruppi ristretti, di recuperare una maggiore autonomia gestionale e flessibilità strategica attraverso il ritorno al capitale privato. L'obiettivo del presente paragrafo è, quindi, quello di presentare alcune evidenze empiriche accademiche in merito alle determinanti del fenomeno, alle strategie adottate dai promotori del delisting e alle conseguenze economiche sul panorama italiano.

#### 6.3.1 Applicabilità delle teorie causali

All'interno dell'articolo intitolato *Key Factors in Delisting Process in Italy: Empirical Evidence*, Tutino et al. analizzano l'impatto di un insieme di variabili sulla probabilità di delisting delle società quotate presso la borsa valori italiana, con l'intento di individuare dinamiche potenzialmente comuni ai processi di privatizzazione internazionali. Nel complesso, i ricercatori hanno analizzato un

campione di 53 delisting volontari avvenuti lungo un arco temporale di undici anni, compreso tra il 2001 e il 2011. Secondo quanto affermato dagli autori, tali eventi rappresentano circa il 55% della totalità degli episodi di delisting avvenuti nella medesima finestra temporale. L'obiettivo dello studio condotto da Tutino et al. è stato quello di esplorare se le principali teorie in tema di delisting potessero essere confermate anche per il contesto finanziario dei mercati azionari italiani. In generale, sono state esaminate le seguenti ipotesi causali:

- *Free Cash Flow*

In accordo con quanto affermato dalla teoria formulata da Jensen (Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, 1986), Tutino et al. ipotizzano che, anche per le società quotate italiane, la dimensione dei flussi di cassa liberi sia correlata positivamente alla probabilità di delisting volontario.

- *Struttura del capitale*

Gli autori analizzano l'impatto della struttura del capitale sulla decisione di privatizzazione aziendale attraverso variabili come il rapporto di indebitamento, la varianza della distribuzione casuale dell'EBIT e l'ammontare di tasse corrisposte all'erario. Per quanto concerne le prime due variabili e l'ultima, Tutino et al. assumono rispettivamente un'influenza negativa e positiva sulla probabilità di delisting volontario.

- *Riduzione dei benefici della quotazione*

Tale ipotesi si fonda sulla Corporate Life Cycle Theory (Burghof & Schilling, 2003), secondo cui il delisting può rappresentare una scelta strategica che può facilitare il passaggio tra fasi del ciclo di vita aziendale e consentire un adattamento più efficace alle esigenze specifiche di ciascun periodo. Per valutare la riduzione dei benefici della quotazione, Tutino et al. analizzano la significatività di variabili quali il tasso di crescita delle vendite, il tasso occupazionale, il ROE, gli asset totali e il margine EBITDA.

- *Sottovalutazione*

Secondo gli autori, se la capitalizzazione di mercato, il rapporto tra valore di libro e valore di mercato e il multiplo delle vendite delle società quotate italiane presentano livelli ridotti, allora esiste un incentivo sia per gli insider che per gli outsider a privatizzare la società pubblica.

- *Politiche dei dividendi*

Infine, le politiche dei dividendi, valutate sulla base del rendimento, degli eps e del tasso di payout, possono rappresentare un segnale di conflitto di interessi tra azionisti e management: in accordo con Tutino et al., potrebbe esistere una correlazione tra tali variabili e la probabilità di abbandono volontario della quotazione.

Attraverso il confronto dell'insieme delle imprese delistate con un campione di controllo costituite da 106 società che hanno mantenuto lo stato di quotazione, i ricercatori hanno applicato il metodo della massima verosimiglianza per la stima della probabilità di abbandono della borsa (modello Logit).

I risultati empirici ottenuti dallo studio sono riassunti all'interno della *Tabella 9*.

Ipotesi	Variabile esplicativa	Relazione ipotizzata con probabilità di delisting	Relazione empirica
Free Cash Flow	Cash Flow	Positiva	Non Significativa
	Liquidità	Positiva	Non Significativa
	Tobin Q	Positiva	Negativa
	Free Cash Flow	Positiva	Positiva
Struttura del capitale	Leva finanziaria	Negativa	Non Significativa
	Varianza EBIT	Negativa	Non Significativa
	Tasse	Positiva	Non Significativa
Riduzione dei benefici della quotazione	Crescita delle vendite	Negativa	Positiva
	Crescita dell'occupazione	Negativa	Negativa
	Profittabilità	Negativa	Non Significativa
	Equity	Negativa	Non Significativa
	Asset totali	Negativa	Non Significativa
	Margine EBITDA	Negativa	Non Significativa
Sottovalutazione	Market to book	Negativa	Non Significativa
	Multiplo delle vendite	Negativa	Non Significativa
	Capitalizzazione	Negativa	Non Significativa
Politica dei dividendi	Rendimento da dividendi	Positiva	Non Significativa
	Dividendi per azione	Positiva	Negativa
	Pay-out	Positiva	Negativa

*Tabella 9 - Evidenze empiriche di episodi di delisting volontario nel contesto italiano (Tutino, Panetta, & Laghi, 2013)*

Come si può osservare, molte ipotesi formulate dai docenti non trovano completo riscontro nelle evidenze empiriche italiane emerse in seguito all'applicazione del modello Logit. Per quanto concerne la teoria dei FCF, soltanto le variabili associate al flusso di cassa libero e all'indicatore Tobin Q risultano statisticamente significative. In particolare, i risultati indicano che tali variabili assumono, rispettivamente, un impatto positivo e negativo (rispetto a quanto ipotizzato, il Tobin Q presenta segno opposto) sulla probabilità di delisting. In termini di struttura del capitale e sottovalutazione, le imprese del campione non presentano alcuna significatività nei confronti delle metriche utilizzate dai ricercatori. In merito alla teoria relativa alla riduzione dei benefici della quotazione, Tutino et al. hanno riscontrato che un aumento delle vendite può rappresentare un incentivo ad abbandonare la borsa. Di contro, una crescita del tasso di occupazione può assumere un impatto negativo sulla probabilità di delisting. Infine, risultati empirici associati all'ipotesi sulla politica dei dividendi suggeriscono che i dividendi per azione e il payout ratio risultano correlati negativamente a tale eventualità.

A livello di statistiche descrittive, il campione di società privatizzate risulta composto principalmente da imprese di piccole dimensioni che operano in settori maturi contraddistinti da una crescita lenta in termini di tasso di crescita dell'occupazione. Dal confronto con un campione di aziende internazionali, è emerso che le società italiane sono caratterizzate da un elevato fabbisogno di capitali (leva finanziaria significativamente maggiore), ma anche da minore profittabilità e politiche di distribuzione degli utili differenti. Tutino et al. concludono, quindi, che gli iniziatori delle GPTs italiane non sono spinti a trarre vantaggio dallo sfruttamento di risorse economiche inutilizzate, dall'aumento della leva finanziaria tramite LBO né dai guadagni conseguenti dall'acquisizione di una società sottovalutata. Infatti, gli autori sostengono che la decisione di delisting volontario rappresenta, probabilmente, il frutto dell'esigenza di ridefinire la struttura del capitale sociale o il portafoglio aziendale (Tutino, Panetta, & Laghi, 2013).

### *6.3.2 Strategie e conseguenze economiche*

A differenza di alcuni mercati finanziari esteri, in cui le operazioni di privatizzazione hanno l'obiettivo di ridurre i conflitti interni di agenzia, migliorare la governance aziendale e aumentare il valore delle imprese, in Italia il fenomeno del delisting è spesso accompagnato da strategie di tipo "Hit and Run". In generale, tale approccio è adottato dagli azionisti di maggioranza o dai promotori dell'IPO e si basa sulla decisione di ritirare un titolo dalla quotazione poco tempo dopo il suo ingresso sul mercato, non tanto con l'obiettivo di migliorare l'efficienza aziendale o risolvere conflitti di interesse, bensì con l'intento di massimizzare i benefici privati nel breve termine. Inoltre, può accadere che i soggetti promotori del delisting assumano comportamenti noti come "Revolving Door": gli azionisti di maggioranza, avvantaggiati da una migliore stima del valore aziendale, possono decidere di accedere alla quotazione, in momenti di mercato particolarmente favorevoli, con l'intento di realizzare un guadagno significativo attraverso il successivo riacquisto, a un prezzo inferiore, dei titoli degli azionisti di minoranza.

Riguardo il tema delle strategie "Hit and Run" e dei comportamenti "Revolving Door", le analisi econometriche condotte da Pattinoni et al. su un campione di 47 imprese quotate per meno di 10 anni tra 1998 e il 2010 risultano particolarmente esplicative. In particolare, lo studio dei ricercatori si focalizza sui fattori che assumono un impatto rilevante sul rendimento annualizzato logaritmico dalla data dell'IPO alla data dell'offerta pubblica di acquisto (*Adjusted annualized return*), ottenuto dagli azionisti che aderiscono alla privatizzazione. Rispetto all'intero campione, tale variabile non risulta statisticamente significativa e presenta un valore medio e mediano rispettivamente del 1,98% e del 1,54%. Considerando esclusivamente il sottocampione delle imprese che hanno generato rendimenti negativi, l'*Adjusted annualized return* assume percentuali comprese tra il -19,61% e il -0,16%, con

un valore medio e mediano del -14,44% e -9,07% (significativamente diversi da zero). In accordo con quanto affermato dagli autori, rispetto al totale delle società del sottocampione, in ben l'80% dei casi il soggetto iniziatore dell'OPA coincide con il promotore dell'IPO (Pattinoni, Petracci, & Spisni, 2015).

Al fine di quantificare l'ammontare della riduzione di prezzo subita dagli azionisti in caso di delisting dalla borsa valori italiana, Pattinoni et al. hanno analizzato l'influenza delle seguenti variabili indipendenti:

- *Majority shareholder tender offer*

Tale variabile è pari a 1 se l'offerta pubblica di acquisto è lanciata dall'azionista di maggioranza, 0 altrimenti. Analizzando il campione complessivo, i dati rivelano che il 77% delle società ha deciso di ritirarsi dalla quotazione a seguito di un'offerta pubblica di acquisto promossa da un azionista che detiene almeno il 20% del capitale sociale. Gli autori ipotizzano l'esistenza di una relazione negativa tra la presente variabile e l'Adjusted annualized return.

- *Pre-tender offer stake*

La Pre-tender offer stake rappresenta la dimensione della quota di proprietà detenuta dall'azionista di maggioranza nel periodo antecedente all'offerta di acquisto. Anche in questo caso, gli autori sono concordi nell'ipotizzare l'esistenza di una relazione negativa con la variabile dipendente. In termini di concentrazione della proprietà, il valore medio della Pre-tender offer stake (52,16%), risulta in linea con le serie statistiche del *Grafico 19*.

- *% Sale over Total*

Tale variabile rappresenta il rapporto tra il numero di titoli azionari coinvolti nel processo di offerta pubblica di acquisto e il totale delle azioni in circolazione sul mercato azionario. Le statistiche suggeriscono che, nella maggioranza dei casi, le società che hanno adottato una strategia del tipo "Hit and Run" tendono a quotarsi in borsa attraverso la vendita di titoli già esistenti, senza emettere nuove azioni: la stretta relazione tra proprietà e controllo risulta, nuovamente, coerente con le evidenze del *Grafico 19*.

- *Venture-Backed*

Una società è venture-backed in IPO se, prima di diventare pubblica, ha ricevuto finanziamenti da investitori di fondi di venture capital: in tal caso, la dummy Venture-Backed risulta pari a 1, 0 altrimenti. Le statistiche indicano che il 19% delle società del campione risulta essere venture-backed: secondo Pattinoni et al., tale evidenza è riconducibile al limitato sviluppo del mercato finanziario italiano e al fatto che i venture capital italiani preferiscono le IPO piuttosto che le vendite di trading come strategia di uscita dagli investimenti.

- *Log Market Value*

Il logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato delle società al termine dell'anno antecedente a quello di delisting permette di controllare gli effetti legati alla dimensione dell'impresa sull'*Adjusted annualized return*.

- *Market-to-Book Ratio (MTBV)*

Il rapporto tra il valore di mercato e il valore di libro della società, calcolato al termine dell'anno precedente a quello della privatizzazione, rappresenta la variabile di controllo rispetto all'eterogeneità che esiste tra imprese con MTBV elevati e ridotti.

- *Financial industry*

A causa delle caratteristiche uniche che contraddistinguono il settore finanziario da tutte le altre industrie, i ricercatori hanno introdotto una dummy di controllo: tale variabile è pari ad 1 se la società del campione appartiene al settore finanziario, 0 altrimenti.

- *1997-2001 e 2007-2009*

L'introduzione delle presenti dummy permette di valutare l'effetto della bolla delle dot-com e della crisi finanziaria rispettivamente sui rendimenti degli azionisti delle società italiane delistate tra il 1997 e il 2001 (17% del campione) e tra il 2007 e il 2009 (36% del campione).

- *Pre-IPO Stake*

La quota di proprietà detenuta dall'azionista di maggioranza nel periodo antecedente all'IPO permette di catturare la possibile influenza della concentrazione di proprietà rispetto alla dimensione dello sconto sul prezzo richiesto agli outsider.

L'analisi del campione ha permesso a Pattinoni et al. di ottenere i risultati empirici riportati all'interno della *Tabella 10*.

Variabile	Relazione	Significatività	Importanza relativa
Majority Shareholder tender offer	-	1%	4%
Pre-tender offer stake	-	1%	11%
% Sale over Total	+	Non Significativa	4%
Venture-Backed	+	Non Significativa	4%
Log market value	+	5%	10%
MTBV	+	Non Significativa	11%
Financial	-	5%	3%
1999-2001	-	1%	10%
2007-2009	+	Non Significativa	3%
Pre-IPO Stake	+	Non Significativa	8%

*Tabella 10 – Determinanti del ritorno economico corrisposto agli azionisti di minoranza*

I risultati ottenuti dai ricercatori indicano che il rendimento corrisposto agli azionisti in caso di delisting risulta più contenuto quando l'offerta pubblica di acquisto è promossa dall'azionista di

maggioranza o quando l'assetto proprietario è altamente concentrato. Secondo gli autori, la combinazione di entrambi i fattori favorisce l'insorgere di comportamenti opportunistici: Pattinoni et al. affermano, infatti, che gli azionisti di maggioranza italiani decidono di quotare la propria azienda in borsa per trarre vantaggio delle condizioni di mercato favorevoli, salvo poi procedere con il delisting del titolo qualora i risultati finanziari dell'azienda non si rivelino soddisfacenti. In particolare, tale strategia può rappresentare uno strumento per tutelare gli interessi degli azionisti di maggioranza, a scapito di quelli di minoranza. Per quanto concerne la dimensione dell'azienda, le evidenze empiriche suggeriscono che le società italiane caratterizzate da un'elevata capitalizzazione di mercato rappresentano una scelta più "sicura" per gli azionisti di minoranza: in accordo con quanto affermato dai ricercatori, tale tipologia di azienda è associata a livelli di profittabilità superiori a causa sia della maggiore capacità di limitare le attività di tunneling che dell'elevata pressione esercitata dai media e degli analisti finanziari. In termini di settore di appartenenza, gli investitori delle società finanziarie registrano un rendimento annualizzato rettificato statisticamente inferiore rispetto a quelle operanti in altre industrie.

Il calcolo dell'importanza relativa di ciascuna variabile è stato determinato applicando l'indicatore LGM al modello econometrico. In generale, il regressore a cui è associata la più alta quota di varianza spiegata è rappresentato dalla quota di proprietà detenuta dall'azionista di maggioranza prima dell'IPO. Nel complesso le variabili principali e quelle di controllo sono in grado di spiegare, rispettivamente, il 23% e il 45% della varianza totale del fenomeno.

Pattinoni et al. concludono che, generalmente, le strategie di "Hit and Run" e "Revolving Door" risultano estremamente dannose in quanto determinano un aumento dell'incertezza e del rischio percepito dagli investitori, oltre che del costo del capitale. Per ridurre la severità di tali problematiche, gli autori suggeriscono al legislatore italiano di ridisegnare la normativa sullo squeeze-out attualmente vigente e di valutare con maggiore selettività le aziende che intendono accedere al mercato finanziario italiano. Tra le proposte specifiche, i ricercatori evidenziano la necessità di definire un periodo minimo di permanenza in borsa e di imporre un prezzo minimo di OPA superiore al prezzo di IPO, oltre che bilanciare i requisiti per la quotazione (Pattinoni, Petracchi, & Spisni, 2015).

#### **6.4 Diritti e obblighi degli azionisti**

Per completare la panoramica sul fenomeno del delisting nel contesto italiano, può risultare interessante approfondire alcuni aspetti normativi legati alla protezione degli investitori durante l'intero processo di privatizzazione. In generale, il sistema normativo italiano prevede una insieme di garanzie che mirano a tutelare la totalità degli azionisti, con particolare attenzione ai soggetti che si trovano in una posizione di minoranza nel corso delle operazioni di abbandono della quotazione: a

riguardo, è possibile fare riferimento alle disposizioni contenute all'interno del Codice civile, del Testo Unico della Finanza e della Direttiva (UE) 2017/828, oltre che del Regolamento degli emittenti Consob.

Fin dalle prime fasi del processo di delisting, gli azionisti hanno il *diritto di manifestare la propria volontà nei confronti della cancellazione* della quotazione attraverso l'esercizio del voto in sede di assemblea straordinaria. Secondo quanto stabilito dall'articolo 2365 del Codice civile, la delibera che autorizza l'azienda a richiedere il delisting presso l'autorità di regolamentazione del mercato rappresenta una modifica dello statuto societario estremamente rilevante: per tale motivo, il legislatore richiede la presenza in assemblea di almeno la metà del capitale sociale, o la percentuale di maggioranza prevista dallo statuto, e ritiene valida la delibera esclusivamente in presenza del voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato (art. 2368 Cod. civ.). Nonostante il diritto di voto sulla cancellazione dalla quotazione, normalmente gli azionisti di minoranza riscontrano numerose difficoltà nel far valere la propria posizione: la percentuale dei diritti di voto di tali soggetti risulta, infatti, insufficiente ad influenzare significativamente le decisioni assembleari, soprattutto in presenza della struttura proprietaria concentrata tipicamente italiana, in cui la maggioranza del capitale sociale è detenuto da pochi grandi azionisti.

In caso di delibera di delisting da parte dell'assemblea straordinaria, il *diritto di recesso* consente agli azionisti contrari di abbandonare la società e ottenere il rimborso delle proprie azioni (art. 2437 Cod. civ.). Normalmente, tale diritto può essere esercitato entro 15 giorni dall'iscrizione della delibera che legittima la privatizzazione all'interno del registro delle imprese e impone il divieto di vendita dei titoli di proprietà del richiedente: questi sono liquidati direttamente dalla società attraverso il pagamento di un prezzo unitario pari al valore medio delle azioni nei 6 mesi precedenti al delisting.

Secondo quanto stabilito dall'articolo 108 del Testo Unico della Finanza, quando un socio detiene una percentuale dei diritti di voto superiore al 90%, gli azionisti di minoranza hanno il *diritto di vendere le proprie azioni ad un prezzo equo*. In accordo con il comma 4 della presente norma, il corrispettivo è determinato dalla Consob in relazione al prezzo offerto in caso di eventuale offerta precedente, al prezzo medio ponderato nei sei mesi precedenti l'annuncio dell'operazione o al valore stabilito da un esperto indipendente. L'articolo 108 tutela gli azionisti da offerte inferiori al valore reale, ma rischia di non riflettere appieno il potenziale valore futuro della società. Inoltre, quando la percentuale di proprietà risulta compresa tra il 90% e il 95%, gli azionisti di minoranza possono usufruire, su richiesta, del *diritto di sell-out*: il comma 2 tutela gli investitori dal rischio di rimanere bloccati all'interno di una società poco liquida, ma non ammette la possibilità di negoziare il prezzo né le condizioni proposte dall'azionista di maggioranza. In caso di OPA con superamento della soglia

del 95% dei diritti di voto, l'articolo 111 prevede l'obbligo nei confronti degli azionisti residui di vendere le proprie partecipazioni sociali al detentore della maggioranza dei diritti di voto (*squeeze-out*). Tale vincolo è valido esclusivamente entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se e solo se il proponente ha dichiarato l'intenzione di avvalersi del diritto di vendita forzata all'interno del documento di offerta. Sebbene il diritto di squeeze-out permetta l'acquisto unilaterale dei titoli azionari, gli outsider risultano comunque tutelati dal prezzo equo stabilito secondo i criteri di cui sopra.

Se una procedura di privatizzazione non risulta conforme agli obblighi normativi, gli azionisti di minoranza possono far leva sul *diritto all'azione legale* per contestarne la legittimità, sollecitarne l'annullamento o avanzare la richiesta di un risarcimento economico. In tal caso, il Regolamento emittenti Consob consente agli investitori di denunciare potenziali irregolarità attraverso l'invio di una comunicazione documentata contenente i dettagli e le motivazioni della richiesta di intervento. A seguito della constatazione di difformità, l'ente regolatore del mercato può imporre modifiche alle condizioni dell'operazione (ad esempio, adeguamento del prezzo di offerta o superamento dei conflitti di interesse), avviare provvedimenti sanzionatori nei confronti dei promotori del delisting o, in casi più gravi, disporre temporaneamente o permanentemente l'interruzione dell'operazione. Qualora la verifica di conformità non faccia emergere alcuna irregolarità, gli azionisti di minoranza possono comunque esercitare il diritto di ricorrere in giudizio dinanzi al tribunale civile.

Durante l'intero processo di delisting, gli azionisti hanno il *diritto di ricevere informazioni* sulle motivazioni alla base della decisione di abbandonare la quotazione, sulle implicazioni economiche (prezzo di offerta e metodi di determinazione), ma anche sui termini della procedura e sugli effetti sul capitale sociale, sulla governance e sul valore delle azioni. A riguardo, l'articolo 103 del TUF stabilisce che il Consiglio di amministrazione dell'emittente debba diffondere un comunicato contenente i dati utili per l'analisi dell'offerta ed una valutazione degli effetti dell'offerta sull'impresa e sui livelli occupazionali. Per quanto concerne tutti gli obblighi informativi a cui sono sottoposte le società quotate, è possibile fare riferimento al regolamento (UE) n. 596/2014. In accordo con tali norme, le imprese quotate sono tenute a rivelare tempestivamente agli investitori tutte le informazioni privilegiate, in maniera tale da non influenzare sensibilmente il prezzo delle azioni. Inoltre, i regolamenti vietano qualsiasi comportamento volto a manipolare i prezzi degli strumenti finanziari: tale vincolo assume particolare rilevanza nel contesto del delisting, in cui gli insider potrebbero compiere attività di tunneling e influenzare il valore di mercato della società. La Direttiva (UE) 2017/828 riveste particolare importanza in tema di trasparenza societaria in quanto introduce obblighi informativi volti a garantire una comunicazione chiara e, per quanto possibile, completa sul tema

della governance aziendale. In particolare, la direttiva impone alle società quotate di rendere pubbliche le informazioni sulle operazioni con parti correlate, al fine di evitare decisioni che possano avvantaggiare gli insider a scapito degli azionisti di minoranza. Inoltre, tale norma impone alcune pratiche volte a prevenire e gestire i potenziali conflitti di interesse del management, assicurando che gli incentivi e le politiche di remunerazione siano orientati alla massimizzazione del valore aziendale. Infine, la direttiva incoraggia la trasparenza anche da parte degli investitori istituzionali, attraverso la comunicazione delle politiche di coinvolgimento e delle strategie di investimento.

Nonostante le normative attualmente vigenti, il sistema giuridico italiano è caratterizzato da una ridotta attenzione alla tutela dei diritti degli azionisti di minoranza. Tale condizione è parzialmente attribuibile al sistema giuridico di tipo civil law, in cui la protezione degli investitori risulta essere storicamente meno sviluppata rispetto a paesi come U.S.A. e Regno Unito. Negli ordinamenti di tipo common law, infatti, gli investitori sono tutelati in maniera più efficace e dettagliata: la presenza di una regolamentazione stringente rappresenta un forte incentivo alla trasparenza, oltre che uno strumento per contrastare efficacemente l'espropriazione di benefici da parte di pochi soggetti a discapito degli azionisti di minoranza.

## **7. Delisting italiano: analisi empirica del fenomeno**

Completata la panoramica generale sul mercato borsistico nazionale e sulle caratteristiche delle società ivi quotate, all'interno del presente paragrafo è riportata un'analisi empirica del fenomeno del delisting nel contesto italiano. Più nel dettaglio, la presente sezione ha un triplice obiettivo: in primo luogo, codesto lavoro di tesi mira a integrare le informazioni presentate in precedenza attraverso un'indagine statistica volta a identificare le caratteristiche strutturali, finanziarie e operative delle imprese che decidono di abbandonare la quotazione. In secondo luogo, si intende approfondire il ruolo e l'impatto di un insieme di variabili economiche, proprietarie, di mercato e di corporate governance sulla probabilità di delisting dalla borsa valori nazionale. Infine, l'ultimo obiettivo è quello di identificare le variabili che influenzano la durata della permanenza sul mercato regolamentato italiano, attraverso l'implementazione di una Survival Analysis. I risultati ottenuti hanno l'ambizione di contribuire, anche solo in minima parte, al panorama delle attuali ricerche empiriche, oltre che fornire spunti di riflessione sullo studio di un fenomeno tanto rilevante quanto ancora inesplorato.

### **7.1 Composizione del dataset e definizione delle variabili**

Il dataset fornito dalla relatrice è stato ampliato e aggiornato con l'intento di elaborare le statistiche descrittive e sviluppare un modello di regressione logistica quanto più possibile completo e aderente alla realtà. In generale, il panel iniziale risultava composto da 177 società quotate presso Borsa Italiana tra il 2000 e il 2021. Si sottolinea che, a causa del fatto che alcune imprese hanno avviato i processi di quotazione dopo il 2000 e altre hanno abbandonato il mercato prima del 2021, non tutte le società del campione risultano associate a osservazioni temporali ripetute per l'intera durata dell'intervallo. Inoltre, ai fini delle analisi, si è optato per considerare esclusivamente i record corrispondenti agli anni in cui le imprese risultavano effettivamente quotate presso la borsa valori: per tale motivo, sono state trascurate le informazioni relative agli esercizi pre-IPO e post-delisting.

A livello operativo, si è proceduto, in prima battuta, escludendo le imprese operanti nei settori finanziario e immobiliare: in seguito a tale operazione, il numero di società incluse nel panel si è ridotto a 173. Successivamente, sono state introdotte 15 nuove quotazioni avvenute tra il 2015 e il 2023: ciò ha permesso di costituire un campione composto da un totale di 188 imprese e 2.987 osservazioni temporali. Definito l'elenco dei nominativi delle società, sono state aggiornate le variabili ritenute potenzialmente interessanti ai fini dell'analisi. Più nel dettaglio, l'integrazione delle informazioni mancanti relative allo stato patrimoniale, al conto economico e ai flussi di cassa, oltre che ai principali indicatori finanziari, è stata effettuata attraverso la consultazione del database Refinitiv Eikon di Thomson Reuters. Per quanto concerne i dati relativi all'assetto proprietario e alla

corporate governance, sono state combinate le informazioni presenti su Refinitiv Eikon con quelle disponibili presso l'archivio storico online della CONSOB.

All'interno della *Tabella 11* è riportato l'insieme delle variabili utilizzate per l'elaborazione delle statistiche descrittive e delle analisi econometriche. Al fine di confrontare i risultati empirici con quelli emersi dalla rassegna della letteratura, il processo di selezione delle variabili ha incluso gran parte dei regressori comunemente utilizzati per lo studio del fenomeno. Inoltre, nel tentativo di offrire spunti significativi per comprendere meglio le determinanti della decisione di delisting, sono state introdotte variabili nuove o raramente esplorate.

Variabile	Definizione
<i>firm_name</i>	Nome della società
<i>nobs</i>	Numero progressivo dell'osservazione
<i>nfirm</i>	Numero progressivo di società
<i>year</i>	Anno a cui si riferisce l'osservazione
<b>Regressori di Corporate Governance</b>	
<i>control_share</i>	Quota di proprietà dell'azionista di maggioranza
<i>state_own</i>	Booleana: 1 se la società è pubblica; 0 altrimenti
<i>private_own</i>	Booleana: 1 se la società è privata; 0 altrimenti
<i>inst_share</i>	Totale delle quote di proprietà detenute dagli investitori istituzionali
<i>delisting</i>	Booleana: 1 se la società è stata delistata nell'anno; 0 altrimenti
<i>age</i>	Età dell'impresa
<i>CEO_Pres</i>	Booleana: 1 se il CEO è anche presidente del CdA; 0 altrimenti
<i>board</i>	Numero di membri del Consiglio di amministrazione
<i>rem_ind_perc</i>	Percentuale di membri indipendenti nel comitato di remunerazione
<i>dual</i>	Booleana: 1 se la società ha un sistema di voto duale; 0 altrimenti
<i>patti_para</i>	Booleana: 1 se esiste almeno un patto parasociale; 0 altrimenti
<b>Regressori finanziari</b>	
<i>logAsset</i>	Logaritmo del totale delle attività (proxy dimensione aziendale)
<i>fcf_asset</i>	Rapporto tra i Free Cash Flow e il totale delle attività
<i>int_debt_rev</i>	Rapporto tra oneri finanziari e fatturato (proxy stress finanziario)
<i>roe</i>	Return On Equity
<i>roa</i>	Return On Asset
<i>lev_fin</i>	Leva finanziaria, calcolata come rapporto tra debt ed equity
<i>invest_rate</i>	Tasso di investimento, rapporto tra capex e attività fisse
<b>Regressori di mercato</b>	
<i>Tobin_Q</i>	Q ratio, rapporto tra la somma del totale delle attività e dell'equity, al netto della capitalizzazione di mercato, e il totale delle attività
<i>turnover</i>	Rapporto tra il numero totale di azioni e il numero di azioni scambiate nell'anno dell'osservazione (proxy liquidità del titolo azionario)
<i>beta</i>	Esposizione del titolo azionario al rischio sistematico (CAPM)
<i>div_yield</i>	Dividend Yield
<i>pe</i>	Price Earning ratio
<i>sd_roa_3y</i>	Std. Dev. del ROA su 3 anni (proxy volatilità della redditività aziendale)

Tabella 11 - Definizione delle variabili incluse nel dataset

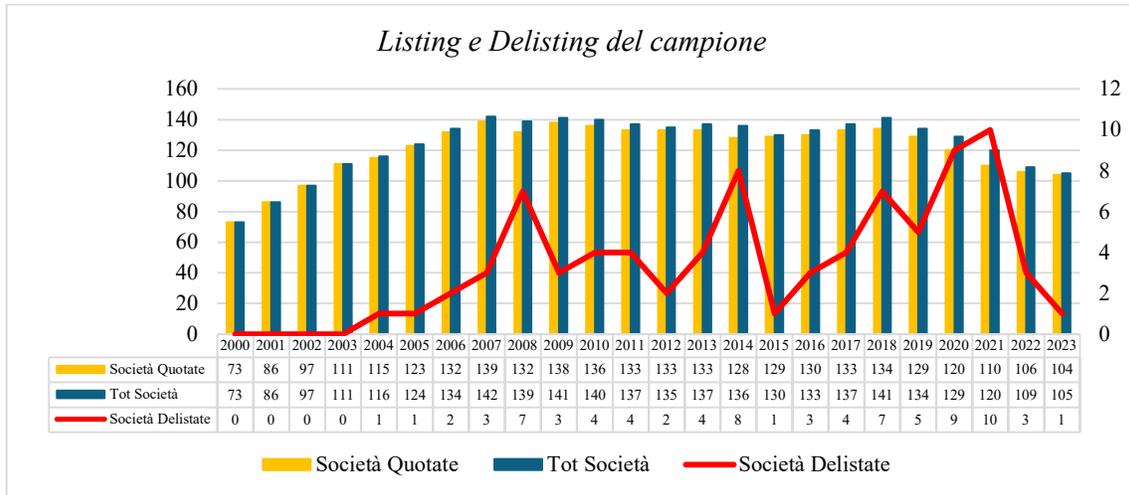
## 7.2 Statistiche descrittive

Al fine di contestualizzare e interpretare meglio le evidenze emerse dalla valutazione econometrica dei fattori determinanti nei confronti della probabilità di delisting, risulta utile analizzare alcune statistiche descrittive ottenute dai gruppi di trattamento e di controllo del campione presentato in precedenza. Tale paragrafo ha, quindi, l'obiettivo di confrontare le caratteristiche delle imprese del dataset con quelle della popolazione descritte nel capitolo *Delisting nel contesto italiano*, oltre che di rintracciare alcuni tratti distintivi delle società che decidono di abbandonare la borsa valori nazionale.

### 7.2.1 Numero di quotazioni e delisting

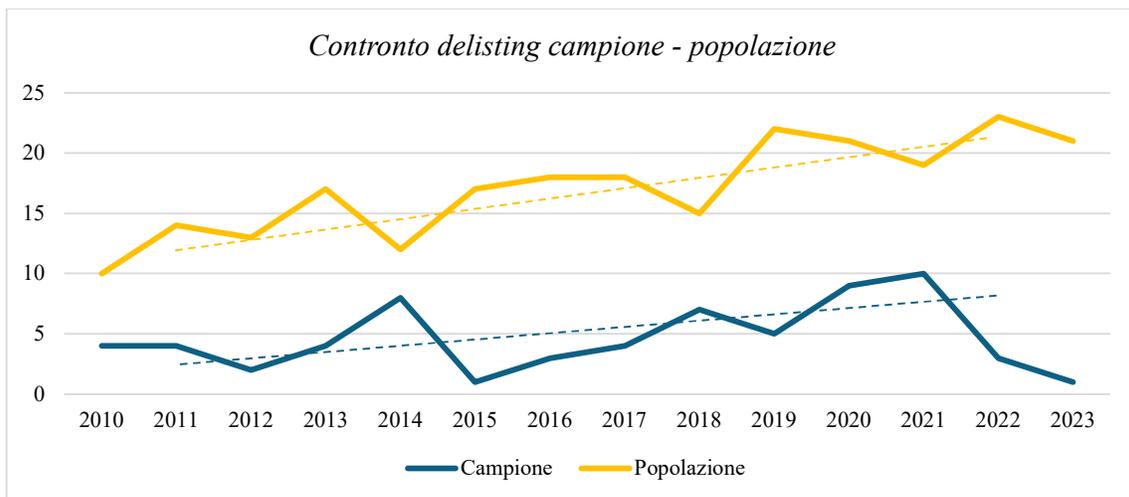
All'interno del *Grafico 22* sono rappresentati gli andamenti storici del numero totale di società incluse all'interno del campione (serie: Tot Società), con un dettaglio sul numero di imprese pubbliche (serie: Società Quotate) e sul numero di società che hanno abbandonato la quotazione (serie: Società Delistate). In generale, tra il 2000 e il 2007 si apprezza un aumento progressivo sia del numero di aziende quotate che di quelle delistate dal mercato finanziario italiano. A tale intervallo temporale segue, poi, un decennio pressoché stabile in termini di numero complessivo di società incluse nel dataset.

A riprova dell'entità crescente del fenomeno del delisting, nel corso dell'intervallo temporale è possibile apprezzare un andamento complessivamente positivo del numero di società che hanno deciso, in maniera volontaria o involontaria, di abbandonare il mercato dei capitali italiano. Seppur limitato alla decina di unità, il numero medio di imprese delistate è passato da 1 nel 2004 a 10 nel 2021, registrando un aumento percentuale corrispondente a circa il +900%. Inoltre, i dati indicano che, negli ultimi sei anni di osservazioni, è concentrato oltre il 42% del totale delle privatizzazioni del campione. Più nel dettaglio, il numero di delisting presenta due punti di massimo locale in corrispondenza del 2008 e del 2014: tali occorrenze potrebbero essere giustificate rispettivamente, dalla crisi finanziaria e dagli effetti della crisi del debito sovrano o dell'intensificazione delle operazioni di M&A, oltre che da maggiori livelli di attrattività del private equity. Per quanto riguarda le altre osservazioni, invece, la serie associata alle società delistate presenta un punto di massimo assoluto in corrispondenza del 2021: a riguardo, il presente picco può essere riconducibile sia agli effetti della pandemia di COVID-19 (che hanno determinato una progressiva diminuzione del numero di società quotate) che all'acquisizione di Borsa Italiana da parte della holding di diritto olandese Euronext, avvenuta nell'ottobre del 2020. Tale operazione potrebbe aver influito sui processi decisionali delle imprese quotate: l'imposizione di vincoli maggiormente stringenti e di nuovi requisiti di conformità, può aver comportato un aumento della complessità regolamentare e operativa nei confronti delle società pubbliche e di quelle private interessate ad accedere al mercato dei capitali.



*Grafico 22 - Listing e Delisting del campione*

Per completezza, il *Grafico 23* permette di confrontare le informazioni contenute all'interno del *Grafico 14* in merito al numero di delisting occorsi sulla borsa valori italiana tra il 2010 e il 2023 con quelle del campione. Come si può osservare, il fenomeno rappresentato dal campione ricalca l'andamento della popolazione, evidenziando un trend crescente nel corso degli anni: sebbene caratterizzata da valori più bassi e maggiore variabilità, la dinamica della serie relativa alle imprese del dataset ricalca quella della realtà. Ciò consente, quindi, di condurre analisi statistiche più robuste e generalizzabili rispetto al tema del delisting in Italia.



*Grafico 23 - Confronto delisting campione – popolazione*

Si segnala che le differenze tra il numero di delisting del campione e quello della popolazione che emergono in corrispondenza degli ultimi anni della finestra temporale sono principalmente riconducibili alla limitatezza delle rispettive osservazioni contenute nel dataset.

### 7.2.2 Assetto proprietario

Per quanto concerne l'assetto proprietario delle società del campione, il 13,3% delle osservazioni è associato a imprese controllate da enti pubblici quali Banca d'Italia, Cassa Depositi e Prestiti e il Ministero dell'Economia e delle Finanze, oltre che numerosi comuni italiani o istituzioni regionali. Ne segue che l'86,7% delle restanti osservazioni è riconducibile a società private di varia natura giuridica: rispetto a tale percentuale, ben oltre il 78% delle società risulta controllato da un singolo azionista fisico o da un insieme di shareholder legati da vincoli di natura familiare. La quota restante, pari a circa il 22%, è imputabile al controllo da parte di società di carattere privato o a contesti di azionariato diffuso.

In termini di concentrazione della proprietà, il campione appare nuovamente in linea con le evidenze presentate all'interno del *Grafico 19* del capitolo precedente: come si può osservare dal *Grafico 24*, la quota media detenuta dall'azionista di maggioranza delle società che hanno mantenuto lo status di quotate risulta, infatti, pressoché costante nel corso dell'intervallo in esame, con un valore di grande media pari al 51,33%. Per quanto concerne le società coinvolte in operazioni di delisting, si evidenzia, negli ultimi anni, una progressiva crescita della quota media di proprietà dell'azionista di maggioranza. Come anticipato, tale fenomeno risulta influenzato dal ridotto numero di informazioni disponibili: per il 2023, ad esempio, l'unica osservazione presente nel dataset fa riferimento al processo che ha permesso all'azionista di maggioranza di *Autogrill SpA* di privatizzare la società in seguito ad OPA sulla totalità delle azioni ordinarie. Al fine di facilitare la visualizzazione dell'andamento temporale della quota media dell'azionista di controllo delle società del campione, si è optato per non includere le osservazioni relative al 2021, 2022 e 2023 all'interno del *Grafico 24*.

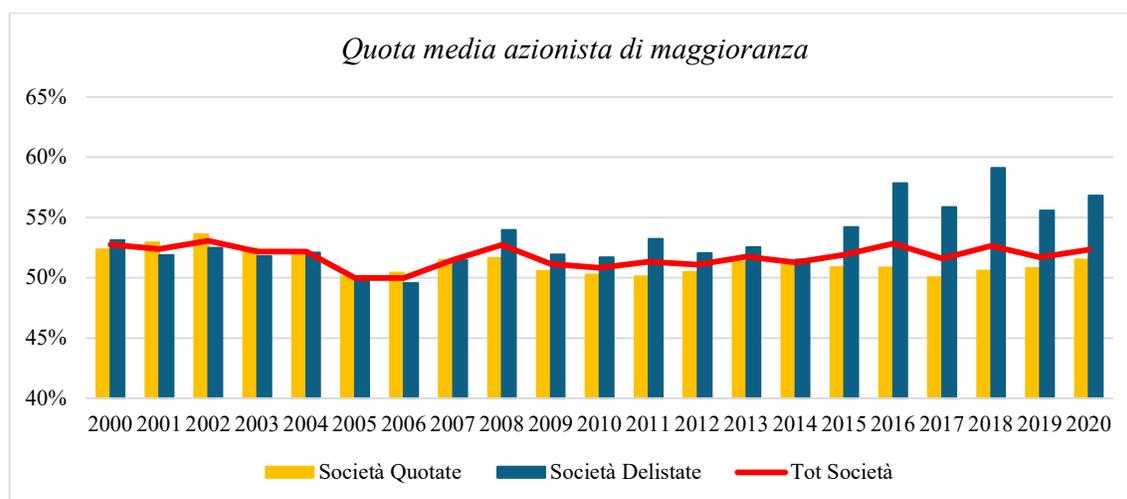


Grafico 24 - Quota media dell'azionista di maggioranza delle società del campione

Rispetto alle imprese estere, in cui la presenza di investitori istituzionali sia nazionali che internazionali è significativa, nelle società italiane le quote detenute da tali soggetti sono molto ridotte o, in alcuni casi, inesistenti. A riguardo, il *Grafico 25* descrive l'andamento storico della percentuale di proprietà media detenuta dagli investitori istituzionali delle società in esame: considerando l'intero campione, l'andamento inizialmente crescente della quota, che culmina con il raggiungimento di una percentuale massima del 5% in corrispondenza del 2007, risulta smorzato da un progressivo disimpegno di tali investitori, corrispondente al raggiungimento di un minimo nell'ultimo anno dell'intervallo. Più nello specifico, appare interessante notare che, per la maggioranza delle osservazioni temporali, le società coinvolte in operazioni di delisting sono contraddistinte da una struttura proprietaria caratterizzata da una percentuale di investitori istituzionali maggiore rispetto a quella della controparte quotata. Tuttavia, al netto degli effetti generati dalla limitata disponibilità di osservazioni degli ultimi anni, si evince un andamento pressoché analogo tra i due gruppi.

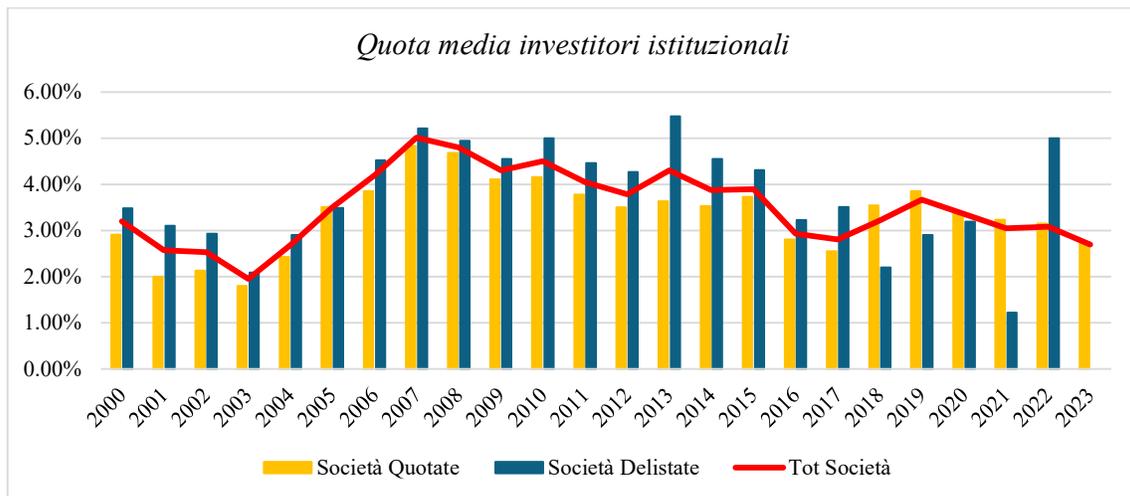
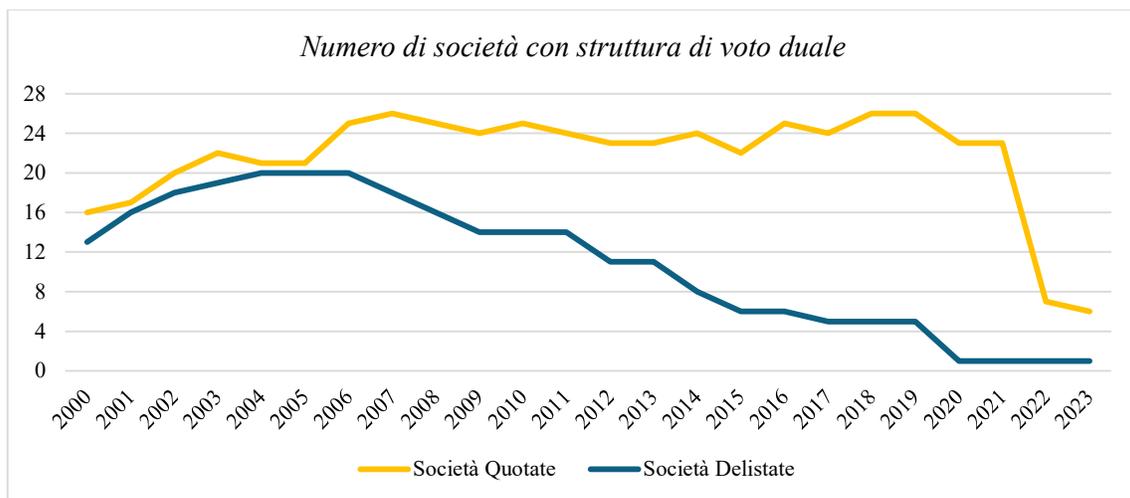


Grafico 25 - Quota media degli investitori istituzionali delle società del campione

### 7.2.3 Corporate Governance

Le informazioni contenute all'interno del dataset indicano che la quasi totalità delle aziende è amministrata da CEO di sesso maschile: rispetto al totale, ben oltre il 97% delle osservazioni è riferita ad esercizi in cui le imprese sono state gestite da uomini. Conseguentemente, poco meno del 3% dei record è correlato ad amministrazioni a conduzione femminile: più nel dettaglio, solo l'8,8% delle imprese è stato gestito, almeno una volta, da una donna. Rispetto alle presenti percentuali, circa il 39% della totalità dei CEO risulta essere legato all'azionista di maggioranza attraverso vincoli di natura familiare. Inoltre, il numero medio di anni, anche non consecutivi, in cui uno stesso CEO è rimasto in carica appare compreso tra otto e nove. A livello complessivo, invece, il 66,5% degli amministratori delegati ricopriva un altro ruolo all'interno della società al momento della nomina.

In termini di struttura dei diritti di voto, invece, circa il 26% del totale delle osservazioni del dataset è associato a sistemi di tipo duale. In generale, l'adozione di una struttura di tipo duale o tradizionale non risulta vincolante nei confronti della scelta di modificare un sistema di voto: esistono, infatti, 49 imprese che, in virtù di esigenze e circostanze specifiche, hanno modificato almeno una volta il proprio stato durante l'intervallo temporale in esame. Il *Grafico 26* illustra l'andamento storico del numero di società con struttura di voto duale all'interno del dataset, distinguendo tra società delistate e imprese che hanno mantenuto lo status di quotate durante l'intervallo temporale 2000-2023. In generale, si osserva che l'andamento del numero di società quotate con struttura di voto duale è caratterizzato da una crescita iniziale seguita da un periodo di relativa stabilità, con oscillazioni contenute fino al 2021. Parallelamente, la quantità di aziende delistate contraddistinte da una struttura di voto duale presenta un comportamento opposto: superata una fase di crescita iniziale, si osserva, una diminuzione costante nel numero di imprese di tale categoria, fino ad una quasi totale scomparsa in corrispondenza degli anni più recenti. In generale, il grafico non suggerisce necessariamente una maggiore vulnerabilità al delisting per le società con struttura duale: per approfondire l'effetto di tale variabile, si rimanda al paragrafo *Modelli di regressione Logit con effetti casuali*.



*Grafico 26 - Numero di società del dataset con struttura di voto duale*

L'archivio storico delle società quotate, disponibile presso il sito della CONSOB, ha permesso di individuare, nel corso degli anni, l'esistenza di almeno 996 patti parasociali tra gli azionisti delle società del campione: rispetto a tale valore, il 61,1% e il 38,9% delle osservazioni sono associati, rispettivamente, ad imprese quotate ed aziende delistate. È importante notare che il numero annuale di patti parasociali riportato all'interno del *Grafico 27* rappresenta un valore minimo: il grafico è stato costruito esclusivamente sulla base della presenza/assenza di accordi, senza considerare la possibilità che all'interno della medesima impresa siano validi contemporaneamente patti multipli.

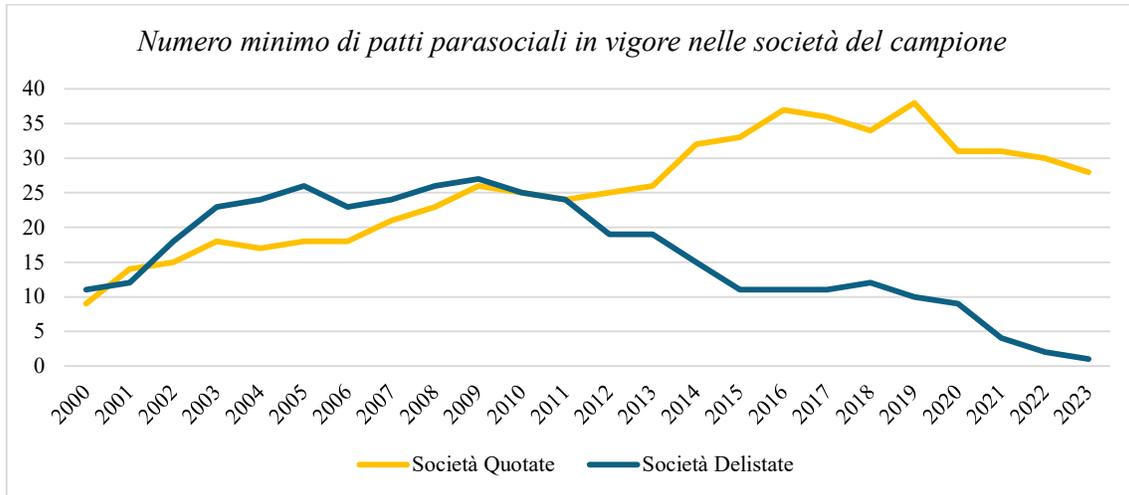
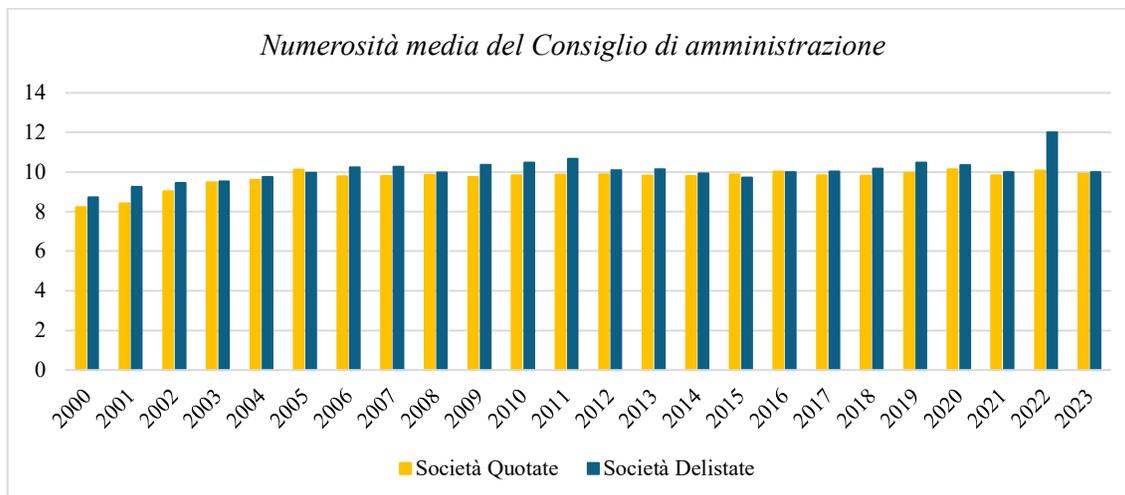


Grafico 27 - Andamento storico del numero minimo di patti parasociali delle società del campione

In generale, il numero di patti parasociali in vigore presso le società quotate presenta un andamento inverso rispetto a quello delle imprese coinvolte in processi di delisting. In riferimento alla prima categoria, si osserva una crescita graduale del numero di patti parasociali fino al raggiungimento di un punto di massimo assoluto in corrispondenza del 2018 e di un livello stabile di circa 30 accordi negli anni successivi. Tale tendenza suggerisce che i patti parasociali rivestono un ruolo rilevante nelle dinamiche di governance delle società quotate, soprattutto in virtù del fatto che questi rappresentano uno strumento per consolidare coalizioni di controllo e garantire una maggiore stabilità. Al contrario, le imprese delistate sono caratterizzate da una marcata riduzione del numero di patti parasociali a partire dal 2010, a riprova del progressivo assottigliamento della quantità di società nel gruppo di trattamento (il calo non segnala necessariamente che le società delistate smettano di far leva sulla presente tipologia di accordo).

Per quanto concerne l'andamento storico del numero di membri del Consiglio di amministrazione, è possibile fare riferimento al *Grafico 28*. Ad eccezione dei primi anni della finestra temporale in esame, la dimensione del board aziendale risulta pressoché costante sia per le imprese quotate che per quelle che decidono di abbandonare la borsa valori italiana, con un valore medio compreso tra nove e undici individui. Tuttavia, è possibile notare alcune differenze tra i due gruppi, soprattutto in prossimità della fine del periodo di osservazione: tali divergenze potrebbero, quindi, suggerire che lo stato di quotazione o delisting non solo influenza la struttura del CdA, bensì rappresenta anche una leva strategica per adattare la governance alle differenti esigenze operative e strategiche delle imprese. Per un'analisi più approfondita sui livelli di significatività della variabile relativa alla numerosità del Consiglio di amministrazione, si rimanda il lettore ai paragrafi successivi.



*Grafico 28 – Numerosità media del CdA delle società del campione*

Per concludere le analisi descrittive in tema di corporate governance, può risultare utile valutare la presenza e la composizione dei comitati di remunerazione delle aziende del campione. In generale, l'87,8% dei dati a disposizione è associato ad osservazioni temporali di aziende dotate di un consiglio per le retribuzioni. Per quanto concerne la distinzione tra imprese quotate e delistate, tale comitato è presente, rispettivamente, nell'89,8% e nell'83,7% delle osservazioni. Secondo quanto stabilito dal *Codice di Autodisciplina* di Borsa Italiana, il consiglio deve essere composto esclusivamente da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti, e deve essere presieduto da un amministratore indipendente. A riguardo, le imprese dei gruppi di trattamento e di controllo presentano un numero medio di membri prossimo a tre (2,74), di cui in media 2 indipendenti (percentuale media del 76,7% calcolata sul totale delle osservazioni). Il *Grafico 29* nella pagina successiva illustra le caratteristiche compositive del comitato di remunerazione nelle due categorie di società in esame: nel dettaglio, le serie CR e IND si riferiscono, rispettivamente, al numero complessivo di membri del consiglio e al numero di amministratori indipendenti. Ad eccezione delle osservazioni corrispondenti al 2022 e al 2023, la rappresentazione suggerisce che la dimensione media del comitato di remunerazione delle società quotate è assimilabile, a meno di differenze decimali, a quella delle società escluse dal mercato finanziario: in generale, infatti, il numero medio dei membri del consiglio risulta compreso tra tre e quattro. Per quanto concerne il 2023, si segnala che l'unica impresa del gruppo di trattamento risulta sprovvista di tale comitato. La presenza di amministratori indipendenti nei comitati di remunerazione delle società quotate è caratterizzata da un andamento crescente durante l'intero intervallo temporale: nel corso dei 24 anni si passa, infatti, da un valore medio di poco più di un membro a circa tre membri. Al contrario, nelle società delistate il numero di amministratori indipendenti si rivela più variabile nei primi anni della finestra temporale, per poi stabilizzarsi attorno ad un valore medio di circa due membri.

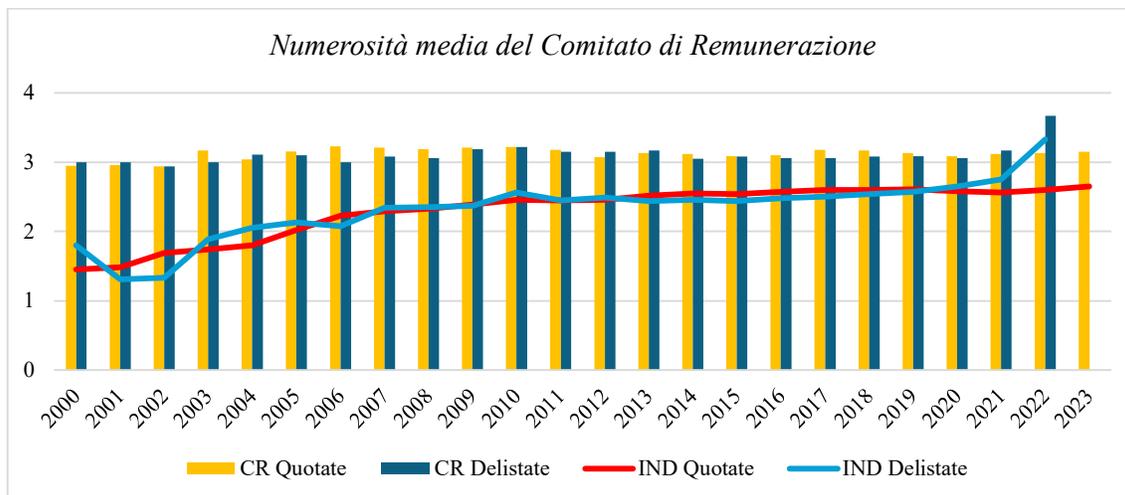


Grafico 29 – Numerosità media del Comitato di Remunerazione delle società del campione

#### 7.2.4 Indicatori economici e di mercato

L'analisi degli indicatori economici del dataset consente di esaminare le dinamiche finanziarie ed operative delle imprese e rappresenta un passaggio cruciale ai fini della comprensione delle motivazioni che influenzano la decisione di delisting delle società quotate: variabili come la leva finanziaria, il Return On Equity, il turnover delle azioni e il rendimento da dividendo non permettono esclusivamente di definire il profilo finanziario delle società quotate, ma offrono indicazioni sui fattori strutturali e strategici che possono favorire o scoraggiare la scelta di abbandonare il mercato finanziario. I dati presentati all'interno di tale sezione fanno riferimento alle informazioni contenute nello stato patrimoniale, nel conto economico e nel cash flow statement delle società quotate presso la borsa valori italiana tra il 2000 e il 2023.

Come anticipato, le osservazioni raccolte ai fini dell'analisi sono state estratte dal database online Refinitiv Eikon ed integrate con quelle già disponibili all'interno del dataset fornito dal relatore. Per ottenere i principali indicatori descrittivi delle variabili economiche, si è fatto, quindi, ricorso all'utilizzo del software statistico Stata. Più nel dettaglio, il comando *xtsum*, indicato per l'elaborazione di tali statistiche su dati panel, ha permesso di ottenere gli output descrittivi riportati all'interno della *Tabella 12* e della *Tabella 13* rispettivamente per le variabili finanziarie e di mercato.

Si ricorda che l'attributo *Overall* è utilizzato per rappresentare le statistiche che sono state calcolate sulla totalità delle osservazioni del dataset. L'attributo *Between*, invece, si riferisce alle variazioni tra le diverse imprese del campione, senza considerare le variazioni interne nel corso del tempo. Infine, l'attributo *Within* permette di quantificare le variazioni temporali delle variabili all'interno di ciascuna società, trascurando le differenze tra le diverse unità.

Variabile		Media	Std. Dev.	Min	Max	Osservazioni
<i>logAsset</i>	Overall	2,885983	0,7629861	0,6937269	5,452527	<i>N</i> = 2888
	Between		0,7135828	1,506194	5,361499	<i>n</i> = 184
	Within		0,1968458	1,963556	3,659621	<i>Tbar</i> = 15,696
<i>fcf_asset</i>	Overall	0,0169064	0,0618856	-0,4354609	0,4036654	<i>N</i> = 2845
	Between		0,0399326	-0,1488214	0,1728754	<i>n</i> = 184
	Within		0,0504125	-0,3960353	0,4454599	<i>Tbar</i> = 15,462
<i>int_debt_rev</i>	Overall	0,020766	0,0283777	0	0,2961972	<i>N</i> = 2857
	Between		0,0229398	0,0003909	0,1658076	<i>n</i> = 184
	Within		0,0157409	-0,1183517	0,1511556	<i>Tbar</i> = 15,527
<i>roe</i>	Overall	0,0479594	0,3540295	-4,399815	2,605125	<i>N</i> = 2874
	Between		0,1655781	-0,5200729	0,9533934	<i>n</i> = 184
	Within		0,3249418	-3,987583	2,793626	<i>Tbar</i> = 15,620
<i>roa</i>	Overall	0,0232218	0,1425255	-1,825129	6,062551	<i>N</i> = 2888
	Between		0,0562175	-0,1854526	0,4277219	<i>n</i> = 184
	Within		0,1351899	-1,866212	6,021468	<i>Tbar</i> = 15,696
<i>lev_fin</i>	Overall	1,08773	1,879474	-13,94832	24,60674	<i>N</i> = 2871
	Between		1,205962	-3,042095	9,329133	<i>n</i> = 183
	Within		1,594345	-10,76933	21,84657	<i>Tbar</i> = 15,688
<i>invest_rate</i>	Overall	0,0843388	0,0726533	0	0,6274138	<i>N</i> = 2825
	Between		0,0506329	0,0015432	0,2984381	<i>n</i> = 183
	Within		0,055665	-0,0985833	0,4998078	<i>Tbar</i> = 15,437

Tabella 12 - Statistiche descrittive variabili finanziarie

Variabile		Media	Std. Dev.	Min	Max	Osservazioni
<i>Tobin_Q</i>	Overall	1,347137	0,7592086	0,2327724	8,056504	<i>N</i> = 2885
	Between		0,7447517	0,3682144	5,713496	<i>n</i> = 184
	Within		0,4482046	-0,6363319	6,744139	<i>Tbar</i> = 15,680
<i>turnover</i>	Overall	0,7362105	1,054191	0	14,66247	<i>N</i> = 2825
	Between		0,6517984	0,0090271	5,130949	<i>n</i> = 181
	Within		0,8105729	-4,069447	13,79857	<i>Tbar</i> = 15,608
<i>beta</i>	Overall	0,8349666	0,4369826	-0,6285	3,0794	<i>N</i> = 2590
	Between		0,316833	-0,26	1,595556	<i>n</i> = 182
	Within		0,3243834	-0,7675477	2,607433	<i>Tbar</i> = 14,231
<i>div_yield</i>	Overall	2,133152	2,274233	0	19,26	<i>N</i> = 2843
	Between		1,612718	0	7,843333	<i>n</i> = 184
	Within		1,65212	-5,391134	17,5777	<i>Tbar</i> = 15,451
<i>pe</i>	Overall	24,56258	28,83959	0,1	367,6	<i>N</i> = 2103
	Between		19,75337	6,466667	127,75	<i>n</i> = 181
	Within		24,94039	-65,58742	294,4826	<i>Tbar</i> = 11,619
<i>sd_roa_3y</i>	Overall	0,0277657	0,0383604	0,0001355	0,3005273	<i>N</i> = 2290
	Between		0,025041	0,0010589	0,1684964	<i>n</i> = 175
	Within		0,030344	-0,0923054	0,2422696	<i>Tbar</i> = 13,086

Tabella 13 - Statistiche descrittive variabili di mercato

### 7.3 Approccio analitico e correlazione tra regressori

A livello operativo, è stato adottato un approccio simile a quello proposto da Bharat & Dittmar nella pubblicazione intitolata *To be or Not to be (Public)*. In generale, i ricercatori hanno suddiviso l'attività di analisi empirica in due differenti fasi. In primo luogo, sono stati sviluppati modelli separati per valutare singolarmente l'effetto di diverse categorie di variabili sulla probabilità di delisting. Durante tale attività, Bharat & Dittmar hanno incluso i regressori all'interno di gruppi assimilabili ai seguenti: accessibilità al capitale, liquidità, informazioni, finanza e controllo. Ciascuna categoria è stata, quindi, utilizzata per valutare, in maniera separata, l'impatto sulla probabilità di abbandonare la borsa valori del NYSE. In secondo luogo, gli accademici hanno sviluppato un modello Logit in cui è stata inclusa la totalità delle variabili appartenenti alle diverse categorie: ciò ha, quindi, permesso di ottenere una visione di insieme delle motivazioni del fenomeno, più robusta ed affidabile ( Bharath & Dittmar, 2006).

Sulla base di quanto emerso dalle ricerche empiriche di Bharat & Dittmar, si è deciso di procedere con la formulazione delle categorie di regressori riportate all'interno della *Tabella 14*. Come anticipato, il processo di selezione delle variabili presenti in ciascun gruppo ha cercato, compatibilmente con le disponibilità dei dati, di includere regressori utili a testare l'ipotesi dei Free Cash Flow (Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, 1986) e le teorie del Tunneling, oltre che individuare gli aspetti di unicità del fenomeno italiano.

Categoria	Variabile	Sigla
Regressori FINANZIARI	Dimensione aziendale	<i>logAsset</i>
	Rapporto free cash flow - asset	<i>fcf asset</i>
	Stress finanziario	<i>int debt rev</i>
	Return On Equity	<i>roe</i>
	Return On Asset	<i>roa</i>
	Leva finanziaria	<i>lev_fin</i>
	Tasso di investimento	<i>invest rate</i>
Regressori di MERCATO	Rapporto Q di Tobin	<i>Tobin Q</i>
	Turnover delle azioni	<i>turnover</i>
	Rischio sistematico	<i>beta</i>
	Rendimento da dividendo	<i>div yield</i>
	Price Earning Ratio	<i>pe</i>
	Volatilità della redditività aziendale	<i>sd roa 3y</i>
Regressori di CORPORATE GOVERNANCE	Quota azionista maggioranza	<i>control share</i>
	Quota investitori istituzionali	<i>inst share</i>
	Età società	<i>age</i>
	Dualità CEO - Presidente CdA	<i>CEO Pres</i>
	Dimensione CdA	<i>board</i>
	Percentuale membri indipendenti nel comitato di remunerazione	<i>rem_ind_perc</i>
	Struttura di voto duale	<i>dual</i>
	Presenza patti parasociali	<i>patti para</i>

Tabella 14 - Categorie e variabili incluse nei modelli di regressione logistica

Inoltre, con l'intento di prevenire potenziali problematiche di multicollinearità e identificare forme di ridondanza all'interno del modello, la selezione delle variabili ha tenuto conto dei livelli di correlazione tra i regressori: di seguito, la *Tabella 15*, *Tabella 16* e *Tabella 17* riportano, rispettivamente, le matrici di correlazione delle variabili finanziarie, di mercato e di corporate governance incluse nelle analisi empiriche. Per completezza, la *Tabella 18* rappresenta la matrice di correlazione tra tutti i regressori inclusi nei diversi modelli econometrici.

	logAsset	fcf_asset	int_debt_rev	roe	roa	lev_fin	invest_rate
logAsset	1						
fcf_asset	0,0678	1					
int_debt_rev	0,2477	-0,1572	1				
roe	0,0847	0,2658	-0,0601	1			
roa	0,0236	0,4566	-0,1636	0,3558	1		
lev_fin	0,1470	-0,1023	0,1826	-0,3918	-0,0599	1	
invest_rate	-0,1346	-0,2386	-0,1188	0,0811	0,1386	-0,0490	1

*Tabella 15 - Matrice di correlazione dei regressori finanziari*

	Tobin_Q	turnover	beta	div_yield	pe	sd_roa_3y
Tobin_Q	1					
turnover	0,0326	1				
beta	-0,1598	0,1472	1			
div_yield	-0,0345	-0,0115	-0,1439	1		
pe	0,1657	0,0320	-0,0313	-0,2597	1	
sd_roa_3y	-0,0410	0,0598	0,1666	-0,1881	0,0088	1

*Tabella 16 - Matrice di correlazione dei regressori di mercato*

	control_share	inst_share	age	CEO_Pres	board	rem_ind_perc	dual	patti_para
control_share	1							
inst_share	-0,1128	1						
age	0,0544	0,0745	1					
CEO_Pres	0,0927	-0,0058	-0,0796	1				
board	-0,1455	0,0171	0,1177	-0,1976	1			
remun_ind_perc	-0,0405	0,0330	0,0092	-0,0316	0,2265	1		
dual	0,0499	-0,0390	0,1415	0,1851	0,0882	-0,1130	1	
patti_para	-0,2431	0,0279	0,0173	0,0023	0,1034	0,0569	0,0010	1

*Tabella 17 - Matrice di correlazione dei regressori di corporate governance*

	logAsset	fcf_asset	int_debt_rev	roe	roa	lev_fin	invest_rate	Tobin_Q	turnover	beta	div_yield	pe	sd_roa_3y	control_share	inst_share	age	CEO_Pres	board	rem_ind_perc	dual	patti_para
logAsset	1																				
fcf_asset	0,0678	1																			
int_debt_rev	0,2477	-0,1572	1																		
roe	0,0847	0,2658	-0,0601	1																	
roa	0,0236	0,4566	-0,1636	0,3558	1																
lev_fin	0,1470	-0,1023	0,1826	-0,3918	-0,0599	1															
invest_rate	-0,1346	-0,2386	-0,1188	0,0811	0,1386	-0,0490	1														
Tobin_Q	-0,0688	0,2760	-0,1216	0,1865	0,1758	-0,0966	0,1619	1													
turnover	0,0805	0,0089	0,0571	0,0273	0,0119	0,0482	0,0784	0,0326	1												
beta	0,0412	-0,0299	0,0820	-0,1026	-0,0865	0,1017	-0,0688	-0,1598	0,1472	1											
div_yield	0,3204	0,1114	0,0660	0,2118	0,3032	-0,0123	0,0363	-0,0345	-0,0115	-0,1439	1										
pe	-0,1135	-0,0269	-0,0080	-0,1759	-0,1671	-0,0056	-0,0208	0,1657	0,0320	-0,0313	-0,2597	1									
sd_roa_3y	-0,2118	-0,0625	0,0339	-0,0766	-0,1928	-0,0499	-0,0865	-0,0410	0,0598	0,1666	-0,1881	0,0088	1								
control_share	-0,1685	0,0185	-0,1084	0,0211	0,0440	-0,0192	0,0381	0,0103	-0,2560	-0,0734	-0,0090	-0,0119	-0,0495	1							
inst_share	0,0021	0,0121	-0,0045	0,0162	0,0049	0,0047	-0,0334	-0,0062	-0,0343	-0,0283	-0,0494	0,0415	0,1179	-0,1128	1						
age	0,1247	-0,0764	-0,0929	-0,0051	-0,0195	0,0333	0,0223	-0,0694	-0,0624	-0,0801	-0,0280	0,0108	0,0037	0,0544	0,0745	1					
CEO_Pres	-0,2466	0,0097	-0,1222	-0,0274	-0,0079	-0,0557	-0,0131	0,0200	-0,0297	0,0133	-0,0797	0,0253	0,0070	0,0927	-0,0058	-0,0796	1				
board	0,4927	0,0671	0,1922	0,0577	0,0059	0,0477	-0,0670	0,0218	0,0047	0,0328	0,1715	-0,0123	-0,1328	-0,1455	0,0171	0,1177	-0,1976	1			
rem_ind_perc	0,2002	0,0990	0,0229	0,0977	0,0384	0,0532	-0,0317	0,1126	0,0369	0,0418	0,1246	-0,0038	-0,0216	-0,0405	0,0330	0,0092	-0,0316	0,2265	1		
dual	0,0830	-0,0215	-0,0191	-0,0067	0,0081	-0,0149	0,0170	-0,0636	-0,0429	-0,0015	-0,0067	-0,0034	0,0071	0,0499	-0,0390	0,1415	0,1851	0,0882	-0,1130	1	
patti_para	-0,0412	-0,0023	0,0370	-0,0044	-0,0331	-0,0313	-0,0151	-0,0216	0,0142	0,0039	-0,0245	0,0440	0,0655	-0,2431	0,0279	0,0173	0,0023	0,1034	0,0569	0,0010	1

Tabella 18 - Matrice di correlazione dei regressori econometrici

Legenda:

○  $|\rho| \leq 0,3000$

●  $0,3000 < |\rho| \leq 0,6000$

●  $|\rho| > 0,6000$

#### 7.4 Modelli di regressione Logit con effetti casuali

All'interno della presente sezione sono riportati i risultati dell'analisi empirica condotta attraverso l'applicazione di modelli di regressione Logit su dati panel relativi a società quotate presso Borsa Italiana, tra il 2000 e il 2023. Come indicato in precedenza, l'obiettivo principale della valutazione è quello di indagare le differenze tra le imprese che hanno deciso di mantenere la quotazione sul mercato finanziario italiano e quelle che, al contrario, hanno scelto di abbandonarlo. A tal fine, i modelli stimati valutano il livello di significatività di un insieme di variabili ritenute potenzialmente esplicative nei confronti della probabilità di delisting.

Data la natura booleana della variabile dipendente *delisting*, i seguenti modelli sono stati ottenuti attraverso l'utilizzo del comando Stata *xtlogit* con effetti casuali ed errori standard robusti all'eteroschedasticità. L'adozione degli effetti casuali è giustificata dal fatto che, in presenza di effetti fissi, non sarebbe stato possibile includere le informazioni del gruppo di controllo. Inoltre, il ricorso a tale tipologia di effetti permette di catturare sia la variabilità within che quella between delle società del campione, migliorando così la precisione delle stime.

Per garantire che le specificazioni dei diversi modelli riflettessero correttamente la sequenza temporale delle decisioni aziendali, è stato utilizzato un ritardatore: il prefisso Stata *L.* ha, quindi, permesso di considerare le variabili indipendenti con un ritardo temporale pari ad un periodo. Tale scelta metodologica si è rivelata essenziale in quanto la decisione di delistare una società in un determinato anno non dipende dai valori assunti dai regressori nel medesimo time bucket, ma risulta influenzata dalle condizioni pregresse. Da un punto di vista econometrico, infatti, l'uso del ritardatore è coerente con il fatto che il delisting non è una decisione istantanea, bensì il risultato di un processo graduale in cui fattori come la redditività, la struttura del capitale e le condizioni di mercato mutano nel corso del tempo. Infine, in tutti i modelli stimati sono state incluse dummy di tempo, implementate mediante l'indicatore Stata *i.year*, al fine di catturare gli effetti macroeconomici e ciclici che possono influenzare le imprese del campione. Parallelamente, si è proceduto introducendo all'interno delle regressioni un insieme di variabili settoriali di natura booleana, basate sulla classificazione di Mediobanca. Con l'intento di ridurre l'elevato numero di dummy settoriali nel modello, si è optato per aggregare i distretti industriali all'interno di macro-categorie: ad esempio, le categorie "Alimentare - bevande alcoliche e analcoliche", "Alimentare - caseario", "Alimentare - conserviero" e "Alimentari diverse" sono state raggruppate all'interno di un'unica dummy di settore, assimilabile a quello alimentare. Ciò ha, quindi, permesso di controllare per differenze strutturali di mercato e individuare caratteristiche settoriali specifiche. Alla pagina successiva, la *Tabella 19* riporta l'insieme dei settori Mediobanca con le rispettive booleane di raggruppamento.

Settore Mediobanca	Variabile categorica
Alimentare - bevande alcoliche e analcoliche	<i>Food</i>
Alimentare – caseario	
Alimentare – conserviero	
Alimentari diverse	
Abbigliamento	<i>Fashion</i>
Tessile	
Pelli e cuoio	
Farmaceutico e cosmetico	<i>Health</i>
Beni per la persona	
Elettrodomestici e apparecchi tv	<i>Electronics</i>
Elettronica	
Cartario	<i>Materials</i>
Gomma e cavi	
Chimico	
Vetro	
Legno e mobili	
Prodotti per l'edilizia	
Energia elettrica e gas	
Petrolio, derivati ed altri combustibili	<i>Energy</i>
Impiantistico	
Stampa – editoria	<i>Media</i>
Telecomunicazioni	
Emittenza radiotelevisiva	
Immobiliare	<i>Buildings</i>
Imprese di costruzione	
Costruzione mezzi di trasporto	<i>Vehicles</i>
Meccanico	<i>Mechanical</i>
Servizi di pubblica utilità (altri)	<i>Services</i>
Informatica	
Distribuzione	
Società diverse	<i>Others</i>

Tabella 19 - Classificazione dei settori Mediobanca delle imprese del campione

#### 7.4.1 Modello Logit con regressori di corporate governance

La *Tabella 20* illustra il modello di regressione logistica utilizzato per valutare l'impatto dei soli regressori di corporate governance sulla probabilità di delisting delle aziende del campione. In particolare, per ciascuna variabile indipendente sono riportati il valore del coefficiente stimato e, tra parentesi, l'errore standard robusto all'eteroschedasticità. La presenza dei simboli \*, \*\* e \*\*\* segnala, rispettivamente, un livello di significatività statistica pari al 10%, 5% e 1%.

VARIABLES	<i>delisting</i>	
<i>L. control_share</i>	0,0150 (0,00908)	*
<i>L. inst_share</i>	7,72 e-06 (5,48 e-05)	
<i>L. CEO_Pres</i>	- 0,151 (0,341)	
<i>L. board</i>	0,0253 (0,0536)	
<i>L. remun_ind_perc</i>	0,357 (0,627)	
<i>L. age</i>	0.00802 (0.00356)	**
<i>L. dual</i>	- 0,713 (0,408)	*
<i>L. patti_para</i>	0,646 (0,319)	**
<i>L. logAsset</i>	- 0,142 (0,261)	
Constant	- 5,740 (1,563)	***
Year	Fixed Effects	
Industry	Fixed Effects	
Observations	2.134	
Number of <i>nfirm</i>	166	
Log pseudo-likelihood	-235,517	
Prob > chi2	0,0219	

*Robust standard errors in parentheses*  
 \*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$

*Tabella 20 - Output modello Logit con regressori di corporate governance*

Come si può osservare dalla tabella, i risultati empirici suggeriscono che un aumento della percentuale di proprietà dell'azionista di maggioranza (*control\_share*) risulta associato ad una maggiore probabilità di abbandonare il mercato dei capitali nazionale da parte di una società quotata. In un contesto come quello italiano, un aumento della concentrazione della proprietà determina una riduzione dei conflitti di agenzia tra il detentore della quota di maggioranza e gli azionisti di minoranza: seppur numericamente inferiori, questi ultimi rappresentano, infatti, una potenziale limitazione all'influenza di controllo del primo shareholder, soprattutto in virtù della loro capacità di avviare azioni legali o di ostacolare le decisioni strategiche. Per tale motivo, la scelta di delisting può rappresentare uno strumento capace di garantire agli azionisti di maggioranza elevati livelli di discrezionalità, oltre che la possibilità di operare senza ingerenze da parte degli investitori esterni o del mercato regolamentato. Inoltre, una percentuale di proprietà più elevata richiede una minore necessità di negoziare con altri azionisti per l'approvazione di un delisting volontario: tale autonomia accresce la discrezionalità del primo shareholder e, quindi, la probabilità di privatizzazione, qualora questa sia ritenuta vantaggiosa. Da un punto di vista economico, un controllo di tipo rafforzato potrebbe indurre l'azionista di maggioranza a ritenere ingiustificati i costi di compliance e trasparenza associati alla permanenza sul mercato: le regolamentazioni sull'informativa societaria e sulle procedure di governance potrebbero risultare ingiustificate ed eccessivamente gravose, soprattutto in presenza di una solida maggioranza che non necessita più di raccogliere capitali pubblici per finanziare la propria crescita.

Tale interpretazione è avvalorata anche dal fatto che le società più anziane risultano contraddistinte da una maggiore propensione ad abbandonare il mercato dei capitali italiano. A riguardo, la variabile *age*, definita come la differenza, espressa in anni, tra la data delle osservazioni e la data di fondazione della società a cui queste sono riferite, è stata inclusa per poter controllare potenziali effetti associati al livello di maturità dell'azienda e al ciclo di vita in cui essa si trova, anche in virtù della necessità di finanziamenti. In generale, i risultati empirici suggeriscono che le aziende più giovani potrebbero aver bisogno di rimanere quotate più a lungo per raccogliere maggiori finanziamenti e sostenere la crescita rispetto alla controparte più anziana. Quest'ultima, infatti, potrebbe avere usufruito dei vantaggi della quotazione per raccogliere fondi durante i primi anni di attività, periodo in cui la necessità di capitali per sostenere la crescita risulta più acuta. Raggiunta l'indipendenza dal mercato dei capitali e la maturità, le aziende potrebbero preferire la privatizzazione al fine di ridurre i costi della quotazione e acquisire maggiore flessibilità, senza la necessità di mantenere una visibilità pubblica che non risulta più funzionale agli obiettivi del management.

Per quanto concerne la presenza di investitori istituzionali all'interno della struttura proprietaria, la variabile *inst\_share* non risulta significativa entro livelli convenzionali. Nonostante quanto evidenziato dal *Grafico 25*, tale evidenza empirica potrebbe essere influenzata dal contesto specifico del mercato borsistico italiano, in cui la quota di proprietà detenuta degli investitori istituzionali è spesso molto piccola o del tutto assente. Tuttavia, dato il potenziale rilievo decisionale della categoria e l'influenza, seppur indiretta, nei confronti delle decisioni strategiche aziendali, si è optato per includere comunque la variabile *inst\_share* all'interno del modello generale. La presente scelta è, infatti, mirata a controllare eventuali effetti latenti che potrebbero emergere in combinazione con regressori appartenenti ad altre categorie e a garantire una rappresentazione completa delle determinanti del delisting italiano.

In termini di corporate governance, la dimensione del Consiglio di amministrazione (*board*) e la percentuale di amministratori indipendenti all'interno del Comitato di remunerazione (*remun\_ind\_perc*) delle società del campione non assumono significatività statistica nei confronti della decisione di abbandonare il mercato azionario italiano. Per quanto riguarda la numerosità del Consiglio di amministrazione, l'introduzione della variabile *board* è stata finalizzata alla valutazione dell'effetto della qualità della governance aziendale e della capacità di controllo interno nei confronti della decisione di delisting. Più nello specifico, si è ipotizzata una relazione di tipo inverso tra il regressore e la variabile dipendente: un Consiglio di amministrazione più ridotto potrebbe, infatti, facilitare la scelta di un delisting volontario e viceversa. La presenza della variabile *remun\_ind\_perc*, invece, è giustificata dal tentativo di comprendere se la presenza di amministratori indipendenti all'interno del Comitato per la remunerazione possa ridurre la probabilità che i manager propongano un delisting per interessi personali e opportunistici (ad esempio, favorire la privatizzazione per far leva sulle stock option al fine di ottenere maggiori guadagni). In entrambi i casi, non sembra emergere alcuna influenza statisticamente significativa rispetto al rischio di abbandonare il mercato dei capitali italiani. Analogamente, anche la variabile binaria relativa al ruolo duale del CEO e del presidente del Consiglio di amministrazione (*CEO\_Pres*) non incide in maniera significativa nei confronti della scelta di delisting. In un contesto di CEO duality, infatti, si potrebbe ipotizzare una correlazione positiva nei confronti della probabilità di delisting sia a causa del fatto che tale consiglio potrebbe risultare meno indipendente e propenso a contrastare le scelte del management, sia in virtù del maggiore allineamento con gli interessi dell'azionista di controllo. A riguardo, la presenza di un amministratore delegato che ricopre simultaneamente il ruolo di presidente del CdA rappresenta un elemento di governance rilevante: così come per gli investitori istituzionali, si è optato per includere anche il regressore *CEO\_Pres* all'interno del modello logistico generale.

Di contro, la variabile booleana *patti\_para* presenta un livello di significatività inferiore al 5%: secondo quanto emerso dal modello semplificato, l'esistenza di patti parasociali tra gli azionisti delle società quotate rende la privatizzazione più probabile in quanto determina un aumento del rischio di delisting pari a circa il 15,6% rispetto alla controparte in cui questi sono assenti. In generale, i patti parasociali favoriscono il coordinamento tra azionisti rilevanti e consentono di accentrare ulteriormente il controllo societario: nel contesto italiano, tale strumento risulta, quindi, molto attraente agli occhi degli shareholder in quanto permette di esercitare un'influenza rilevante sulle decisioni strategiche della società, anche a scapito degli interessi degli azionisti di minoranza. Come emerge dalle analisi successive, la presenza di coalizioni stabili riduce la liquidità del titolo e accresce la probabilità di privatizzazione. Secondo una visione alternativa ma complementare, la presenza di accordi tra shareholder può ridurre la fiducia degli azionisti di minoranza, oltre che degli operatori di mercato: ne consegue che la diminuzione di interesse nei confronti dell'azienda può essere accompagnata dal tentativo di cedere, anche a un prezzo ribassato, le azioni disperse e, quindi, avvicinare la società all'evento del delisting. A ciò si aggiunge il fatto che, in caso di OPA, le coalizioni tra azionisti permettono di condurre un'azione di acquisto coordinata finalizzata al ritiro del titolo dal mercato regolamentato (tale incentivo è tanto più forte quanto più il flottante è ridotto e la presenza di outsider è limitata).

Accanto al regressore relativo alla presenza di patti parasociali, assume particolare rilevanza anche la struttura dei diritti di voto delle società quotate. In particolare, la variabile *dual* permette di discernere gli effetti di una struttura di voto di tipo duale da quelli di una tradizionale sulla probabilità di delisting. Più nel dettaglio, il valore negativo del coefficiente stimato indica che la presenza di una struttura duale è associata ad una riduzione del rischio di privatizzazione: a parità di altre condizioni, i dati suggeriscono che la probabilità di abbandonare la borsa valori si riduce del 17,1% rispetto a quella di una impresa senza struttura di voto duale. Rispetto a quanto supposto in precedenza, tale risultato rivela una dinamica differente: se la presenza di patti parasociali può disincentivare la permanenza sul mercato regolamentato, una struttura di voto di tipo duale rappresenta uno strumento molto efficace per beneficiare dei vantaggi della quotazione e ridurre il rischio di pressioni ostili, senza compromettere il controllo sulla società. Inoltre, un sistema duale consente agli azionisti di maggioranza di esercitare un controllo significativo sulla società, anche con una quota di capitale ridotta. Ciò riduce, quindi, la necessità di ricorrere al delisting per consolidare ulteriormente il controllo: la struttura duale protegge, infatti, gli azionisti che detengono la maggioranza dei diritti di voto dagli effetti diluitivi derivanti dalla presenza di outsider o tentativi di takeover tipici del mercato finanziario.

Per concludere la valutazione dell'impatto delle variabili di corporate governance sulla probabilità di delisting, è stata determinato l'indice *McFadden's pseudo-R<sup>2</sup>* al fine di valutare la bontà di adattamento del modello di regressione logistica, secondo la seguente espressione:

$$R_{MCF}^2 = 1 - \frac{\ln(L_M)}{\ln(L_N)}$$

Dove  $L_M$  rappresenta il logaritmo della verosimiglianza del modello ad effetti casuali calcolato con le variabili indipendenti ed  $L_N$  il logaritmo della verosimiglianza del modello ad effetti casuali calcolato senza le suddette variabili. Quest'ultimo è stato determinato eseguendo il comando *Stata xtlogit delisting, re vce (cluster nfirm)* e risulta essere pari a  $L_N = -375,62339$ .

Per quanto concerne la presente regressione, l'indice *McFadden's pseudo-R<sup>2</sup>* suggerisce che il modello è in grado di spiegare circa il 37,3% del fenomeno complessivo. Tale valore potrebbe essere migliorato attraverso l'introduzione di variabili booleane o continue riferite, ad esempio, alle società che sono state oggetto di un'offerta pubblica di acquisto non di successo, alla presenza di clausole che prevedono il pagamento, nei confronti dei dirigenti, di un'indennità in caso licenziamento conseguente a fusioni o acquisizioni (paracadute d'oro) o, infine, alla quota dei compensi corrisposti ai manager sotto forma di stock options rispetto al totale della remunerazione. Seppur estremamente interessanti, le osservazioni temporali associate a tali regressori si sono spesso rivelate difficili da reperire o, in molti casi, non completamente disponibili presso il database Refinitiv Eikon o i documenti periodici pubblicati dalle società del campione.

#### 7.4.2 Modello Logit con regressori finanziari

All'interno della pagina seguente, la *Tabella 21* illustra il modello di regressione logistica utilizzato per valutare l'impatto dei soli regressori finanziari nei confronti della probabilità di delisting delle aziende del campione. In particolare, per ciascuna variabile indipendente sono riportati il valore del coefficiente stimato e, tra parentesi, l'errore standard robusto all'eteroschedasticità. La presenza dei simboli \*, \*\* e \*\*\* segnala, rispettivamente, un livello di significatività statistica del 10%, 5% e 1%.

In generale, l'output suggerisce che i soli indicatori finanziari non sono sufficienti a spiegare le determinanti alla base della decisione di abbandonare la borsa valori italiana: a riguardo, il valore del *McFadden's pseudo-R<sup>2</sup>* indica che le variabili del modello chiariscono esclusivamente il 20,26% delle motivazioni alla base dell'evento di delisting. Inoltre, a causa dell'assenza di significatività statistica, non è possibile trarre alcuna conclusione in merito alla natura delle relazioni tra le variabili monetarie incluse nella regressione logistica.

VARIABLES	<i>delisting</i>	
L. <i>fcf_asset</i>	- 1,064 (2,400)	
L. <i>int_debt_revenues</i>	2,223 (4,002)	
L. <i>lev_fin</i>	0,0530 (0,0899)	
L. <i>invest_rate</i>	- 3,068 (2,075)	
L. <i>roe</i>	0,672 (0,503)	
L. <i>roa</i>	- 1,083 (1,860)	
L. <i>logAsset</i>	- 0,148 (0,188)	
Constant	- 4,241 (1,317)	***
Year	Fixed Effects	
Industry	Fixed Effects	
Observations	2.382	
Number of <i>nfirm</i>	182	
Log pseudo-likelihood	- 299,535	
Prob > chi2	0,0404	

*Robust standard errors in parentheses*  
\*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$

Tabella 21 - Output modello Logit con regressori finanziari

Nonostante l'assenza di significatività delle variabili del modello, i risultati ottenuti permettono di trarre alcune conclusioni interessanti in merito alla validità della teoria dei Free Cash Flow. Le evidenze emerse in termini di disponibilità liquide risultano, infatti, concordi con quanto presentato nell'articolo *Key Factors in Delisting Process in Italy: Empirical Evidence* (Tutino, Panetta, & Laghi, 2013): i dati suggeriscono che la decisione di delisting dalla borsa valori italiana non sembra essere guidata dalle medesime motivazioni ipotizzate da Jensen per le società quotate presso i mercati finanziari statunitensi. La presente teoria può essere ritenuta valida, infatti, in contesti di separazione tra proprietà e controllo, tipici delle società ad azionariato diffuso: la natura estremamente concentrata dell'assetto proprietario delle imprese nazionali risulta, quindi, inconsistente con le assunzioni teoriche dell'economista in quanto consente una riduzione della severità dei conflitti di agenzia tra manager e azionisti.

Nonostante il mancato raggiungimento di livelli di significatività convenzionali, alcune delle variabili incluse nel modello hanno registrato livelli di significatività prossimi alla soglia del 10% (ad esempio, la variabile *invest\_rate* presenta un valore di p-value pari a 0,139). Al fine di individuare eventuali effetti latenti derivanti dall'interazione con altri regressori, risulta, pertanto, necessario valutare nuovamente i livelli di significatività delle presenti variabili all'interno del modello generale.

#### 7.4.3 Modello Logit con regressori di mercato

La *Tabella 22* illustra il modello di regressione logistica utilizzato per valutare l'impatto dei soli regressori di mercato nei confronti della probabilità di delisting delle aziende del campione. In particolare, per ciascuna variabile indipendente sono riportati il valore del coefficiente stimato e, tra parentesi, l'errore standard robusto all'eteroschedasticità. La presenza dei simboli \*, \*\* e \*\*\* segnala, rispettivamente, un livello di significatività statistica del 10%, 5% e 1%.

VARIABLES	<i>delisting</i>	
L. <i>Tobin_Q</i>	- 0,475 (0,218)	**
L. <i>turnover</i>	- 0,269 (0,328)	
L. <i>div_yield</i>	-0,281 (0,116)	**
L. <i>pe</i>	0,00589 (0,00588)	
L. <i>beta</i>	- 0,780 (0,548)	
L. <i>sd_roa_3y</i>	2,511 (5,287)	
L. <i>logAsset</i>	0,419 (0,264)	
Constant	- 4,820 (1.513)	***
Year	Fixed Effects	
Industry	Fixed Effects	
Observations	1.122	
Number of <i>nfirm</i>	161	
Log pseudo-likelihood	- 155,239	
Prob > chi2	0,0000	

*Robust standard errors in parentheses*

\*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$

*Tabella 22 - Output modello Logit con regressori di mercato*

In generale, le evidenze empiriche indicano che le uniche variabili di mercato statisticamente significative nei confronti della probabilità di delisting sono il rendimento da dividendo (*div\_yield*) e il Tobin Q ratio (*Tobin\_Q*).

In termini di Dividend Yield, i risultati suggeriscono che un incremento di 1 punto percentuale è associato ad una diminuzione di circa il 6,9% della probabilità di delisting. Rispetto all'insieme delle variabili finora analizzate, tale regressore assume un peso particolarmente rilevante nella decisione di abbandonare o meno la borsa valori italiana. Più nel dettaglio, le motivazioni alla base della presente possono essere differenti. In prima battuta, un Dividend Yield elevato costituisce un segnale di solidità finanziaria e, quindi, minore propensione al delisting. Inoltre, un incremento del rendimento da dividendo rappresenta uno strumento efficace per soddisfare le aspettative degli investitori e ridurre le pressioni degli outsider. Probabilmente, dal punto di vista dell'azionista di maggioranza, deliberare un aumento di dividendi con l'intento di aumentare il Dividend Yield non rappresenta solo un'ulteriore fonte di guadagno, ma anche una strategia volta ad accontentare gli shareholder senza dover cedere il controllo o modificare la struttura societaria. Da ciò segue, quindi, la naturale preferenza degli azionisti, anche di minoranza, per il mantenimento della quotazione in presenza di elevati rendimenti: tali soggetti potrebbero, infatti, esercitare pressioni affinché la società resti quotata al fine di garantire una continuità nella distribuzione dei dividendi e stabilità nel proprio flusso di reddito. Di contro, un ridimensionamento di tale indicatore potrebbe determinare una contrazione dell'attrattiva aziendale e una minore domanda di titoli: ciò rappresenta una potenziale minaccia nei confronti dei detentori del controllo, soprattutto in virtù della conseguente riduzione del prezzo azionario e della maggiore esposizione al rischio di acquisizione o scalata.

Analogamente, i risultati empirici indicano che un aumento del rapporto tra il valore di mercato di un'azienda e il costo di sostituzione dei suoi asset (*Tobin\_Q*) è associato ad una diminuzione del rischio di abbandono della borsa valori italiana: in altri termini, quando il mercato valuta la società più del costo di rimpiazzo dei suoi asset (quindi in presenza di aspettative di crescita future, vantaggi competitivi o asset intangibili significativi), gli azionisti e il management hanno maggiori incentivi a mantenere lo stato di quotazione. Secondo le evidenze, ad un aumento percentuale del Tobin Q ratio pari all'1% corrisponde una contrazione della probabilità di delisting pari al 10,2%. Ciò è principalmente riconducibile al fatto che un elevato Q ratio riflette la percezione positiva dell'impresa da parte del mercato e suggerisce che gli investitori ritengono che l'azienda abbia prospettive di crescita solide e sostenibili: tale contesto favorisce, quindi, il mantenimento della quotazione e riduce la pressione degli azionisti per il ritiro dal mercato dei capitali. Per converso, una riduzione dell'indice di Tobin può segnalare una minore fiducia degli investitori nei confronti dell'impresa e, quindi, un

sintomo di sottovalutazione. In tal caso, l'abbandono della quotazione può diventare più frequente per diversi motivi. In primo luogo, in caso di delisting involontario, un basso indicatore può essere sinonimo di difficoltà finanziarie ed instabilità economica, oltre che minore attrattività per gli investitori: ciò fa sì, quindi, che si verifichi un aumento della probabilità di esclusione dal mercato finanziario a causa del potenziale mancato rispetto dei requisiti imposti dalla borsa valori. In caso di delisting volontario, invece, una depressione della valutazione può incentivare gli azionisti di controllo ad acquisire le azioni ad un prezzo ribassato, facilitando così l'uscita dal mercato regolamentato. Ciò consentirebbe, infatti, sia di ottenere il pieno controllo dell'azienda che di semplificare la sua ristrutturazione, senza l'influenza di investitori pubblici né la necessità di adempiere agli obblighi di trasparenza e disclosure imposti alle società quotate.

A differenza di quanto emerso per il mercato anglosassone e statunitense, il volume di scambi azionari rispetto al totale dei titoli in circolazione (*turnover*) non risulta determinante ai fini della decisione di delisting nel contesto italiano. Tale evidenza è principalmente imputabile al fatto che l'elevata concentrazione della proprietà delle società quotate presso la borsa valori nazionale riduce l'importanza della liquidità dei titoli acquistabili: molto spesso, le decisioni strategiche aziendali, tra cui quella di delisting, sono, infatti, rimesse agli azionisti di controllo piuttosto che alla controparte dispersa. Inoltre, la predisposizione al ricorso di fonti di finanziamento di debito piuttosto che di equity fa sì che il turnover delle azioni non rappresenti una variabile rilevante sulla decisione di delisting.

Per concludere, le variabili legate al rischio sistematico dei titoli azionari (*beta*), al Price Earnings ratio (*pe*) e alla volatilità della redditività aziendale (*sd\_roa\_3y*) non sono risultate statisticamente significative, entro livelli convenzionali, nei confronti della probabilità di delisting. Tale evidenza suggerisce l'esistenza di fattori, specifici del contesto italiano, in grado di esercitare un'influenza alternativa e maggiormente rilevante nei confronti della probabilità di delisting.

In virtù del valore ridotto assunto dal logaritmo della verosimiglianza del modello ad effetti casuali, rispetto ai modelli presentati in precedenza, la regressione Logit con variabili di mercato risulta particolarmente esplicativa. A questa è, infatti, associato un valore di *McFadden's pseudo-R<sup>2</sup>* di circa 0,5867. Il presente risultato suggerisce che, nonostante il numero ridotto di variabili statisticamente significative, il modello che include i regressori di mercato risulta capace di ben approssimare il fenomeno reale: ad ogni modo, le altre variabili risultano comunque utili ai fini del miglioramento del potere esplicativo della regressione in quanto, probabilmente, sono capaci di catturare parte della variabilità del delisting o relazioni latenti che ne influenzano la probabilità di accadimento.

#### 7.4.4 Modello Logit generale

All'interno della pagina seguente, la *Tabella 23* illustra il modello di regressione logistica generale utilizzato per valutare l'impatto di un insieme di regressori finanziari, di mercato e di corporate governance nei confronti della probabilità di delisting delle aziende del campione. In particolare, per ciascuna variabile indipendente sono riportati il valore del coefficiente stimato e, tra parentesi, l'errore standard robusto all'eteroschedasticità. La presenza dei simboli \*, \*\* e \*\*\* indica, rispettivamente, un livello di significatività statistica del 10%, 5% e 1%.

Rispetto ai modelli precedenti, in cui ciascuna variabile è stata valutata in contesti semplificati e isolati dalle interferenze di regressori appartenenti ad altre categorie, in questo caso sono state incluse, contemporaneamente, gran parte delle variabili all'interno di un'unica regressione logit. Come anticipato, ciò consente di catturare gli effetti associati ai diversi fattori che influenzano, anche in maniera sovrapposta, l'esito del processo di delisting. In generale, un modello complessivo permette di analizzare il fenomeno da diversi punti di vista e identificare dinamiche più complesse, come interazioni o effetti mediati, che non sono emerse dalle regressioni precedenti. Tuttavia, quando tutte le variabili sono incluse all'interno del medesimo modello, la multicollinearità può determinare una riduzione o un aumento dei rispettivi livelli di significatività e, quindi, una modifica dei risultati emersi dalle precedenti regressioni. Inoltre, un maggiore numero di parametri può comportare una riduzione nella precisione delle stime e della capacità di rilevare la significatività statistica.

Per giungere ai risultati della *Tabella 23*, è stato necessario seguire un processo di selezione delle variabili basato sull'esecuzione di diverse regressioni preliminari. Partendo dall'insieme di regressori in grado di esercitare un'influenza significativa sulla probabilità di delisting (ottenuto dai modelli parziali), si è proceduto ampliando progressivamente il modello generale attraverso l'inclusione di variabili non significative, ma potenzialmente rilevanti in un contesto più strutturato. Tra queste si annoverano, a titolo esemplificativo, la quota di proprietà degli investitori istituzionali e indicatori di natura finanziaria come il rapporto di indebitamento. L'identificazione del set di variabili più adatto è stata condotta in maniera iterativa, valutando il contributo informativo di ciascun regressore sia sulla base delle variazioni del valore del log pseudolikelihood, sia attraverso l'analisi dei p-value nelle diverse specificazioni del modello. Ciò ha permesso di affinare progressivamente la selezione delle variabili, bilanciando l'esigenza di massimizzare la capacità esplicativa del modello con quella di evitare problemi di ridondanza informativa. A riguardo, è stata seguita una logica di parsimonia, secondo cui ciascuna variabile deve rappresentare un'informazione distinta e precisa. Per evitare duplicazioni, ad esempio, il price-earnings ratio è stato preferito al Return On Equity, mentre la quota dell'azionista di maggioranza è stata inclusa in sostituzione del turnover dei titoli societari.

VARIABLES	<i>Delisting</i>	
<i>L. fcf_asset</i>	- 4,894 (5,016)	
<i>L. int_debt_rev</i>	9,773 (6,767)	
<i>L. lev_fin</i>	- 0,554 (0,240)	**
<i>L. invest_rate</i>	- 4,287 (3,206)	
<i>L. roa</i>	3,526 (5,134)	
<i>L. logAsset</i>	0,278 (0,277)	
<i>L. Tobin_Q</i>	- 0,114 (0,225)	
<i>L. div_yield</i>	- 0,218 (0,111)	**
<i>L. pe</i>	0,00601 (0,00540)	
<i>L. beta</i>	- 0,375 (0,530)	
<i>L. control_share</i>	0,0196 (0,0110)	*
<i>L. inst_share</i>	- 0,000569 (0,000269)	**
<i>L. CEO_Pres</i>	- 0,493 (0,484)	
<i>L. age</i>	0,00277 (0,00417)	
<i>L. board</i>	- 0,00193 (0,0705)	
<i>L. dual</i>	- 1,198 (0,576)	**
<i>L. patti_para</i>	0,961 (0,369)	***
Constant	- 5,455 (2,090)	***
Year	Fixed Effects	
Industry	Fixed Effects	
Observations	1.375	
Number of <i>nfirm</i>	162	
Log pseudo-likelihood	- 146,404	
Prob > chi2	0,0000	

*Robust standard errors in parentheses*  
\*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$

*Tabella 23 - Output modello Logit generale*

Prima di fornire un'interpretazione dei risultati ottenuti dall'ultima regressione Logit, risulta interessante analizzare le variazioni di significatività tra i diversi modelli. A riguardo, la *Tabella 24* descrive le modifiche nei livelli di significatività delle variabili che sono risultate statisticamente influenti nei confronti della probabilità di delisting nei modelli semplificati, nel modello generale o in entrambi. A livello visivo, si segnala che le relazioni statisticamente significative e non significative sono state rappresentate, rispettivamente, in nero e in grigio. Dal confronto tra i risultati empirici, nel modello generale è emerso che il rapporto di indebitamento (*lev\_fin*) e la quota di proprietà degli investitori istituzionali (*inst\_share*) hanno raggiunto livelli di significatività inferiori al 10%. Di contro, l'indice Q di Tobin (*Tobin\_Q*) e la variabile relativa all'età dell'impresa (*age*) non risultano più statisticamente influenti nei confronti della decisione di delisting. In termini di relazione, le uniche variabili il cui coefficiente ha cambiato segno nel passaggio dal modello semplificato al modello generale risultano essere la leva finanziaria e la percentuale di proprietà degli investitori istituzionali: i coefficienti di tutti gli altri regressori, invece, non hanno subito alcuna modifica.

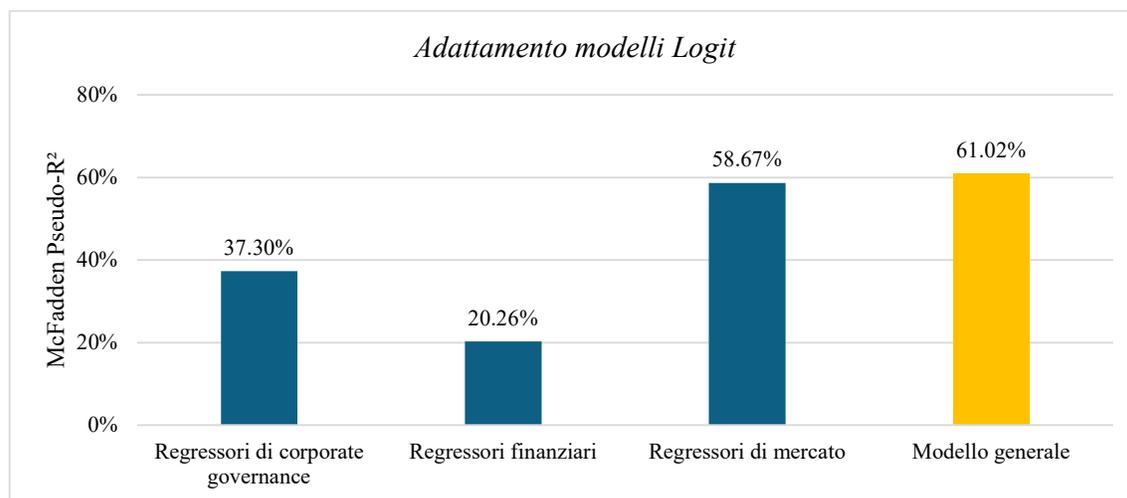
Variabile	Modello semplificato		Modello generale	
	Relazione	$P >  z $	Relazione	$P >  z $
<i>lev_fin</i>	Positiva	0,556	Negativa	0,021
<i>Tobin_Q</i>	Negativa	0,029	Negativa	0,612
<i>div_yield</i>	Negativa	0,015	Negativa	0,049
<i>control_share</i>	Positiva	0,099	Positiva	0,074
<i>inst_share</i>	Positiva	0,888	Negativa	0,035
<i>age</i>	Positiva	0,024	Positiva	0,506
<i>dual</i>	Negativa	0,081	Negativa	0,037
<i>patti_para</i>	Positiva	0,043	Positiva	0,009

*Tabella 24 - Variazione dei livelli di significatività dei regressori tra modelli semplificati e generale*

In riferimento a quanto ipotizzato nelle sezioni precedenti, dal modello generale è possibile chiarire l'influenza dei regressori finanziari nei confronti della probabilità di delisting. Più nel dettaglio, i risultati empirici suggeriscono che un incremento del rapporto di indebitamento (*lev\_fin*) delle aziende del campione determina una riduzione significativa del rischio di delisting. Rispetto alla variabile relativa allo stress finanziario, la leva finanziaria permette di misurare l'effetto del livello di indebitamento delle società quotate nei confronti della decisione di privatizzazione. A riguardo, le imprese caratterizzate da un leverage elevato potrebbero beneficiare di un migliore accesso al credito e di un maggiore supporto da parte delle istituzioni finanziarie, oltre che essere contraddistinte dalla capacità di investire in progetti di lungo termine. Ne segue che, una leva finanziaria elevata può segnalare una maggiore solidità finanziaria e, quindi, una riduzione dell'incentivo ad abbandonare il mercato azionario: la possibilità di accedere a risorse finanziarie più ampie e di mantenere una struttura del capitale efficiente si può, quindi, tradurre in prospettive di crescita più rosee e relazioni più salde con gli operatori del sistema finanziario.

Accanto a tali evidenze si aggiunge, poi, l'influenza della quota di proprietà degli investitori istituzionali inclusi nell'azionariato sociale. Secondo i risultati, la presenza di tale categoria di soggetti assume una funzione disciplinante nei confronti del management e dello shareholder di controllo: la partecipazione di investitori istituzionali può contribuire a ridurre le asimmetrie informative e a promuovere una governance più trasparente. Tale presenza risulta, infatti, associata ad un monitoraggio più attivo delle decisioni aziendali e, quindi, a un minore rischio di tunneling da parte degli insider. Ciò fa sì che gli insider abbiano minori incentivi a perseguire strategie opportunistiche, mirate ad accentuare il controllo e operare in contesti di minore trasparenza. Infine, la presenza di tali investitori favorisce la stabilità della compagine azionaria e rafforza la fiducia del mercato, incentivando una maggiore continuità della quotazione.

In termini di aderenza al fenomeno reale, il *Grafico 30* permette di confrontare le misure di adattamento dei modelli di regressione logistica semplificati e generale.



*Grafico 30 - Misure di adattamento dei diversi modelli di regressione logistica*

La possibilità di considerare simultaneamente fattori economici, di mercato e di corporate governance ha fatto sì che il modello generale potesse raggiungere un'elevata capacità esplicativa nei confronti del fenomeno del delisting. Tuttavia, il valore massimo del *McFadden's pseudo-R<sup>2</sup>* associato a tale specificazione risulta prossimo a quello rilevato dal modello che include esclusivamente le variabili di mercato: ciò suggerisce, quindi, che variabili come il Tobin Q ratio, il rendimento da dividendo o il Price Earnings ratio potrebbero rappresentare alcuni dei principali driver alla base del fenomeno del delisting. In altri termini, il comportamento degli investitori e le dinamiche di performance azionaria del mercato regolamentato italiano potrebbero rivestire un ruolo preponderante nel determinare la decisione volontaria o involontaria di abbandonare la borsa valori nazionale.

## 7.5 Survival Analysis

I precedenti modelli logistici hanno permesso di individuare i fattori finanziari, di mercato e di corporate governance significativi nei confronti della probabilità di delisting. In generale, tali regressioni sono state implementate sulla base dell'assunzione che il rischio di abbandonare la borsa valori italiana sia costante nel corso del tempo e che l'effetto dei singoli regressori rimanga invariato, indipendentemente dalla durata della permanenza della società sul mercato dei capitali. Tuttavia, il mancato riconoscimento esplicito del fattore temporale che intercorre tra l'ammissione alla borsa valori e l'eventuale abbandono della piazza finanziaria rappresenta una forte limitazione in contesti in cui la durata della quotazione può influenzare significativamente la probabilità di delisting e le dinamiche di mercato. Per tale motivo, i modelli di regressione logit ad effetti casuali non consentono di analizzare l'evoluzione temporale del rischio di delisting, né di valutare se e come l'impatto delle variabili indipendenti possa variare in funzione del longevità della quotazione.

Per superare le attuali limitazioni e ottenere una visione quanto più completa delle dinamiche del fenomeno italiano, è possibile condurre una valutazione del tempo di sopravvivenza al delisting attraverso l'implementazione di metodologie parametriche, come il modello di tempo di fallimento accelerato (AFT), o non parametriche, tra cui il modello di rischio proporzionale di Cox. Entrambi gli approcci consentono di rappresentare in maniera più realistica le dinamiche del fenomeno in quanto permettono di analizzare non solo le determinanti della probabilità di delisting, ma anche di modellare esplicitamente il tempo fino al verificarsi dell'evento di privatizzazione. Più nel dettaglio, tali metodologie consentono di identificare i periodi in cui le società risultano maggiormente vulnerabili all'uscita dal mercato e di valutare come il rischio di accadimento dell'evento muti nel corso del tempo in relazione a specifiche covariate.

Nonostante le differenze metodologiche, i risultati ottenuti con i due approcci tendono ad essere coerenti e complementari. In generale, il modello AFT risulta particolarmente utile in caso di stima diretta del tempo di sopravvivenza al delisting: tale strumento consente, infatti, di interpretare gli effetti dei regressori econometrici in termini di variazioni nella durata della quotazione, offrendo un prospettiva chiara della misura con cui i regressori finanziari, di mercato e di corporate governance accelerano o rallentano il processo di abbandono del listino. Il modello di Cox permette, invece, di identificare i fattori che influenzano il rischio relativo di delisting in ogni fase della vita aziendale e, quindi, di facilitare l'individuazione dei periodi di quotazione caratterizzati da un maggiore livello di criticità. Tale combinazione metodologica non migliora solo la capacità predittiva delle analisi, ma fornisce anche suggerimenti a investitori, enti regolatori ed aziende per anticipare e gestire il rischio di uscita dal mercato dei capitali italiano.

### 7.5.1 Curve di Kaplan-Meier

Le curve di sopravvivenza di Kaplan-Meier rappresentano uno strumento particolarmente utile per valutare la durata della permanenza delle imprese sul mercato dei capitali italiano e l'evoluzione del rischio di delisting nel corso del tempo. In particolare, l'approccio di Kaplan-Meier consente di stimare la probabilità cumulativa che un'impresa rimanga quotata oltre un certo periodo di tempo, evidenziando le fasi in cui il rischio di uscita dal listino risulta particolarmente marcato. Tali curve si basano su un'analisi di carattere non parametrico che permette di ottenere una stima diretta della funzione di sopravvivenza al fallimento, senza la necessità di effettuare alcuna assunzione relativa alla distribuzione del numero di anni di permanenza in borsa.

Al fine di stimare della funzione di sopravvivenza di Kaplan-Meier, è possibile fare riferimento alla seguente formula:

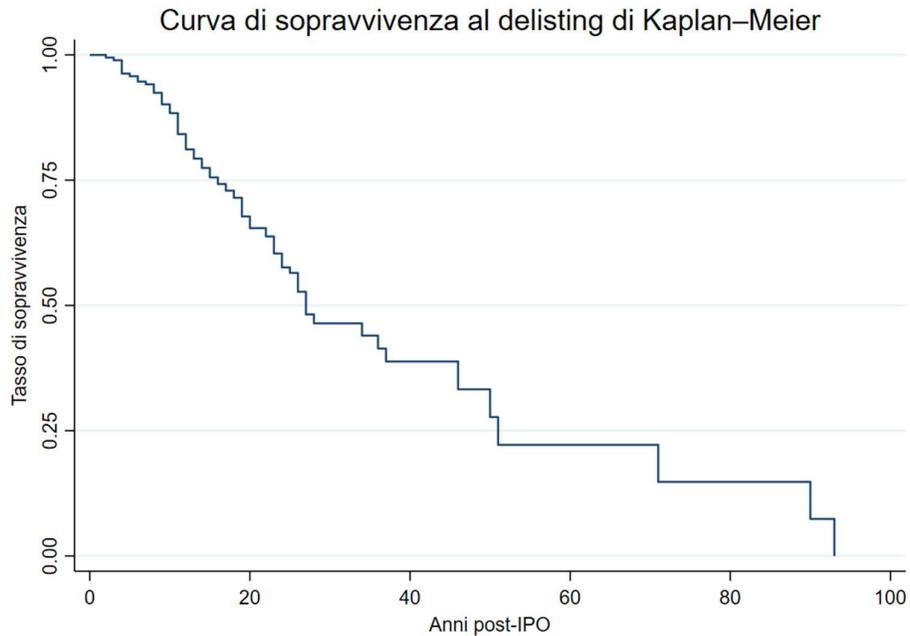
$$\hat{S}(t) = \prod_{t_i \leq t} \left(1 - \frac{d_i}{n_i}\right)$$

Più nel dettaglio,  $\hat{S}(t)$  rappresenta la funzione di sopravvivenza stimata, ovvero la percentuale di imprese del campione che mantengono lo status di quotate all'istante temporale  $t$ . Il parametro  $d_i$  quantifica, invece, il numero di imprese coinvolte in un processo di delisting esattamente al tempo  $t_i$ . Di contro,  $n_i$  indica l'ammontare di società ancora quotate immediatamente prima del periodo  $t_i$  e, quindi, il numero di aziende esposte al rischio di abbandonare la borsa valori al momento della stima.

Si ricorda che, per ottenere una stima non distorta della probabilità di sopravvivenza e del rischio di delisting, la presente espressione richiede di includere sia le informazioni relative alle imprese che hanno effettivamente subito un delisting nel periodo  $i$ -esimo (eventi osservati), che quelle riferite a imprese che, pur rimanendo quotate fino al termine della finestra temporale di esame, potrebbero essere oggetto di rimozione dal listino in futuro (osservazioni censurate).

La funzione di Kaplan-Meier stima la probabilità di sopravvivenza al delisting come il prodotto delle probabilità di non fallimento, cioè di mancato delisting, in ciascun istante in cui si osserva un evento: di conseguenza, ogni volta in cui si verifica una rimozione dal listino, la probabilità cumulativa di sopravvivenza diminuisce. Data la natura discreta delle osservazioni, la curva risultante è caratterizzata da un andamento a gradini, in cui ogni riduzione si verifica esclusivamente nei momenti in cui avviene un delisting. Nei periodi in cui non si osservano eventi, invece, la funzione di sopravvivenza riflette l'assenza di variazioni nel numero di imprese quotate attraverso un comportamento di tipo costante.

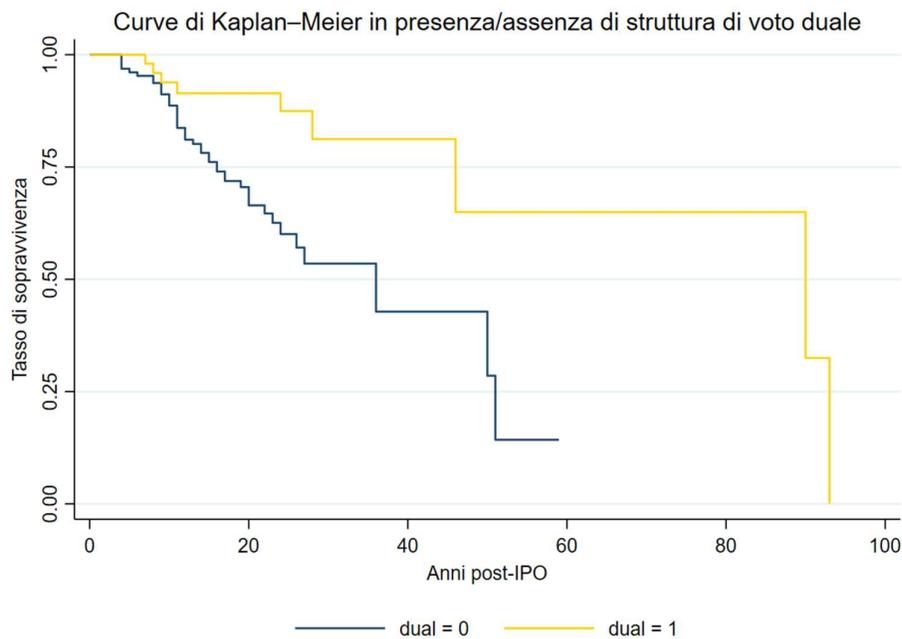
In riferimento all'insieme delle società del campione, il *Grafico 31* mostra la curva di sopravvivenza di Kaplan-Meier relativa alle imprese quotate presso Borsa Italiana tra il 2000 e il 2023. Come si può osservare, l'asse orizzontale rappresenta il tempo, espresso in anni, che intercorre tra l'offerta pubblica iniziale e il delisting. L'asse verticale, invece, indica il tasso di sopravvivenza al delisting, inteso come probabilità stimata che una qualsiasi società rimanga quotata oltre un certo periodo.



*Grafico 31 – Curve di sopravvivenza al delisting di Kaplan-Meier per le imprese del campione*

In generale, la curva sembra evidenziare l'esistenza di due diversi trend. Il primo, che si estende fino a circa il venticinquesimo anno post-IPO, è caratterizzato da una rapida diminuzione del tasso di sopravvivenza nel corso degli anni e, quindi, da un forte aumento del rischio di delisting: più nel dettaglio, si stima che, superati i primi venticinque anni di permanenza sul mercato, il tasso di sopravvivenza sul mercato dei capitali italiano subisca una concentrazione di circa il 50%. A riguardo, le informazioni contenute nel dataset indicano che il 68,3% del totale dei delisting è avvenuto entro i primi venti anni dall'ingresso in Borsa Italiana. Per converso, il secondo andamento è contraddistinto da una riduzione più graduale del presente tasso: per registrare un peggioramento analogo è, infatti, necessario circa il doppio del tempo. Ciò potrebbe, quindi, suggerire che le società in grado di superare i primo vent'anni post-IPO sono in grado di conseguire maggiori livelli di stabilità, oltre che consolidare il proprio posizionamento e ridurre in maniera meno marcata il rischio di delisting. Tale evidenza indica, quindi, l'esistenza di un'età critica di permanenza sul mercato, superata la quale le imprese sopravvissute tendono a rimanere quotate per periodi più lunghi.

Per esplorare l’impatto di specifici regressori nei confronti dell’evoluzione temporale del tasso di sopravvivenza al delisting, è possibile stratificare le curve di Kaplan-Meier in funzione di variabili di natura booleana. In virtù dei risultati ottenuti dai modelli di regressione logistica, in questa sede sono riportate le rappresentazioni relative all’influenza di alcuni fattori di corporate governance rispetto all’andamento del rischio di abbandono della borsa valori italiana nel corso degli anni successivi all’IPO: più nel dettaglio, il *Grafico 32*, il *Grafico 33* e il *Grafico 34* descrivono le coppie di curve di Kaplan-Meier associate, rispettivamente, all’adozione di un sistema di voto duale (*dual*), all’esistenza di patti parasociali tra gli azionisti (*patti\_para*) e alla concentrazione del doppio ruolo di CEO e presidente del Consiglio di amministrazione (*CEO\_Pres*).

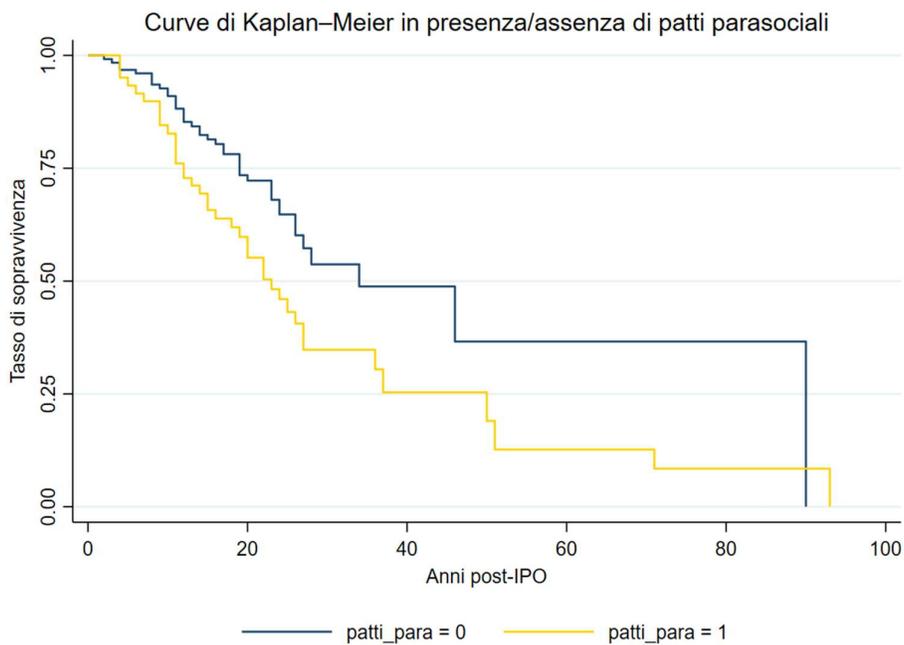


*Grafico 32 - Curve di Kaplan-Meier in presenza/assenza di struttura di voto duale*

In termini di struttura dei diritti di voto, il *Grafico 32* evidenzia notevoli differenze tra i due gruppi in esame: considerando l’andamento dei due tassi di sopravvivenza, emerge che le società dotate di una struttura di tipo duale sono contraddistinte da una maggiore longevità rispetto a quelle dotate di un sistema di voto tradizionale. Osservando le curve di Kaplan-Meier nel loro complesso, si nota che la probabilità di sopravvivenza delle imprese con struttura duale rimane elevata anche a distanza di diversi decenni dalla rispettiva data di ammissione in listino. Di contro, per le società con voto singolo quest’ultima diminuisce in maniera più marcata nel corso dell’intervallo temporale analizzato. In riferimento al lungo periodo, la differenza tra le spezzate diventa particolarmente evidente: rispetto alla maggior parte delle società con sistema di voto tradizionale, che abbandona il mercato dei capitali

italiano entro sessant'anni dalla quotazione, molte imprese con struttura duale continuano ad operare anche oltre gli ottant'anni. Ciò suggerisce, quindi, che le società che hanno adottato un sistema di voto duale tendono ad avere una maggiore capacità di mantenere lo status di quotate rispetto alla controparte tradizionale.

Per quanto concerne l'effetto della presenza di patti parasociali, è possibile fare riferimento al *Grafico 33*. In accordo con quanto emerso dai modelli di regressione logistica, sembra che la validità di accordi tra gli azionisti delle società quotate influisca negativamente sul tasso di sopravvivenza al delisting: considerando un rischio di fallimento pari al 50%, ad esempio, si nota che la durata media della quotazione è pari a circa trentacinque anni per le società senza patti parasociali e poco più di venti anni per quelle in cui è in corso di validità almeno un accordo tra gli azionisti. Tale evidenza è riconducibile al fatto che la presenza di accordi permette di regolare ex-ante la governance e i rapporti tra gli azionisti al fine di ridurre la contendibilità della società e limitare scalate ostili.



*Grafico 33 - Curve di Kaplan-Meier in presenza/assenza di patti parasociali*

Nella pagina successiva, il *Grafico 34* mostra le curve di sopravvivenza per le società quotate in presenza e in assenza di ruolo duale tra CEO e presidente del Consiglio di amministrazione (*CEO\_Pres*). In generale, la buona sovrapposizione tra le due curve, estremamente marcata nel corso dei primi anni post-IPO, suggerisce l'assenza di differenze significative tra i due gruppi di imprese. Tuttavia, è possibile notare che, fino al trentesimo anno, le imprese caratterizzate da una concentrazione dei ruoli sono contraddistinte da un tasso medio di sopravvivenza di poco superiore

rispetto a quelle in cui tali posizioni sono ricoperte da soggetti diversi. Superata la soglia dei trent'anni, invece, le differenze tra le due curve tendono ad essere più marcate. In generale, risulta interessante notare come le imprese caratterizzate dalla concentrazione dei ruoli mostrino un tasso medio di sopravvivenza pressoché stabile attorno al valore di 0,4 nell'intervallo compreso tra i trenta e i novanta anni post-IPO. Al contrario, nelle società in cui le due posizioni sono ricoperte da soggetti distinti, il rischio di delisting aumenta progressivamente nel corso del tempo. Tale divergenza suggerisce, quindi, che nel lungo periodo la dualità dei ruoli potrebbe essere associata a un segnale di maggiore stabilità.

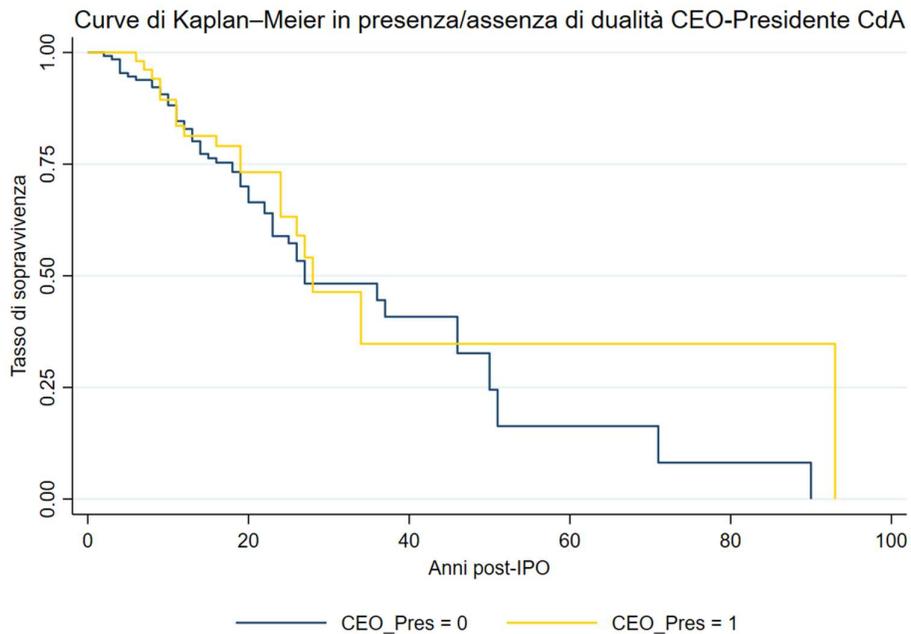


Grafico 34 - Curve di Kaplan-Meier in presenza/assenza di dualità CEO-Presidente del CdA

Nel presente paragrafo sono state riportate solo alcune delle possibili curve di Kaplan-Meier del campione, con stratificazioni effettuate sulla base di un insieme selezionato di variabili di corporate governance. Tali curve di sopravvivenza evidenziano come alcuni regressori possono avere implicazioni potenzialmente rilevanti nei confronti della capacità di un'impresa di mantenere lo status di quotata nel corso del tempo. Tuttavia, un limite intrinseco della presente metodologia è rappresentato dalla natura univariata delle analisi che consente di effettuare: le curve di Kaplan-Meier permettono, infatti, di valutare l'effetto di un regressore per volta, senza controllare per il possibile impatto congiunto di ulteriori variabili. Al fine di ottenere una visione quanto più accurata e completa delle dinamiche temporali di permanenza sul mercato, risulta, quindi, necessario adottare un approccio integrato come quello offerto dal modello AFT o dal modello di rischio proporzionale.

### 7.5.2 Modello di tempo di fallimento accelerato

Il modello di rischio accelerato, anche noto come Accelerated Failure Time (AFT), è un modello di sopravvivenza parametrico che permette di valutare l'influenza di un insieme di covariate nei confronti del tempo al delisting di una società quotata. A differenza del modello di Cox, che quantifica il rischio istantaneo di abbandono del listino di borsa in un dato istante temporale, il metodo AFT permette di valutare, in maniera più diretta ed intuitiva, la capacità delle variabili di accelerare o rallentare la durata della quotazione delle imprese del campione.

In generale, il modello di rischio accelerato si basa sulle seguenti assunzioni:

- *Proporzionalità dei tempi di fallimento*

Per ciascuna coppia di imprese del campione, il rapporto tra i tempi di fallimento al tempo  $t$  è indipendente dal tempo  $t$  stesso. Per testare tale assunzione, è possibile ricorrere al Test di Wald o valutare graficamente il parallelismo tra le curve in scala logaritmica delle funzioni di sopravvivenza dei gruppi.

- *Linearità nel log-tempo*

Il logaritmo del tempo di sopravvivenza al delisting può essere rappresentato da una relazione di tipo lineare delle covariate incluse nel modello e di un termine di errore.

- *Indipendenza degli errori*

I termini di errore associati a ciascun individuo risultano indipendenti l'uno dall'altro: ciò comporta, quindi, che per ciascuna società il tempo di sopravvivenza al delisting non è direttamente influenzato dal tempo di sopravvivenza delle altre imprese.

- *Distribuzione specifica degli errori*

I termini di errore seguono una distribuzione predeterminata che dipende dal tipo di dato e dal contesto di analisi.

- *Indipendenza degli eventi di censura*

La probabilità di censura di una società è indipendente dal suo tempo di sopravvivenza reale.

In accordo con il modello di rischio accelerato, l'effetto delle covariate sulla durata della quotazione non è additivo, bensì moltiplicativo. Ciò implica che le variabili esplicative del fenomeno scalano il tempo di sopravvivenza, piuttosto che sommare o sottrarre un valore fisso. L'espressione moltiplicativa del modello AFT, in forma logaritmica, è la seguente:

$$\log(T_i) = \beta_0 + \beta_1 \cdot X_{i,1} + \beta_2 \cdot X_{i,2} + \dots + \beta_n \cdot X_{i,n} + \varepsilon_i$$

All'interno dell'espressione dell'Accelerated Failure Time, la variabile dipendente  $T_i$  rappresenta il tempo di sopravvivenza al delisting della società  $i$ -esima del campione.

I coefficienti  $\beta_i$  delle covariate  $X_i$  descrivono l'effetto delle variabili esplicative nei confronti del logaritmo del tempo fino al delisting: tali parametri indicano in che modo ciascun fattore influenza la durata della permanenza di un'azienda sul mercato dei capitali italiano. Più nel dettaglio, un valore positivo di  $\beta_i$  implica che un aumento della covariata  $X_i$  prolunga il tempo atteso prima del delisting. al contrario, se  $\beta_i$  è negativo, un incremento nel valore della covariata  $X_i$  riduce la durata della permanenza sul mercato. Per rappresentare in termini più intuitivi l'effetto moltiplicativo di ciascuna variabile, è possibile quantificare la variazione proporzionale del tempo di sopravvivenza in risposta ad un incremento unitario della covariata attraverso il fattore di accelerazione  $e^{\beta_i}$ . In particolare, se  $e^{\beta_i} > 1$ , il tempo medio di sopravvivenza al delisting aumenta; mentre se  $e^{\beta_i} < 1$ , questo diminuisce.

Il termine di errore  $\varepsilon_i$  rappresenta la componente stocastica che cattura la variabilità non spiegata nel tempo fino al delisting. Poiché il modello AFT assume l'esistenza di una relazione log-lineare tra la durata della quotazione e le covariate,  $\varepsilon_i$  può essere modellato come una variabile aleatoria che segue una specifica distribuzione parametrica. La scelta della forma distribuzionale dell'errore risulta, quindi, fondamentale in quanto influenza direttamente l'interpretazione dei risultati: per selezionare la distribuzione parametrica più adatta, è stato implementato l'Akaike Information Criterio (AIC) per confrontare diverse specificazioni del modello.

In particolare, la *Tabella 25* confronta i valori AIC associati ai modelli AFT implementati assumendo che i termini di errore seguano distribuzioni di Weibull, esponenziale, log-logistica e log-normale. Più nel dettaglio, i valori contenuti nella tabella sono stati ottenuti implementando il comando *streg* con il medesimo set di variabili utilizzato per il modello di regressione logistica generale (paragrafo 7.4.4, *Tabella 23*), applicando le opzioni *dist(weibull)*, *dist(exponential)*, *dist(loglogistic)* e *dist(lognormal)* per le distribuzioni e *vce(clusuter nfirm)* per il calcolo degli errori standard robusti all'eteroschedasticità.

Distribuzione	AIC
Weibull	166,36
Esponenziale	171,90
Log-logistica	171,18
Log-normale	172,21

*Tabella 25 - Valori del test AIC associati a diverse distribuzioni parametriche per il modello AFT*

Come si può osservare dalla tabella, la forma distribuzionale più adatta a rappresentare i termine di errore  $\varepsilon$  è quella di Weibull in quanto risulta associata al valore minimo di AIC.

Per implementare il modello AFT con il software statistico Stata, è necessario, in primo luogo, dichiarare la struttura dei dati attraverso il comando *stset survival, id(nfirm) failure(delisting==1)*. Più nel dettaglio, la variabile *survival*, definita per ciascuna unità del dataset, rappresenta il tempo di sopravvivenza al delisting, ossia il tempo che intercorre tra l'anno dell'osservazione e quello di iscrizione nel listino di Borsa Italiana. Tale variabile risulta fondamentale poiché permette di quantificare lo scorrere dei periodi temporali fino al verificarsi del fenomeno o, in alternativa, alla censura. Le opzioni *id(nfirm)* e *failure(delisting==1)* permettono, rispettivamente, di attribuire le informazioni temporali alle rispettive società e definire per quali valori della variabile *delisting* si verifica l'evento di interesse.

Definita la struttura dei dati, il modello AFT è stato implementato attraverso il comando Stata *streg*. Più nel dettaglio, questo è stato eseguito in presenza dell'opzione *nohr* al fine di ottenere i valori dei coefficienti stimati  $\beta_i$  associati all'insieme delle covariate incluse nel modello. Inoltre, per tenere conto della possibile dipendenza tra osservazioni riferite alla medesima unità statistica, sono stati calcolati, per ciascuna variabile, gli errori standard robusti all'eteroschedasticità attraverso l'opzione *vce(cluster nfirm)*.

Per quanto riguarda l'approccio operativo e la selezione delle variabili, invece, gli accorgimenti descritti all'interno della sezione introduttiva del paragrafo *Modelli di regressione Logit con effetti casuali* sono stati adattati in conseguenza alle limitazioni computazionali del comando in uso. In particolare, a causa dell'impossibilità di gestire in maniera diretta le operazioni di ritardo temporale attraverso l'indicatore *L.*, è stato necessario generare, tramite il comando *gen* raggruppato per ciascun identificatore *nfirm*, nuovi regressori già comprensivi del lag. Inoltre, le difficoltà computazionali associate alle booleane temporali, manifestatesi in seguito all'introduzione del set di regressori *i.year*, hanno richiesto la creazione di tre nuove dummy associate ai cicli di mercato compresi tra il 2000 e il 2023. Più nel dettaglio, le variabili *dummy\_2007*, *dummy\_2008\_2012* e *dummy\_2013* sono state generate per gestire, rispettivamente, gli intervalli temporali compresi tra il 2000 e il 2007, tra il 2008 e il 2012 e tra il 2013 e il 2023. Non si segnala, invece, alcuna modifica relativa alle covariate di settore.

All'interno della pagina successiva, la *Tabella 26* illustra il modello di tempo di fallimento accelerato utilizzato per valutare l'impatto dei regressori finanziari, di mercato e di corporate governance nei confronti del tempo di sopravvivenza al delisting delle aziende del campione. In particolare, per ciascuna variabile indipendente sono riportati il valore del coefficiente stimato  $\beta_i$  e, tra parentesi, l'errore standard robusto all'eteroschedasticità. La presenza dei simboli \*, \*\* e \*\*\* segnala, rispettivamente, un livello di significatività statistica pari al 10%, 5% e 1%.

VARIABLES	<i>Survival time</i>	
<i>L. fcf_asset</i>	- 6,042 (4,613)	
<i>L. int_debt_rev</i>	9,360 (6,277)	
<i>L. lev_fin</i>	- 3,87 e-07 (1,94 e-07)	**
<i>L. invest_rate</i>	- 4,209 (3,116)	
<i>L. roa</i>	2,258 (6,447)	
<i>L. logAsset</i>	0,198 (0,266)	
<i>L. Tobin_Q</i>	1,59 e-07 (1,53 e-07)	
<i>L. div_yield</i>	- 0,234 (0,112)	**
<i>L. pe</i>	0,00188 (0,00447)	
<i>L. beta</i>	- 0,000185 (9,63 e-05)	*
<i>L. control_share</i>	- 4,06 e-06 (6,70 e-06)	
<i>L. inst_share</i>	- 6,96 e-06 (2,33 e-05)	
<i>L. CEO_Pres</i>	-0,683 (0,513)	
<i>L. age</i>	- 0,000534 (0,00389)	
<i>L. board</i>	- 0,0634 (0,0636)	
<i>L. dual</i>	- 1,310 (0,478)	***
<i>L. patti_para</i>	0,734 (0,327)	**
Constant	- 5,813 (1,830)	***
Year	Fixed Effects	
Industry	Fixed Effects	
Observations	1.580	
Number of <i>subjects // failures</i>	164 // 41	
Log pseudo-likelihood	- 51,182	
Prob > chi2	0,0014	

*Robust standard errors in parentheses*

\*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$

Tabella 26 – Output modello di tempo di fallimento accelerato

Come si può osservare dalla tabella, i risultati empirici indicano che le covariate che possono esercitare un'influenza rilevante nei confronti del tempo di sopravvivenza al delisting sono la leva finanziaria (*lev\_fin*), il fattore di rischio sistematico (*beta*), il rendimento da dividendo (*div\_yield*), l'adozione di una struttura di voto di tipo duale (*dual*) e la presenza di patti parasociali tra gli azionisti societari (*patti\_para*). Rispetto a quanto emerso dal modello di regressione logistica generale, risulta confermata la significatività del rapporto di indebitamento, del dividend yield e della variabile booleana relativa al sistema di voto duale: ciò indica, quindi, che l'influenza di tali variabili non si limita esclusivamente alla probabilità di delisting, ma si estende anche al rischio temporale associato a tale evento, confermandone l'importanza sia nel breve che nel lungo periodo. Tuttavia, l'implementazione di tale strumento di analisi di sopravvivenza ha rivelato che l'influenza di variabili come la quota dell'azionista di maggioranza (*control\_share*), la percentuale di proprietà degli investitori istituzionali (*inst\_share*) e lo stress finanziario (*int\_debt\_rev*) risulta limitata alla probabilità di abbandonare la borsa valori italiana e non determina alcun impatto sul tempismo dell'evento. In altri termini, le presenti covariate potrebbero non esercitare un'influenza duratura sul rischio temporale di delisting, ma piuttosto determinare cambiamenti significativi in fasi specifiche, aumentandone la probabilità in periodi critici.

In termini di leva finanziaria, le evidenze suggeriscono che un incremento del rapporto tra debiti finanziari ed equity è associato ad una riduzione del tempo di sopravvivenza al delisting. Sebbene un leverage più elevato possa comportare vantaggi di lungo periodo, come accesso facilitato al credito e maggiori capacità di investimento, nel breve termine una leva marcata potrebbe dar luogo a maggiori rischi finanziari per le imprese: un contesto di elevato indebitamento può compromettere la stabilità economica delle aziende, riducendo, così, il tempo di permanenza sul mercato dei capitali italiani. A riguardo, le società caratterizzate da ingenti rapporti di indebitamento potrebbero avere difficoltà nel soddisfare i requisiti minimi di capitalizzazione di mercato e redditività imposti dagli enti regolatori della borsa valori, con conseguente incremento della probabilità di uscita anticipata dalla borsa valori. Dal confronto tra il modello di regressione logistica generale e i risultati del modello AFT, emerge, quindi, che la leva finanziaria risulta un fattore chiave nello spiegare il fenomeno del delisting: oltre ad essere una determinante significativa della probabilità di abbandonare Borsa Italiana, questa risulta anche estremamente rilevante nell'influenzarne il tempismo.

Analogamente, anche una crescita del rendimento da dividendo è accompagnata da una diminuzione della durata della permanenza nel listino di borsa. La presente evidenza può essere giustificata da alcune considerazioni: in primo luogo, un elevato dividend yield potrebbe indicare che l'azienda tende a distribuire una parte significativa dei propri profitti agli azionisti piuttosto che reinvestirli in

progetti di crescita e sviluppo. Tale comportamento può segnalare l'assenza di prospettive di espansione di lungo periodo, riducendo così l'attrattiva dell'impresa e velocizzandone il rispettivo processo di abbandono della quotazione. In secondo luogo, una crescita del rapporto può derivare da un calo del prezzo delle azioni: in presenza di prospettive incerte, il valore del titolo potrebbe diminuire, facendo salire artificialmente il dividend yield e, quindi, accelerare il delisting. In aggiunta, le società contraddistinte da un elevato quoziente rappresentano spesso un target estremamente appetibile per le operazioni di buyout o scalata ostile, soprattutto in presenza di un ridotto valore di mercato: in tali circostanze, i soggetti interessati a ottenere il controllo dell'impresa potrebbero optare per una privatizzazione strategica in grado di ridurre ulteriormente il tempo di permanenza in borsa.

Per quanto concerne l'esposizione dei titoli azionari al rischio sistematico, i risultati indicano che una maggiore instabilità può aumentare l'incertezza sul futuro della società e, quindi, spingere gli investitori a considerare più rapidamente l'uscita dal mercato dei capitali. In generale, le società con un valore di beta elevato tendono a subire gli effetti dei diversi cicli economici in maniera più marcata rispetto alla controparte caratterizzata da fattori più contenuti. Ciò fa sì che tali aziende siano esposte, tra le cose, anche a perdite significative di valore e, quindi, ad una maggiore propensione al delisting. In aggiunta, un beta più elevato è associato ad un costo del capitale maggiore a causa del fatto che gli azionisti richiedono un rendimento maggiore per far fronte ai rischi aggiuntivi. Ne segue, quindi, che quando l'azienda è in difficoltà a individuare nuovi investitori o ottenere finanziamenti a condizioni favorevoli, si riducono significativamente le probabilità di rimanere quotata a lungo termine.

Secondo l'output del modello di tempo di fallimento accelerato, le società caratterizzate da una struttura di voto di tipo duale presentano un tempo di sopravvivenza al delisting significativamente inferiore rispetto alla controparte dotata di un sistema tradizionale. Più nel dettaglio, tale evidenza può essere giustificata dal fatto che l'accentramento del controllo in capo a pochi soggetti consente di finalizzare operazioni come il delisting in maniera più rapida, senza la necessità di convincere l'intero azionariato diffuso. Inoltre, data la preferenza per società con governance trasparente, le azioni con diritto di voto limitato non risultano particolarmente attraenti agli occhi di investitori istituzionali: ciò fa sì che tale categoria di investitori risulti meno propensa all'acquisto dei titoli e, quindi, che le corrispondenti azioni siano meno liquide e maggiormente soggette a volatilità. Tali conseguenze complicano il processo di raccolta di nuovi capitali e possono limitare i benefici della quotazione riducendo, così, il tempo di sopravvivenza al delisting. In ultimo, occorre ricordare che la natura duale del voto consente di sfruttare il delisting per ottenere uno sconto sul prezzo delle azioni e, quindi, accelerare la privatizzazione e ottenere il controllo totale della società.

Dai risultati del metodo AFT, è emerso che l'unica covariata che presenta una relazione positiva e statisticamente significativa nei confronti del tempo di sopravvivenza al delisting risulta essere la dummy relativa alla validità di patti parasociali tra gli shareholder della società. Tale evidenza può essere giustificata da diverse interpretazioni. In primo luogo, la presenza di accordi tra gli investitori contribuisce a stabilizzare l'assetto proprietario e a limitare la facilità di trasferimento dei titoli azionari: normalmente, tali patti includono, tra le cose, clausole di prelazione, diritti di co-vendita o sindacati di blocco che vincolano gli azionisti nei processi di cessione delle partecipazioni sociali. Ciò può ostacolare eventuali operazioni volte al raggiungimento della soglia di controllo necessaria per procedere al delisting, allungando, così, i tempi di permanenza della società sul mercato regolamentato. In secondo luogo, i patti parasociali possono prevedere meccanismi di coordinamento tra gli azionisti che determinano tempistiche più dilatate per il raggiungimento del consenso in caso di decisioni strategiche come la privatizzazione. Infine, la validità dei presenti accordi rappresenta una naturale forma di resistenza ad operazioni ostili come OPA: la presenza di un nucleo di azionisti legati da patti parasociali rende più difficile per un soggetto esterno acquisire il controllo della società senza il consenso dei firmatari dell'accordo. Clausole come il diritto di trascinarsi o di covendita possono, infatti, influenzare il successo di un'offerta pubblica di acquisto e, quindi, ritardare il processo di abbandono del mercato dei capitali.

Come anticipato, il modello di tempo di fallimento accelerato assume che l'effetto delle covariate sulla durata della quotazione sia di tipo moltiplicativo. Il fattore di accelerazione o decelerazione associato a ciascuna variabile  $i$  può, quindi, essere ottenuto a partire dalla seguente relazione:

$$\text{Fattore di accelerazione}_i = e^{\beta_i}$$

La *Tabella 27* riassume il valore assunto dal fattore di accelerazione o decelerazione di ciascuna delle variabili risultate statisticamente significative nel modello AFT, con il corrispondente p-value.

Covariata	Fattore di accelerazione	$P >  z $
<i>lev_fin</i>	0,9965	0,046
<i>div_yield</i>	0,7916	0,036
<i>beta</i>	0,9998	0,055
<i>dual</i>	0,2698	0,006
<i>patti_para</i>	2,0827	0,025

*Tabella 27 - Fattori di accelerazione o decelerazione modello AFT*

### 7.5.3 Modello di rischio proporzionale di Cox

Il modello di rischio proporzionale di Cox è uno strumento di regressione semi-parametrico che permette di esplorare la relazione tra il rischio di delisting delle società pubbliche italiane e un insieme di variabili predittive. A differenza del modello di tempo di fallimento accelerato (AFT), che indaga la relazione lineare tra le covariate e il logaritmo del tempo di sopravvivenza sulla borsa valori, il modello di Cox permette di trarre conclusioni indirette del legame tra i regressori e il tempo al delisting attraverso la quantificazione degli hazard ratio.

In generale, il modello di rischio proporzionale di Cox è fondato sulle seguenti assunzioni:

- *Proporzionalità dei rischi*

Per ciascuna coppia di aziende del campione, il rapporto tra le funzioni di rischio di delisting al tempo  $t$  è indipendente dal tempo  $t$  stesso. In altri termini, l'effetto delle covariate sul rischio relativo di delisting è moltiplicativo e non varia nel corso dell'intervallo temporale in esame. Per testare tale assunzione, è possibile ricorrere al Test di Schoenfeld o valutare graficamente il parallelismo tra le curve in scala logaritmica delle funzioni di sopravvivenza dei gruppi.

- *Indipendenza degli eventi di censura*

La censura non è correlata al rischio di delisting: il fatto che un'impresa non sia stata delistata entro il termine del periodo di analisi non dipende dalle variabili che influenzano il processo di abbandono della quotazione, condizionatamente alle altre covariate incluse nel modello. Più esplicitamente, la censura non è informativa in quanto dipende esclusivamente da fattori esterni (come la fine del periodo di studio).

- *Indipendenza degli eventi di fallimento*

Il tempo di fallimento di ciascuna società del dataset è indipendente dal tempo al delisting delle altre unità statistiche. Ciò si traduce nel fatto che, per ciascuna impresa, il rischio di abbandonare la quotazione non è direttamente influenzato dalla probabilità di delisting delle altre aziende.

- *Funzione di rischio di base non parametrica*

La distribuzione del rischio di base di delisting, ossia il tasso di rischio comune a tutte le società del campione ed indipendente dalle caratteristiche specifiche delle singole unità, non è caratterizzata da alcuna forma specifica.

Il principale vantaggio del modello di Cox è rappresentato dalla flessibilità: a differenza del metodo AFT, il modello di Cox non richiede una distribuzione specifica dei tempi di delisting, bensì permette di stimare gli effetti delle covariate senza specificare una funzione di sopravvivenza esplicita.

Come anticipato all'interno del capitolo *Spiegare il delisting*, il modello di rischio proporzionale di Cox è rappresentato dalla seguente relazione:

$$h_i(t|X_i) = h_0(t) \cdot e^{\beta_1 \cdot X_{i,1} + \beta_2 \cdot X_{i,2} + \dots + \beta_n \cdot X_{i,n}}$$

In particolare,  $h_i(t|X_i)$  indica la funzione di rischio istantaneo di delisting per la società  $i$ -esima al tempo  $t$ , dato il vettore di covariate  $X_i$ : in caso di abbandono del listino di borsa, tale valore riflette la probabilità istantanea che la società quotata venga delistata esattamente nel periodo  $t$ , condizionata al fatto che quest'ultima sia rimasta quotata fino a tale istante. La funzione di rischio di base  $h_0(t)$ , invece, non dipende dalle caratteristiche specifiche delle aziende: tale fattore moltiplicativo è influenzato esclusivamente dal tempo e rappresenta il rischio di ritiro dalla quotazione in un dato istante  $t$  per un'azienda del campione contraddistinta da covariate nulle. Infine, i coefficienti stimati  $\beta_i$  permettono di misurare l'effetto di ciascuna covariata  $X_i$  nei confronti del rischio dell'evento. Il significato di tali parametri può essere interpretato attraverso il rapporto di rischio  $e^{\beta_i}$ . In particolare, se l'hazard ratio è maggiore di 1, un aumento del regressore  $X_i$  è associato ad un incremento del rischio di delisting istantaneo della società. Se, invece, il rapporto è minore di 1, l'aumento della covariata è accompagnato da una riduzione del rischio di delisting. Infine, un hazard ratio pari ad 1 implica che la variabile non ha alcun impatto sulla propensione ad abbandonare la quotazione.

Prima di presentare i risultati empirici, occorre precisare che le evidenze ottenute dal modello di tempo di fallimento accelerato e dal modello di rischio proporzionale sono complementari. Il primo si concentra, infatti, sulla durata complessiva del tempo di sopravvivenza al delisting, mentre il secondo considera il rischio istantaneo di abbandonare la quotazione in ogni punto nel tempo. Più nel dettaglio il metodo AFT fornisce una visione globale della durata del processo, indicando come determinati fattori possano accelerare o rallentare il processo di abbandono del mercato dei capitali nel lungo periodo. Di contro, il modello di Cox esplora come variabili specifiche possano influenzare la probabilità di delisting in ogni istante temporale, senza fare assunzioni sulla distribuzione del tempo fino all'evento di fallimento. Nel caso del modello di Cox, quindi, non si possono trarre conclusioni dirette e semplici sul legame tra il valore dell'hazard rate e il tempo di sopravvivenza, in quanto il rapporto tra i due non è lineare e dipende dall'andamento del tasso di rischio nel corso dell'intervallo in esame. In particolare, la funzione di sopravvivenza è legata all'hazard rate attraverso la seguente relazione:

$$S(t) = e^{-\int_0^t h(u) du}$$

Ne segue che anche piccoli cambiamenti nel tasso di rischio istantaneo possono generare effetti complessi nei confronti della durata della quotazione.

Analogamente a quanto descritto all'interno della sezione precedente, per implementare il modello rischio proporzionale di Cox con il software statistico Stata, è necessario, in primo luogo, dichiarare la struttura dei dati attraverso il comando *stset survival, id(nfirm) failure(delisting==1)*. Di conseguenza, la stima degli hazard ratio è stata ottenuta a partire dall'esecuzione del comando *stcox* con l'opzione *hr*. Si segnala, infine, che per tenere conto della possibile dipendenza tra osservazioni riferite alla medesima unità statistica, sono stati calcolati, per ciascuna società, gli errori standard robusti all'eteroschedasticità attraverso l'opzione *vce(cluster nfirm)*.

All'interno della pagina successiva, la *Tabella 28* illustra il modello di rischio proporzionale di Cox utilizzato per valutare l'impatto dei regressori finanziari, di mercato e di corporate governance nei confronti del rischio istantaneo di delisting delle aziende del campione. In particolare, per ciascuna variabile indipendente, sono riportati il valore dell'hazard ratio e, tra parentesi, il rispettivo errore standard robusto all'eteroschedasticità. La presenza dei simboli \*, \*\* e \*\*\* segnala, rispettivamente, un livello di significatività statistica pari al 10%, 5% e 1%.

Come si può osservare, le evidenze indicano che il tasso di rischio associato alle variabili *lev\_fin* e *beta* risulta pressoché unitario: seppur statisticamente significative, i risultati suggeriscono che un incremento del rapporto di indebitamento o del fattore di rischio sistematico non determina alcun impatto nei confronti della probabilità istantanea che una società venga rimossa dal listino di borsa. Tuttavia, la significatività di tali variabili riflette il fatto che, sebbene non influenzino direttamente il rischio di delisting, queste potrebbero essere comunque rilevanti, in relazione agli altri regressori, nel descrivere la struttura del modello e nel migliorare la sua capacità predittiva.

Per quanto concerne la variabile *div\_yield*, i risultati empirici ottenuti dal modello di Cox suggeriscono che un aumento del rendimento da dividendo riduce il rischio istantaneo di delisting. Ciò implica che, nel breve termine, un elevato dividend yield può assolvere ad una funzione protettiva in quanto aumenta la stabilità percepita dell'azienda e ridimensiona, nell'immediato, la propensione ad abbandonare il listino di borsa. Le aziende che distribuiscono dividendi elevati possono essere considerate finanziariamente più solide, capaci di garantire maggiori ritorni per gli investitori e, quindi, meno soggette al delisting nel breve termine. Nonostante possa sembrare controintuitiva, tale evidenza è compatibile con quanto ottenuto in precedenza attraverso il modello AFT: sebbene nel breve periodo il dividend yield determini una riduzione il rischio di privatizzazione, nel lungo termine un elevato rendimento può essere associato ad una sostenibilità limitata: le aziende che preferiscono distribuire una parte significativa degli utili sotto forma di dividendi, piuttosto che reinvestirli, potrebbero segnalare l'assenza di prospettive di crescita concrete, a cui è associata un'accelerazione del processo di ritiro dalla quotazione.

VARIABLES	Hazard Ratio	
L. <i>fcf_asset</i>	0,00204 (0,0100)	
L. <i>int_debt_rev</i>	18.336 (125.054)	
L. <i>lev_fin</i>	1 (1,83 e-07)	***
L. <i>invest_rate</i>	0,00102 (0,00359)	*
L. <i>roa</i>	6,9059 (92,3917)	
L. <i>logAsset</i>	1,2797 (0,3205)	
L. <i>Tobin_Q</i>	1 (2,57 e-07)	
L. <i>div_yield</i>	0,8036 (0,08491)	**
L. <i>pe</i>	1,003 (0,005172)	
L. <i>beta</i>	1 (0,0001)	*
L. <i>control_share</i>	1 (6,44 e-06)	
L. <i>inst_share</i>	1 (0,000026)	
L. <i>CEO_Pres</i>	0,5205 (0,2554)	
L. <i>age</i>	0,99768 (0,004485)	
L. <i>board</i>	0,93166 (0,06609)	
L. <i>dual</i>	0,17338 (0,11262)	***
L. <i>patti_para</i>	1,638 (0,58259)	
Year	Fixed Effects	
Industry	Fixed Effects	
Observations	1.580	
Number of <i>subjects // failures</i>	164 // 41	
Log pseudo-likelihood	- 123,026	
Prob > chi2	0,0000	

*Robust standard errors in parentheses*

\*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$

Tabella 28 - Output modello di rischio proporzionale di Cox

Come si può osservare dalla tabella, la variabile relativa al tasso di investimento delle società quotate risulta statisticamente significativa. Più nel dettaglio, il valore di hazard ratio inferiore a 1 suggerisce che un incremento del rapporto tra capex ed asset fissi è accompagnato da una riduzione del rischio istantaneo di delisting: poiché gli investimenti in capitale fisso possono rappresentare un segnale di solidità e crescita, è ragionevole presupporre che le aziende contraddistinte da un elevato *invest\_rate* risentano in maniera minore del rischio di delisting. Un maggiore livello di investimento può, infatti, indicare l'adozione di una strategia orientata allo sviluppo e all'innovazione, ma anche migliorare la competitività e la fiducia degli investitori. Coerentemente con l'ipotesi secondo cui le imprese che reinvestono maggiormente nel proprio business siano meno esposte al rischio immediato di uscita dal listino, tale evidenza può essere giustificata anche dal fatto che un incremento del quoziente può tradursi in una maggiore efficienza operativa e redditività, con effetti positivi sia nel breve che nel lungo periodo.

Analogamente, anche la variabile booleana *dual* presenta un hazard ratio significativo e inferiore all'unità. In particolare, il valore stimato indica che il rischio di delisting per le società del campione contraddistinte dall'adozione di un sistema di voto di tipo duale è pari a solo il 17,34% della percentuale di rischio di delisting a cui sono soggette le imprese dotate di un sistema tradizionale. Tale evidenza suggerisce che le società in cui è ammesso un voto plurimo presentano una maggiore stabilità proprietaria, con conseguente minor rischio istantaneo di privatizzazione. Il sistema duale consente agli azionisti di maggioranza di mantenere il controllo anche in presenza di partecipazioni ridotte: ciò riduce, di fatto, la frequenza di operazioni speculative e ostili che potrebbero portare al delisting. Infine, la maggiore stabilità in termini di governance può ridurre la pressione esercitata dagli investitori di minoranza e istituzionali nel breve periodo e favorire decisioni strategiche meno influenzate dalle fluttuazioni di mercato.

#### *7.5.4 Curva di rischio istantaneo di delisting*

Il rischio istantaneo di delisting rappresenta il tasso al quale le società vengono rimosse dal listino di borsa in un preciso istante temporale, tenendo conto dei valori assunti dalle covariate incluse nel modello di rischio proporzionale. In altri termini, questo rappresenta la probabilità che il delisting si verifichi in un intervallo di tempo infinitesimo, condizionato al fatto che l'evento non si è ancora verificato.

All'interno della pagina successiva, il *Grafico 35* descrive la funzione di rischio istantaneo di delisting nel tempo ottenuta in seguito all'esecuzione del comando *Stata stcurve, hazard* dopo l'implementazione del modello di Cox presentato nella sezione precedente (*Tabella 28*). Più nel dettaglio, l'asse delle ascisse rappresenta il tempo di sopravvivenza al delisting, inteso come numero

di anni trascorsi tra la data di ammissione al listino di borsa e quella in cui si verifica l'evento di privatizzazione. L'asse delle ordinate, invece, indica il rischio istantaneo smussato, ossia levigato dalle fluttuazioni casuali che possono emergere dai dati.

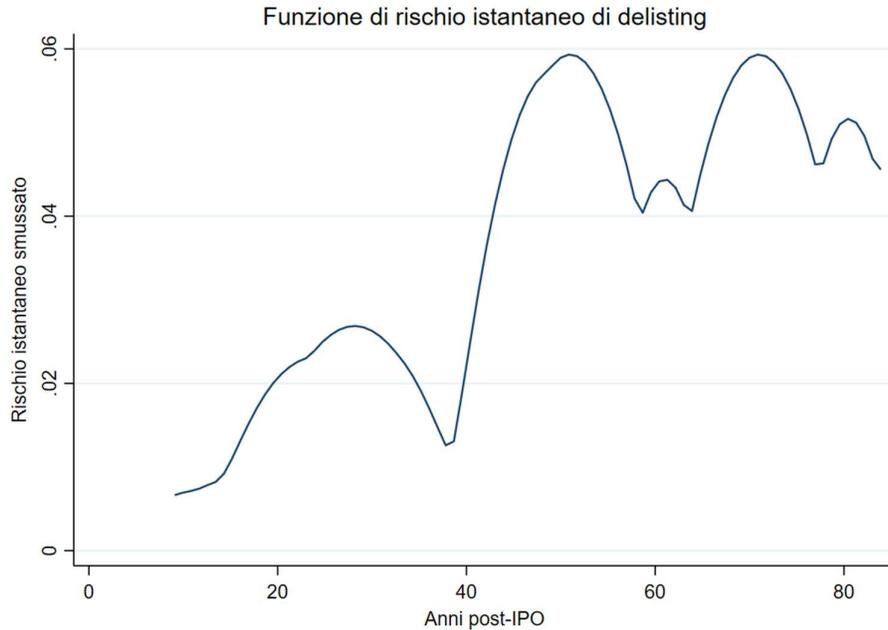


Grafico 35 - Funzione di rischio istantaneo di delisting

In generale, il rischio istantaneo di delisting non è costante nel tempo, bensì segue un andamento ciclico che alterna fasi di maggiore vulnerabilità a periodi relativamente meno rischiosi. Più nel dettaglio, durante i primi anni post-IPO, il tasso è contraddistinto da un trend crescente che culmina con il raggiungimento di un valore di circa il 3% tra il venticinquesimo e il trentesimo anno successivo alla data di iscrizione al listino di borsa. Tale picco rappresenta un valore critico per la sopravvivenza delle imprese più giovani: dal grafico sembra, infatti, che le società che riescono a superare la soglia dei trent'anni di quotazione tendono a stabilizzarsi, riducendo temporaneamente la sensibilità al delisting. La presente fase è seguita, poi, da un periodo, della durata di circa dieci anni, contraddistinto da un forte incremento del rischio: a partire dal quarantesimo anno post-IPO, il tasso cresce vertiginosamente fino al raggiungimento del massimo assoluto poco oltre il cinquantesimo anno di quotazione, con una percentuale istantanea corrispondente di circa il 6%. Superato il valore massimo, il tasso di delisting mostra una nuova flessione, seguita da un ulteriore aumento che determina il raggiungimento di un secondo picco significativo tra il sessantesimo e il settantesimo anno. Il presente andamento suggerisce, quindi, che, anche per le imprese di lunga durata, il rischio di delisting non si annulla, ma continua a crescere e diminuire in maniera ciclica.

### 7.5.5 Modello di rischio proporzionale di Cox in assenza di ritardatori temporali

All'interno delle sezioni precedenti, è stato valutato il rischio istantaneo di delisting a cui sono soggette le imprese del dataset attraverso l'implementazione del modello di rischio proporzionale di Cox, con variabili ritardate di un periodo. In questo paragrafo si propone di approfondire ulteriormente l'analisi mantenendo il medesimo insieme di covariate, ma escludendo i ritardatori temporali: l'obiettivo di tale valutazione è, infatti, quello di comprendere come la rimozione del lag possa influenzare i risultati empirici e la robustezza del modello.

La differenza principale tra le due tipologie di analisi risiede nell'interpretazione delle relazioni causali e nella gestione della simultaneità. In generale, l'introduzione di regressori con un periodo di ritardo consente di valutare se le condizioni della società in un istante temporale passato possano influenzare il rischio futuro di delisting: in virtù del fatto che la presenza dell'opzione *L* mitiga l'effetto delle influenza simultanea tra le covariate e il delisting, tale approccio permette di ridurre sia il rischio di endogeneità che quello di casualità inversa. Di contro, un modello sprovvisto di ritardatori si fonda sull'assunzione che le variabili e l'evento di uscita dal listino possano influenzarsi reciprocamente e nello stesso periodo temporale. Tale imposizione può, quindi, generare problemi di simultaneità, ma anche rendere più difficile la distinzione tra semplici correlazioni ed effettive relazioni causali. Più nello specifico, la direzione della relazione tra covariate e rischio di delisting può risultare ambigua: variabili come lo stress finanziario o il tasso di investimento potrebbero, infatti, non solo influenzare il rischio di uscita dal listino, ma essere a loro volta condizionate da una situazione imminente di abbandono della quotazione. A titolo esemplificativo, un basso valore del rapporto tra capex e attività fisse può essere sia una causa che una conseguenza dell'imminente uscita dal mercato. Di conseguenza, l'assenza di un ritardo nelle covariate può compromettere l'interpretazione causale dei risultati e introdurre distorsioni nelle stime degli hazard ratio. In termini di evidenze empiriche, l'eliminazione delle dinamiche temporali può determinare alcune differenze tra le diverse specificazioni: in generale, eventuali cambiamenti a livello di significatività statistica, che si rivelano sotto forma di sovrastima o sottostima dei coefficienti, possono riflettere problematiche riconducibili al tema della simultaneità o dell'endogeneità. Inoltre, la presenza di variazioni sostanziali negli hazard ratio potrebbe suggerire che il modello senza ritardo è influenzato da fattori non osservati che incidono sia sulle variabili indipendenti che sul rischio di delisting.

All'interno della pagina successiva, la *Tabella 29* illustra il modello di rischio proporzionale di Cox utilizzato per valutare l'impatto dei regressori senza ritardatori temporali nei confronti del rischio istantaneo di delisting delle aziende del campione. Per ciascuna variabile indipendente, sono riportati il valore dell'hazard ratio e, tra parentesi, il rispettivo errore standard robusto all'eteroschedasticità.

VARIABLES	Hazard Ratio	
<i>fcf_asset</i>	4,52 e-07 (4,27 e-06)	
<i>int_debt_rev</i>	2,29 e-07 (2,10 e-06)	*
<i>lev_fin</i>	1,1905 (0,2148)	
<i>invest_rate</i>	1,77 e-08 (2,36 e-07)	
<i>roa</i>	357,947 (2.973,492)	
<i>logAsset</i>	1,2591 (1,2944)	
<i>Tobin_Q</i>	1,4489 (0,6663)	
<i>div_yield</i>	0,3878 (0,1129)	***
<i>pe</i>	1,0189 (0,00638)	***
<i>beta</i>	1,5204 (1,9960)	
<i>control_share</i>	1,0337 (0,02571)	
<i>inst_share</i>	0,9997 (0,0001703)	*
<i>CEO_Pres</i>	0,8805 (0,8982)	
<i>age</i>	1,0203 (0,0124)	
<i>board</i>	1,03 (0,1898)	
<i>dual</i>	0,0216 (0,01589)	***
<i>patti_para</i>	9,5297 (13,1688)	
Year	Fixed Effects	
Industry	Fixed Effects	
Observations	1.625	
Number of <i>subjects // failures</i>	165 // 12	
Log pseudo-likelihood	- 24,217	
Prob > chi2	0,0000	

*Robust standard errors in parentheses*  
\*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$

Tabella 29 - Output modello di rischio proporzionale di Cox senza ritardatori temporali

Le covariate relative al rendimento da dividendo (*div\_yield*) e all'adozione di un sistema di voto di tipo duale (*dual*) risultano statisticamente significative in entrambe le specificazioni del modello di Cox: ciò suggerisce che l'effetto di tali variabili nei confronti del rischio istantaneo di delisting non è influenzato dall'adozione di un ritardatore temporale e rafforza l'ipotesi secondo cui queste costituiscono dei veri e propri predittori del fenomeno. In altri termini, il dividend yield e la struttura di voto non si limitano solo a descrivere lo stato presente delle società quotate, bensì rappresentano fattori determinanti sul rischio futuro di abbandonare il mercato regolamentato. Inoltre, l'assenza di variazioni sostanziali nella rilevanza statistica e nel valore di hazard ratio consente di concludere che l'impatto di tali variabili non è semplicemente il riflesso di effetti di simultaneità o causalità inversa, ma rispecchia una relazione persistente nel tempo ed indipendente dal modello adottato.

Rispetto alla specificazione con covariate ritardate, si osserva che le variabili relative al rapporto di indebitamento (*lev\_fin*), al tasso di investimento (*invest\_rate*) e al rischio sistematico (*beta*) non risultano più statisticamente significative entro livelli convenzionali. La presente evidenza può essere ricondotta a problematiche di simultaneità e causalità inversa. Per quanto riguarda la prima, un'azienda prossima al delisting potrebbe ricorrere ad un aumento del debito nel tentativo di risanare la propria condizione o, al contrario, ridurre la leva a seguito di operazioni di disinvestimento o ristrutturazione: in un modello senza lag temporali, tale relazione bidirezionale potrebbe rendere meno chiaro il nesso causale, con conseguente perdita di significatività della variabile. Analogamente, l'aumento del p-value associato all'invest rate potrebbe essere associato alla difficoltà nel distinguere tra investimenti causati o conseguenti al fallimento.

Di contro, la significatività delle variabili relative allo stress finanziario (*int\_debt\_rev*), al Price-Earnings ratio (*pe*) e alla quota degli investitori istituzionali (*inst\_share*) nel modello senza ritardi suggerisce che l'impatto dei presenti regressori risulta più immediato e dipendente da reazioni di breve periodo. A causa del fatto che gli effetti di tali covariate possono manifestarsi rapidamente e rendere meno utile la considerazione di valori passati per anticipare il fallimento futuro, nel primo caso queste potrebbero non avere il medesimo potere predittivo che rivelano nella specificazione senza lag temporali. A titolo esemplificativo, le condizioni di stress finanziario possono peggiorare rapidamente e avere un impatto immediato sul rischio di delisting: nel modello sprovvisto di ritardatori, tale variabile riflette la situazione economica più recente dell'azienda e, quindi, rappresenta un predittore significativo dell'uscita dal listino. Nel modello con regressori ritardati, invece, lo stress finanziario potrebbe non catturare in modo efficace le difficoltà attuali e nascondere un recente peggioramento della condizione economica della società.

## 7.6 Confronto dei risultati empirici

La *Tabella 30* descrive le modifiche nei livelli di significatività delle variabili che sono risultate statisticamente influenti nei confronti della probabilità di delisting, del tempo di sopravvivenza al fallimento e del rischio istantaneo di delisting, rispettivamente nella regressione logit generale, nel modello di rischio di fallimento accelerato e nel modello di Cox. Le relazioni statisticamente significative e non significative sono state rappresentate, rispettivamente, in nero e in grigio.

Variabile	Regressione logit generale		Modello di rischio di fallimento accelerato		Modello di rischio proporzionale	
	Coefficiente	$P >  z $	Coefficiente	$P >  z $	Hazard ratio	$P >  z $
<i>lev_fin</i>	-	0,021	-	0,046	1	0,06
<i>invest_rate</i>	-	0,181	-	0,177	< 1	0,051
<i>beta</i>	-	0,479	-	0,055	1	0,090
<i>div_yield</i>	-	0,049	-	0,036	< 1	0,039
<i>control_share</i>	+	0,074	-	0,545	1	0,544
<i>inst_share</i>	-	0,035	-	0,765	1	0,751
<i>dual</i>	-	0,037	-	0,006	< 1	0,007
<i>patti_para</i>	+	0,009	+	0,025	> 1	0,165

*Tabella 30 - Variazione dei livelli di significatività dei regressori tra le diverse analisi empiriche*

L'analisi delle determinanti del delisting, condotta attraverso il modello generale di regressione logistica e la survival analysis, ha permesso di individuare un insieme di variabili statisticamente rilevanti al fine di comprendere, con maggiore chiarezza, le dinamiche di permanenza e uscita dal mercato dei capitali italiano. In particolare, le variabili risultate significative nel modello logistico hanno permesso di trarre considerazioni utili sull'influenza dei regressori nei confronti della mera probabilità di delisting, senza considerare il fattore temporale: a riguardo, la quota di proprietà degli investitori istituzionali, la percentuale dell'azionista di maggioranza e la validità di patti parasociali tra gli shareholder riflettono l'importanza della struttura proprietaria e degli strumenti di corporate governance nell'influenzare la decisione di abbandonare il listino di borsa. Il modello di tempo di fallimento accelerato, invece, ha evidenziato come alcune covariate siano in grado di velocizzare o rallentare l'intera durata della quotazione: tra queste, il fattore di rischio sistematico beta e il rapporto di indebitamento sono risultate cruciali nel processo di uscita dal listino di borsa, mentre la validità di patti parasociali ha rivelato un'influenza virtuosa nei confronti del tempo di sopravvivenza al fallimento. Infine, il modello di rischio proporzionale ha consentito di ampliare l'indagine attraverso la quantificazione dei coefficienti di rischio istantaneo di delisting. Tra le variabili risultate significative, il tasso di investimento, il rendimento da dividendo e l'adozione di una struttura di voto di tipo duale hanno rivelato come le prospettive di crescita, le condizioni finanziarie e la stabilità proprietaria possano influenzare negativamente l'hazard ratio del processo di ritiro dal mercato dei capitali italiano.

## 8. Conclusioni

Il presente lavoro di tesi è stato concepito con l'intento di approfondire le dinamiche di un fenomeno in continua evoluzione e di crescente importanza sui mercati finanziari globali: nel corso degli ultimi anni, infatti, il delisting ha acquisito un ruolo sempre più centrale nelle strategie aziendali, stimolando l'interesse di innumerevoli ricercatori ed economisti. Al fine di presentare una panoramica quanto più completa e articolata del trade-off della quotazione e della decisione di abbandonare il listino di borsa, è stata condotta un'attenta revisione della letteratura accademica, con l'intento di identificare le maggiori ipotesi causali e le implicazioni economiche associate al fenomeno del delisting.

In primo luogo, è stata analizzata l'evoluzione delle principali ipotesi esplicative del delisting: a partire dalla teoria dei Free Cash Flow di Jensen, che evidenzia come il delisting possa rappresentare una strategia volta a mitigare le inefficienze manageriali derivanti dall'eccesso di liquidità, sono stati presentati i contributi di numerosi ricercatori che hanno ampliato e adattato il presente approccio alle diverse borse valori nazionali. Tali studi hanno contribuito alla formulazione di nuove prospettive, tra cui quella del tunneling manageriale, al fine di mettere in luce i rischi legati al comportamento opportunistico degli insider nei confronti degli outsider. Infine, è stata approfondita l'applicazione di modelli quantitativi avanzati: tra questi, il modello di rischio proporzionale di Cox ha permesso di indagare l'impatto di variabili finanziarie, strutturali e di mercato sulla durata stessa della quotazione e sul rischio di delisting. In secondo luogo, sono state indagate le conseguenze economiche del ritiro dal listino di borsa nei confronti degli azionisti di minoranza e di altri shareholder rilevanti: più in particolare, le evidenze ottenute dagli accademici riguardo ai Cumulative Abnormal Returns hanno permesso di valutare le reazioni del mercato dei capitali nei periodi precedenti e successivi all'annuncio di ritiro dalla borsa valori, oltre che offerte indicazioni utili sulle aspettative e percezioni degli investitori. Nel caso in cui la revoca della negoziazione dei titoli avvenga mediante offerta pubblica di acquisto, invece, è stata posta particolare attenzione alla dimensione del premio o dello sconto per il controllo richiesto agli azionisti in diversi contesti internazionali. Accanto a tali evidenze, sono state presentate le variazioni nell'andamento delle performance aziendali post-delisting e, compatibilmente con la disponibilità dei risultati, gli effetti del fenomeno sui prezzi dei titoli azionari delle imprese rimaste quotate nei medesimi settori di quelle delistate: a riguardo, le analisi dei ricercatori hanno evidenziato come il ritiro di player rilevanti possa modificare, anche in maniera significativa, gli equilibri competitivi del mercato.

Terminata la rassegna della letteratura, si è proceduto ad analizzare le peculiarità del fenomeno del delisting nel contesto italiano: a partire da un dataset costituito da osservazioni di imprese quotate presso Borsa Italiana tra il 2000 e il 2023, sono state condotte alcune regressioni logistiche che hanno

permesso di individuare i principali driver alla base della decisione, sia volontaria che involontaria, di abbandonare il mercato dei capitali nazionale. Successivamente, con l'intento di valutare in maniera più approfondita le dinamiche temporali del fenomeno italiano, la valutazione è stata ampliata attraverso l'implementazione di una survival analysis: a riguardo, il modello di tempo di fallimento accelerato e il modello di rischio proporzionale di Cox hanno permesso di indagare non solo le determinanti della probabilità di abbandonare il mercato regolamentato, ma anche i fattori influenti nei confronti della durata complessiva della quotazione e del rischio istantaneo di delisting.

A dispetto di quanto ottenuto dalla maggioranza dei ricercatori internazionali, il fenomeno italiano non sembra essere influenzato dalle medesime dinamiche finanziarie, di mercato e di governance: secondo quanto emerso dai risultati empirici, infatti, non vi è evidenza di una relazione statisticamente significativa tra la presenza di flussi di cassa liberi e la propensione delle imprese italiane al delisting. Ciò risulta in contrasto con quanto ipotizzato da Jensen e pone l'accento su fattori strutturali e istituzionali distintivi del sistema economico e finanziario nazionale: dalle analisi emerge, infatti, che il fenomeno del delisting in Italia è influenzato da variabili specifiche. Tra queste, la presenza di patti parasociali e la concentrazione della quota di maggioranza nelle mani di un unico grande azionista si rilevano determinanti nel favorire la probabilità di abbandonare la quotazione: da un lato, l'esistenza di patti parasociali può rafforzare il coordinamento tra gli azionisti di controllo e semplificare l'attuazione di decisioni strategiche di tale natura; dall'altro, un'elevata concentrazione azionaria determina una riduzione delle barriere decisionali per l'uscita dal mercato dei capitali in quanto facilita il raggiungimento della soglia minima per l'approvazione della privatizzazione. In aggiunta a ciò, la presenza di elevati livelli di stress finanziario risulta influente nei confronti del trade-off della quotazione e, quindi, della scelta di avviare il processo di delisting. Parallelamente a tali evidenze, i risultati empirici ottenuti indicano l'esistenza di alcuni fattori in grado di ridurre significativamente la probabilità di abbandono del listino di borsa. Tra questi, l'adozione di una struttura di voto duale, ad esempio, consente agli azionisti di mantenere saldo il controllo e, quindi, ridurre la necessità di ritirarsi dal mercato per consolidare la propria governance. Inoltre, anche la presenza di investitori istituzionali riveste il ruolo di fattore stabilizzante: poiché tali soggetti tendono naturalmente a promuovere trasparenza e continuità, un aumento della rispettiva quota percentuale si traduce, evidentemente, in una riduzione della probabilità di privatizzazione.

L'analisi di sopravvivenza ha permesso di superare le limitazioni temporali delle regressioni logistiche e ottenere una visione quanto più completa delle dinamiche del delisting in Italia. Nonostante le differenze metodologiche, i risultati ottenuti in seguito all'implementazione del modello di tempo di fallimento accelerato (AFT) e modello di rischio proporzionale di Cox tendono

ad essere coerenti e complementari. In particolare, il primo strumento ha evidenziato come variabili quali il rapporto di indebitamento, il rendimento da dividendo, il fattore di rischio sistematico beta e l'adozione di un sistema di voto di tipo duale siano in grado di accelerare il tempo al delisting delle imprese italiane, mentre la presenza di patti parasociali ne ritardi l'uscita dal mercato. In aggiunta, seppur confermando in larga misura tali evidenze, il modello di Cox ha sottolineato la rilevanza del tasso di investimento delle società quotate, facendo emergere come un incremento del rapporto risulti accompagnato da una minore esposizione al rischio istantaneo di delisting.

In conclusione, il delisting rappresenta un fenomeno dei mercati finanziari moderni estremamente interessante. In un'epoca in cui la trasparenza e l'accesso ai capitali globali sembrano fattori cruciali per la crescita, sempre più società scelgono di abbandonare il listino con l'intento di ridefinire i propri equilibri strategici: tale tentativo riflette, infatti, il desiderio di maggiore riservatezza e discrezionalità e rivela il crescente bisogno di operare in contesti caratterizzato da maggiore flessibilità, lontani dalle pressioni del mercato finanziario. Tuttavia, numerosi interrogativi rimangono ancora aperti e offrono interessanti spunti per approfondimenti futuri. In primo luogo, un aspetto da indagare riguarda l'effetto a breve e lungo termine dell'uscita dal mercato regolamentato, sia nei confronti della performance aziendale che in termini di struttura proprietaria. Accanto a ciò, un'ulteriore linea di ricerca potrebbe indagare il ruolo delle recenti evoluzioni regolamentari o, in modo ancora più coinvolgente, esplorare come i criteri ESG possano influenzare la propensione al delisting e, viceversa, come l'uscita dal mercato possa impattare la percezione di sostenibilità di un'impresa. I presenti punti aperti sottolineano la complessità di un fenomeno in forte ascesa e la necessità di adottare un approccio sempre più integrato e multidisciplinare: comprendere appieno le dinamiche del delisting non significa solo analizzare una scelta finanziaria, ma anche interpretare le trasformazioni che ridefiniscono il rapporto tra le imprese, il mercato dei capitali e gli investitori, all'interno di un panorama economico globale.

## Indice delle tabelle

Tabella 1 - Trade-off della quotazione.....	6
Tabella 2 - Fee percentuale sul capitale raccolto, Borsa Italiana.....	8
Tabella 3 - Violazioni che determinano la sospensione immediata dal Nasdaq Global Market.....	22
Tabella 4 - Violazioni che ammettono ripristino alla quotazione sul Nasdaq Global Market.....	23
Tabella 5 - Requisiti per la quotazione sul mercato OTCQB.....	24
Tabella 6 - Variabili causali e consequenziali utilizzate negli studi empirici del fenomeno delisting.....	31
Tabella 7 - Requisiti formali IPO Borsa Italiana.....	57
Tabella 8 - Requisiti on-going Borsa Italiana.....	58
Tabella 9 - Evidenze empiriche di episodi di delisting volontario nel contesto italiano (Tutino, Panetta, & Laghi, 2013).....	73
Tabella 10 – Determinanti del ritorno economico corrisposto agli azionisti di minoranza.....	76
Tabella 11 - Definizione delle variabili incluse nel dataset.....	82
Tabella 12 - Statistiche descrittive variabili finanziarie.....	91
Tabella 13 - Statistiche descrittive variabili di mercato.....	91
Tabella 14 - Categorie e variabili incluse nei i modelli di regressione logistica.....	92
Tabella 15 - Matrice di correlazione dei regressori finanziari.....	93
Tabella 16 - Matrice di correlazione dei regressori di mercato.....	93
Tabella 17 - Matrice di correlazione dei regressori di corporate governance.....	93
Tabella 18 - Matrice di correlazione dei regressori econometrici.....	94
Tabella 19 - Classificazione dei settori Mediobanca delle imprese del campione.....	96
Tabella 20 - Output modello Logit con regressori di corporate governance.....	97
Tabella 21 - Output modello Logit con regressori finanziari.....	102
Tabella 22 - Output modello Logit con regressori di mercato.....	103
Tabella 23 - Output modello Logit generale.....	107
Tabella 24 - Variazione dei livelli di significatività dei regressori tra modelli semplificati e generale.....	108
Tabella 25 - Valori del test AIC associati a diverse distribuzioni parametriche per il modello AFT.....	117
Tabella 26 – Output modello di tempo di fallimento accelerato.....	119
Tabella 27 - Fattori di accelerazione o decelerazione modello AFT.....	122
Tabella 28 - Output modello di rischio proporzionale di Cox.....	126
Tabella 29 - Output modello di rischio proporzionale di Cox senza ritardatori temporali.....	130
Tabella 30 - Variazione dei livelli di significatività dei regressori tra le diverse analisi empiriche.....	132

## Indice dei grafici

Grafico 1 – Imprese quotate in U.S.A., Regno Unito ed Europa Continentale tra il 2008 e il 2012 (Martinez & Serve, 2017).....	11
Grafico 2 – New list rate in U.S.A., Regno Unito ed Europa Continentale tra il 2008 e il 2012 (Martinez & Serve, 2017).....	11
Grafico 3 – Delisting avvenuti tra il 2004 e il 2019 in Russia (Rogova & Belousova, 2021).....	12
Grafico 4 – Capitalizzazione di mercato delle nuove imprese quotate e delle imprese privatizzate dal B3 (Bortolon & Silva, 2014).....	12
Grafico 5 – Distribuzione dei tempi di sopravvivenza delle imprese del campione (Ehn, 2016) .....	33
Grafico 6 - Imprese ed insider trading (Du, He, & Yuen, 2013).....	37
Grafico 7 - Andamento CAR [-360, +10] (Du, He, & Yuen, 2013).....	37
Grafico 8 – Tipologie di premio per il controllo corrisposto sul BSE tra il 2000 e il 2014 (Dragotă & Ciobanu, 2017) .....	41
Grafico 9 - Performance Ratio delle imprese privatizzate presso il KOSPI e il KOSDAQ tra il 1996 e il 2012 (Kang, 2017).....	45
Grafico 10 - AAR registrati dai concorrenti quotati delle imprese privatizzate dal MOEX (Rogova & Belousova, 2021).....	47
Grafico 11 - AR dei concorrenti quotati di imprese delistate per bancarotta nei mercati EU (Van Esch & Castiglionesi, 2013).....	48
Grafico 12 – Composizione degli Insider Shareholder delle società delistate involontariamente in Giappone .....	52
Grafico 13 - Numero di società quotate presso BIT tra il 2010 e il 2023 (dati: Borsa Italiana).....	61
Grafico 14 - Listing e delisting presso BIT tra il 2010 e il 2023 (dati: Borsa Italiana).....	62
Grafico 15 - Classifica OPA Borsa Italiana per valore complessivo della transazione (dati: Borsa Italiana) .	63
Grafico 16 - Valore totale e numero di OPA in Borsa Italiana tra il 2010 e il 2023 (dati: Borsa Italiana) .....	64
Grafico 17 - Confronto IPO tra società italiane e statunitensi (Carpenter & Rondi, 2006).....	65
Grafico 18 - Età mediana delle società quotate italiane (Carpenter & Rondi, 2006) .....	67
Grafico 19 - Concentrazione proprietaria nelle società quotate italiane (dati: CONSOB).....	68
Grafico 20 - Identità dell'azionista di controllo nelle società quotate italiane (dati: CONSOB).....	69
Grafico 21 - Partecipazioni di investitori istituzionali nelle società quotate italiane (dati: CONSOB) .....	70
Grafico 22 - Listing e Delisting del campione .....	84
Grafico 23 - Confronto delisting campione – popolazione .....	84
Grafico 24 - Quota media dell'azionista di maggioranza delle società del campione .....	85
Grafico 25 - Quota media degli investitori istituzionali delle società del campione.....	86
Grafico 26 - Numero di società del dataset con struttura di voto duale.....	87
Grafico 27 - Andamento storico del numero minimo di patti parasociali delle società del campione .....	88

Grafico 28 – Numerosità media del CdA delle società del campione .....	89
Grafico 29 – Numerosità media del Comitato di Remunerazione delle società del campione.....	90
Grafico 30 - Misure di adattamento dei diversi modelli di regressione logistica .....	109
Grafico 31 – Curve di sopravvivenza al delisting di Kaplan-Meier per le imprese del campione .....	112
Grafico 32 - Curve di Kaplan-Meier in presenza/assenza di struttura di voto duale.....	113
Grafico 33 - Curve di Kaplan-Meier in presenza/assenza di patti parasociali.....	114
Grafico 34 - Curve di Kaplan-Meier in presenza/assenza di dualità CEO-Presidente del CdA.....	115
Grafico 35 - Funzione di rischio istantaneo di delisting.....	128

## Bibliografia

- Bharath, S., & Dittmar, A. (2006). To be or Not to be (Public). Using Going Private. *SSRN Working Paper*.
- Azevedo, A., Colak, G., El Kalak, I., & Tunaru, R. (2024). The timing of voluntary delisting. *Journal of Financial Economics*.
- Baker, G., & Kennedy, R. (2002). Survivorship and the Economic Grim Reaper. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 18(2), 324-361.
- Bédu, N., & Palard, J. (2021). The performance of majority MBOs: An investigation on European SMEs controlled by their managers. *Finance Contrôle Stratégie*, 24(1).
- Bharath, S., & Dittmar, A. (2010). Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets? *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1771-1818.
- Bhattacharya, U., Daouk, H., Jorgenson, B., & Kehr, C. (2000). When an event is not an event: the curious case of an emerging market. *Journal of Financial Economics*, 55(1), 69-101.
- Bortolon, M., & Silva, A. (2014). BBR Conference 2014. *Determining Factors for Delisting of Companies Listed on BM&FBOVESPA*, (p. 1-14). Interlaken.
- Brickley, J., Lease, R., & Smith, C. (1988). Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
- Burghof, H. P., & Schilling, D. (2003). Going private als corporate governance-transaktion. *Betr forsch prax BFuP*, 55, 117-136.
- Carpenter, R. E., & Rondi, L. (2006). Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms. *Small Business Economics*, 387-407.
- Carpenter, R., & Petersen, B. (2002). Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance? *The Review of Economics and Statistics*, 84(2).
- Cayanan, A. (2020). Regulatory Issues on Tender Offers Leading to Delisting in the Philippine Stock Market. *Philippine Management Review*, 27, 17-36.
- Chen, K., & Schoderbek, M. (1999). The role of accounting information in. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(1), 31-57.
- Chen, Y., Huang, Y., Wang, D., & Wu, C. (2014). Going private transactions by U.S.-Listed Chinese companies: What drives the premiums paid? *International Review of Economics and Finance*, 32, 79-91.
- Comitato Italiano per la Corporate. (2020). In *Codice di Corporate Governance* (p. 26). Milano: Borsa Italiana.
- Cotei, C., & Farhat, J. (2013). Informational externalities of initial public offerings: Does venture capital backing matter? *Journal of Economics and Finance*, 37(1), 80-99.
- Croci, E., & Del Giudice, A. (2014). Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe. *European Financial Management*, 20(2), 374-405.
- Dasilas, A., Grose, C., & Spyridis, T. (2017). Wealth effects of delistings announcements in Europe. *Investment Management and Financial Innovations*, 14(1), 67-79.
- Dragotă, V., & Ciobanu, R. (2017). The unusual case of the discount offers for taking the control: evidence from Romania. *Prague Economic Papers*, 26(1), 36-54.

- Draho, J. (2004). *The IPO Decision: Why and How Companies Go Public*. Edward Elgar Publishing.
- Du, J., He, Q., & Yuen, S. (2013). Tunneling and the decision to go private: Evidence from Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 50-68.
- Ehn, L. (2016). Factors influencing the going private decision - A hazard model approach. *Corporate Ownership & Control*, 13(2), 532-545.
- Fidanza, B. (2022). Common Stock Delisting: An Empirical Analysis of Firms Performance. *International Business Research*, 15(7), 50-64.
- Geranio, M., & Zanotti, G. (2012). Equity Markets Do Not Fit All: an Analysis of Public-to-Private Deals in Continental Europe. *European Financial Management*, 18(5), 867-895.
- Harford, J. (1999). Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 1969-1997.
- Hsu, H. C., Reed, A. V., & Rocholl, J. (2010). The new game in town: Competitive effects of IPOs. *The Journal of Finance*, 65(2), 495-528.
- Hu, H., & Sun, P. (2019). What determines the severity of tunneling in China? *Asia Pacific Journal of Management*, 36(3).
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- Kang, S. M. (2017). Voluntary Delisting In Korea: Causes And Impact On Company Performance. *The Journal of Applied Business Research*, 33(2), 391-408.
- Kinshuk, S. (2024). Sources of incentive and entrenchment effects in family firms: balancing self-dealings with operating efficiencies. *International Journal of Managerial Finance*, 20(3), 581-607.
- Lang, L. H., & Stulz, R. (1992). Contagion and competitive intra industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 32(1), 45-60.
- Lauterbach, B., & Mugerman, Y. (2020). The Effect of Institutional Investors' Voice on the Terms and Outcome of Freeze-out Tender Offers. *Quarterly Journal of Finance*, 10(1).
- Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. *The Journal of Finance*, 771-787.
- Leuz, C., Triantis, A., & Wang, T. Y. (2008). Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistration. *Journal of Accounting and Economics*, 45, 181-28.
- Lin, L., & Lin, D. (2013). Agency Costs of Free Cash Flow and Bidders' Long-run Takeover Performance. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(3), 95-102.
- Liu, S. (2005). The Impacts of Involuntary Foreign Delistings: An Empirical Analysis. *Journal of Emerging Markets*, 10(3), 22-39.
- Macey, J., O'Hara, M., & Pompilio, D. (2008). Down and out in the stock market: The law and economics of the delisting process. *Journal of Law and Economics*, 51(4), 686-713.
- Maksimovic, V., & Pichler, P. (2001). Technological Innovation and Initial Public Offerings. *The Review of Financial Studies*, 14(2), 459-494.

- Marosi, A., & Massoud, N. (2007). Why Do Firms Go Dark? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 421-442.
- Martinez, I., & Serve, S. (2017). Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 733-770.
- McGilvery, A., Faff, R., & Pathan, S. (2012). Competitive valuation effects of Australian IPOs. *International Review of Financial Analysis*, 24(C), 74-83.
- Mittoo, U., Ng, D., & Yan, M. (2020). Managerial ownership, credit market conditions, undervaluation and offer premiums in management (MBOs) and leveraged buyouts (LBOs). *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*.
- Pagano, M., & Röell, A. (1998). The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public. *Quarterly Journal of Economics*, 113(1).
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 53(1).
- Park, J., Shiroshita, K., Sun, N., & Park, Y. (2018). Involuntary delisting in the Japanese Stock Market. *Managerial Finance*, 44(9), 1155-1171.
- Pattinoni, P., Petracchi, B., & Spisni, M. (2015). "Hit and Run" and "Revolving Doors": Evidence from the Italian Stock Market. *Journal of Management and Governance*, 19(2), 285-301.
- Pour, E., & Lasfer, M. (2013). Why do companies delist voluntarily from the stock market? *Journal of Banking & Finance*.
- Rogova, E., & Belousova, M. (2021). Testing Market Reaction on Stock Market Delisting in Russia. *Journal of Corporate Finance Research*, 15(3).
- Sanger, G., & Peterson, J. (1990). An Empirical Analysis of Common Stock Delistings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 261-272.
- Sinnet, W. (2002). Why private companies stay private. *Financial Executive International*, 18(7), 51-53.
- Stoughton, N., & Zechner, J. (1998). IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 45-77.
- Tutino, M., Panetta, I. C., & Laghi, E. (2013). Key Factors in Delisting Process in Italy: Empirical Evidence. *Journal of Business Review (GBR)*, 2(4), 218-223.
- Van Esch, R., & Castiglionesi, F. (2013). *Contagion or competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements in Europe*. Master thesis, Tilburg University, Faculty of Business and Economics, Tilburg.

## Sitografia

- <https://www.mimit.gov.it/it/incentivi?start=260>
- <https://obamawhitehouse.archives.gov/economy/jobsact/read-the-bill>
- <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/price-list-240101.pdf>
- <https://www.consob.it/web/area-pubblica/tuf-e-regolamenti-consob>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/regolamentodeimercati-03102022.pdf>
- <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>
- <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/Nasdaq%205800%20Series>
- <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/Nasdaq%205200%20Series>
- <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/Nasdaq%205500%20Series>
- <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/Nasdaq%205600%20Series>
- <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>
- <https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf>
- <https://sarbanes-oxley-act.com/>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-over-the-counter.html>
- <https://www.otcmarkets.com/corporate-services/overview>
- [https://www.otcmarkets.com/files/OTCQB\\_Standards.pdf](https://www.otcmarkets.com/files/OTCQB_Standards.pdf)
- <https://www.otcmarkets.com/corporate-services/otcx-otcqb/otcqb>
- <https://www.colonialstock.com/otc-listings.htm>
- <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/otc-market/>
- <https://www.forbes.com/sites/connieguglielmo/2013/10/30/you-wont-have-michael-dell-to-kick-around-anymore/>
- <https://it.advfn.com/mercati/NASDAQ/DELL/notizie/56171572/dell-goes-private-in-24-4b-lbo-analyst-blog>
- <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/mercati.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-milan/home/caratteristiche.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-milan/requisiti/come-accedere.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/star/home/caratteristiche.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/star/requisiti/come-accedere.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-growth-milan/home/caratteristiche.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-growth-milan/requisiti/come-accedere.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-growth-milan/segmento-professionale/caratteristiche-e-requisiti.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-growth-milan/processo-di-quotazione/il-ruolo-dell-uronext-growth-advisor.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/fondi/chiusi/miv/home.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/fondi/chiusi/miv/requisiti/quotazione.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/fondi/chiusi/miv/benefici/quotazione.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2010/reviewmercati2010.htm>

- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2011/reviewmercati2011.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2012/review.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2013/review2013.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2014/review2014.htm#:~:text=Complessivamente%20sono%20stati%20scambiati%20oltre,euro%20e%20538.734%20contratti%20scambiati.>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/fineanno2015.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2016/csfineanno.htm#:~:text=Complessivamente%20sono%20stati%20scambiati%20oltre,Euro%20e%20767.551%20contratti%20scambiati.>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2017/reviewdeimercati2017.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2018/review-mercati-2018.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2019/reviewmercati.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2020/reviewdeimercati.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2021/starconference2021.htm>
- [https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2021/12/30/borsa-49-ipo-nel-2021-piccole-ma-e-record-dal-2000-\\_9b6cfabc-5364-49dc-929b-80e837072716.html](https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2021/12/30/borsa-49-ipo-nel-2021-piccole-ma-e-record-dal-2000-_9b6cfabc-5364-49dc-929b-80e837072716.html)
- <https://www.ilsole24ore.com/art/per-piazza-affari-2022-dimenticare-ftse-mib-12percento-e-anno-peggiore-2018-AEzig5SC>
- <https://www.we-wealth.com/news/borsa-italiana-il-bilancio-del-2023>
- [https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/ammissioni\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/ammissioni_pdf.htm)
- [https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/revoche\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/revoche_pdf.htm)
- [https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/privatizzazioni\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/privatizzazioni_pdf.htm)
- <https://www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance>
- <https://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2023.pdf/a0a36447-9dba-8a5d-c79a-d0499fdffbd8>
- <https://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2022.pdf/33d25582-ade3-d06b-7395-654be6cd7e43?t=1682665906755>
- <https://www.consob.it/documents/1912911/1925397/rcg2021.pdf/82c2f0a3-360a-eb16-04f2-e90c11475e11>
- <https://www.gazzettaufficiale.it/dettaglio/codici/codiceCivile>
- [https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg\\_consob\\_1999\\_11971.pdf/94a0c046-c12c-fdfd-1331-8d0b91e29007](https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg_consob_1999_11971.pdf/94a0c046-c12c-fdfd-1331-8d0b91e29007)
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596>
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828>