



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA TRIENNALE TREC

PROVA FINALE

"IPO NEL SETTORE AUTOMOBILISTICO: IL CASO FERRARI"

RELATORE:

CH.MO PROF. ANDREA MENINI

LAUREANDO/A: ADUSO ALESSANDRA

MATRICOLA N. 1114581

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

Vorrei ringraziare i miei genitori che mi sono sempre stati accanto con il loro appoggio e il loro amore. Vi sarò sempre grata per le opportunità che mi avete offerto, per i vostri sacrifici e per il vostro amore.

Volevo inoltre ringraziare i miei amici per avermi supportato moltissimo in questo lavoro con consigli, suggerimenti, critiche e sostegno.

Un ringraziamento speciale va al mio relatore, il professore Andrea Menini, che è stato sempre disponibile ad aiutarmi ogni qual volta ho avuto un problema.

Infine vorrei ringraziare anche l'Università di Padova e tutti i suoi collaboratori per l'efficiente organizzazione, le celeri risposte e le grandi opportunità offerte.

SOMMARIO

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 2	3
2.1 PREMESSA	3
2.2 DEFINIZIONE	4
2.3 PERCHE' QUOTARSI? VANTAGGI E SVANTAGGI.....	9
2.4.1 SOGGETTI COINVOLTI NELLA PROCEDURA IPO	12
2.4.2 LE FASI DEL PROCESSO DI IPO	15
2.5 IPO UNDERPRICING	17
2.6 CONCLUSIONI	19
CAPITOLO 3	21
3.1 INTRODUZIONE	21
3.2 IL MERCATO AUTOMOBILISTICO	21
3.3 IL CASO FERRARI.....	28
3.4 L'IPO DI FERRARI.....	30
3.5 IMPATTO IPO SUI RISULTATI DI FERRARI.....	35
CONCLUSIONI 3.6	41
CONCLUSIONI	43
BIBLIOGRAFIA	45

INTRODUZIONE

Il tema della quotazione aziendale è stato oggetto di numerosi studi in ambito accademico e professionale. La sua importanza cresce di anno in anno, così come aumenta il numero di aziende che decide di intraprendere questa strada di crescita aziendale. L'attualità e la rilevanza di questo fenomeno hanno subito attirato il mio interesse. I dati storici mostrano un andamento altalenante degli IPOs e la dilatazione più ampia del *trend* ci viene mostrata dal mercato americano. Dagli USA questo fenomeno ha preso piede ed ha anche avuto il suo peggior momento storico causato dalla crisi. Oggigiorno il mercato americano e mondiale degli IPO ha riacquisito un equilibrio, anzi ha addirittura recuperato un movimento in crescita grazie anche a leggi più restrittive e controlli più accurati per evitare un uso spropositato e inappropriato di questi. Lo scopo che si prefigge questo lavoro è di approfondire il tema, analizzare i motivi che spingono le aziende a quotarsi e in particolare le motivazioni e le cause dell'IPO che riguardano il caso specifico preso in considerazione, che rappresenta l'eccellenza del *made in Italy* nel settore delle auto di lusso. Ferrari è un marchio che ha fatto la storia nel suo settore, o meglio nei suoi settori. Questa azienda ha successo sia nel mercato automobilistico che in quello delle corse sportive di auto e la sua quotazione non è di certo passata inosservata. Analizzare i motivi dietro la scelta della quotazione è un argomento che ha attratto molti economisti. Molti studiosi si sono soffermati sulle motivazioni che portano le aziende a quotarsi. Il settore di lusso però non sempre si muove come gli altri, specialmente nei momenti di crisi o nella ricerca di capitale. Le differenze del settore rispetto ad altri possono influenzare in maniera differente tale decisione, e portarla anche in una strada diversa da quella che si pensava. Queste particolarità mi hanno portato a decidere di considerare il caso Ferrari per vedere le motivazioni che hanno portato alla quotazione di un'azienda tanto rinomata già di suo e con la propria facilità di recuperare capitale. Inoltre le scelte aziendali non portano sempre ad un miglioramento delle *performance* aziendali e quindi la tesi proseguirà con un'analisi dell'andamento aziendale *pre* e *post* quotazione, per verificare se le motivazioni dietro la decisione del *going to public* hanno prodotto risultati di successo oppure si sono rivelate un costo. Mi è sembrato opportuno, prima di analizzare il caso, dedicare un capitolo al fenomeno della quotazione in cui verrà descritto innanzitutto il concetto della quotazione, e proseguirà illustrando diverse fra le molteplici teorie riguardanti l'IPO. Più precisamente verranno illustrati tutti gli aspetti negativi e positivi di questo iter. Per prendere una decisione consapevole, un'azienda deve analizzare tutti i possibili costi e guadagni delle diverse strade di crescita, e queste teorie hanno lo scopo di mettere in luce i vantaggi e gli svantaggi che porta un IPO. Ferrari è un'azienda nata in Italia e quotata nel mercato italiano e quindi mi è parso utile illustrare come un'azienda può entrare in tale mercato. In questo capitolo vengono inoltre elencati i soggetti che

vengono coinvolti in questa decisione e i vari *steps* che l'azienda percorre fino ad arrivare al fatidico giorno della quotazione. Questa parte completa il discorso teorico della quotazione e da un'idea di ciò che ha compiuto Ferrari, e altre aziende come lei, che hanno deciso di quotarsi. L'*iter* legislativo a cui le aziende sono obbligate è anche il frutto della crisi finanziaria che il mondo ha subito pochi anni fa. I controlli restrittivi sulle aziende servono a dare agli investitori una maggiore garanzia sulla situazione economico-finanziaria dell'azienda, per evitare di ammalare il mercato con situazioni critiche. Verrà poi dedicato un paragrafo a parte per il fenomeno dell'*underpricing*, un concetto che va a scontrarsi con la definizione di mercato efficiente, possiamo definirlo un'anomalia di mercato in quanto il prezzo di collocamento risulta più basso del prezzo che si forma nel mercato. Questo ci fa capire che i titoli di prima emissione risultano sotto-prezzati rispetto al loro valore. Questo generale andamento che gli IPOs hanno mostrato ha suscitato molta curiosità tra gli studiosi che si sono chiesti se questa fosse una casualità oppure se fosse una scelta dell'emittente, e in quest'ultimo caso quali fossero le ragioni che spingono le aziende a sottoprezzarsi. L'*underpricing* è un fenomeno molto interessante e ampio, perciò la trattazione sarà, purtroppo, breve, e andrà ad evincere solamente le teorie principali per darci un'idea di come questo mercato si stia muovendo al giorno d'oggi. Questa panoramica sul fenomeno teorico dell'IPO offre le nozioni di base per affrontare il caso Ferrari. Il capitolo del caso si apre con un'analisi del mercato delle auto, che poi verrà focalizzata sulla nicchia dell'*automotive* di lusso, dove Ferrari opera. Verranno prese in considerazione le abitudini dei consumatori, per capire la tipologia di cliente con cui Ferrari e l'industria della auto deve interagire. Proseguendo, verranno mostrati dei dati per mostrare la grandezza del mercato automobilistico e la dimensione di Ferrari al suo interno, per evincere la sua forza all'interno del settore. Capire il settore del caso, aiuta a farsi un'idea dell'*environment* in cui l'azienda opera, le minacce, le sfide e le opportunità che questo concede, e perciò capire più a fondo il perché della scelta della quotazione. Alla fine dell'illustrazione del settore, verrà discusso l'IPO di Ferrari, come questa azienda si sia quotata e i risultati che questa decisione ha prodotto. L'analisi dei risultati della decisione sarà possibile grazie ai dati dei bilanci e vengono presi in considerazione a partire dal 2008 fino ad arrivare al 2017. Questa serie così ampia assicura una completa visuale dell'andamento. Durante l'analisi pluriennale vengono tenuti in considerazione anche avvenimenti esterni che possono aver aiutato o frenato l'effetto dell'IPO sulla performance. L'analisi verrà rafforzata da alcuni indici che possono aiutarci a capire l'andamento societario negli anni presi in considerazione.

CAPITOLO 2

2.1 PREMESSA

Il seguente capitolo si aprirà fornendo una trattazione teorica dell'IPO, ovvero la prima vendita delle azioni di una società al pubblico e la quotazione delle stesse su un mercato regolamentato o *stock exchange*.

La quotazione in un mercato regolamentato non è obbligatoria, ma è una decisione aziendale. Questa decisione porta con sé importanti conseguenze e per questo viene ponderata con cura da ogni tipo di azienda.

Il primo paragrafo andrà a raccontare brevemente il trend del *going to public* nella storia, evidenziando punti in comune e differenze che si sono verificate in diversi paesi, andando anche a determinare le cause di tali diversità. Questo paragrafo darà quindi una visione mondiale dell'IPOs, mostrando la grandezza di questo mercato.

Successivamente proseguirà analizzando il perché un'azienda dovrebbe decidere o meno di quotarsi

grazie a diverse teorie che si sono proposte di rispondere a tale quesito, evidenziando i benefici che può portare l'IPO ma senza tralasciare i costi e gli sforzi che deve sostenere durante tutta la fase di quotazione e gli eventuali costi che si trascinerà dopo.

Queste teorie sono essenziali per l'analisi del nostro caso, perché ci danno le basi su cui rispondere al perché Ferrari ha deciso di quotarsi.

Un altro paragrafo analizzerà i soggetti coinvolti e le procedure, focalizzandosi sulla procedura italiana e le fasi che portano alla quotazione di un'azienda. La decisione di analizzare il mercato italiano nasce dal fatto che Ferrari è un'azienda italiana, un'azienda *leader* nel suo settore. Lo studio di questa azienda nel mercato borsistico italiano è un importante sentore di come questa azienda viene recepita dai clienti.

Concludendo, l'ultimo paragrafo sarà focalizzato sull'IPO *underpricing* esplicandolo ed evidenziandone le caratteristiche, e su alcune teorie preposte alla spiegazione di come questa pratica venga a generarsi.

2.2 DEFINIZIONE

La decisione di portare un'azienda a quotarsi è un momento cruciale nella vita della stessa, difatti esistono pochi altri eventi che possano ritenersi importanti tanto quanto un'IPO (Pagano, Panetta and Zingales, 1998).

L'IPO è un acronimo proveniente dalla lingua inglese che significa *Intial Public Offering*, ovvero andando a tradurre in Italiano: Offerta pubblica iniziale di titoli azionari (Caliccia, 2013).

Con questo termine si vuole indicare il primo momento con cui una società vende parte di tali titoli per la prima volta sul mercato borsistico, in questo caso definito *primary market*, offrendoli al pubblico degli investitori; successivamente tali titoli verranno scambiati nel mercato regolamentato o *secondary market*. In altri termini, non rappresenta altro che la fase finale dell'intero percorso che conduce alla quotazione delle azioni sui mercati azionari regolamentati (Draho, 2005).

Quotarsi è ritenuta una delle decisioni più cruciali nella vita di un'azienda in quanto porta a profondi cambiamenti all'interno di questa. Questa scelta strategica ha un notevole peso sul futuro dell'impresa, e le modifiche che essa porta con sé non sono da meno.

Tale procedura può richiedere dei cambiamenti sulla struttura legale ed economica dell'impresa, inoltre il management dipoi all'IPO si aggrava di un'importante onere: l'aggravamento delle responsabilità. Difatti, successivamente alla quotazione, il management sarà responsabile delle proprie decisioni davanti non più a gruppo ristretto di investitori, bensì, ad uno di molto ampliato. Un altro cambiamento sostanziale che l'azienda risconterà è la gestione delle informazioni; la quotazione porta con sé regole di tenuta dei conti, generalmente più rigide. Inoltre una volta che un'azienda decide di quotarsi, tale società ha l'obbligo di divulgare le informazioni concernenti la salute finanziaria dell'azienda e i suoi risultati di periodo. Oltre a ciò l'azienda deve essere consapevole che tale decisione la porterà a competere in un mercato più vasto del precedente, aumentando quindi la competizione con cui ci si interfaccia giornalmente (Chemmanur and Fulghieri, 1999).

Questi sono solo alcuni dei fattori da tenere in considerazione quando si valuta di quotarsi. Prima di procedere andando ad elencare i cambiamenti e i costi necessari alla quotazione, tali tesi riporta una breve analisi dell'andamento storico delle IPOs, per dare un *overview* della storia del fenomeno e della sua evoluzione.

Quest'operazione ha acquistato importanza durante la fine degli anni '90 grazie ai generosi ritorni che questi promettevano, e hanno perciò guadagnato un ruolo chiave nella creazione di società in quanto con gli IPO era facile raggiungere un numero più elevato di investitori e quindi raccogliere una maggiore quantità di denaro (Ritter and Welch, 2002).

Come evidenzia la tabella 1.1 dal 1980 al 2001 le aziende che decidevano di quotarsi erano più di una al giorno solo in USA. Ovviamente gli IPOs variavano di anno in anno, ma ci sono stati anni in cui gli IPOs registrati superavano i 400 totali, e questi numeri fanno capire quanto era vasto il fenomeno in questione. La portata non era da meno: gli IPOs di questi anni (1980-2000) hanno raccolto 488 miliardi di dollari (calcolo effettuato con il valore in dollari del 2001) con una media di 78 milioni di dollari al giorno. Il primo giorno di negoziazioni le azioni erano scambiate in media con un 18.8% sopra il prezzo al quale la società le vendeva. (Ritter and Welch, 2002)

Il *trend* degli IPO durante questi anni analizzati in tabella non è stato regolare, difatti i primi anni '80 hanno registrato una modesta attività, sempre relativa ai numeri successivi: negli anni in questione sono stati emessi degli IPO per circa 8 miliardi di dollari all'anno. Nonostante sia una somma non del tutto irrisoria c'è da tenere conto che tale cifra è quasi raddoppiata negli anni '90 fino a superare il doppio negli tra il 1990 e il 1994 raggiungendo i 20 miliardi di dollari continuando a crescere nei successivi anni fino ad arrivare a 35 miliardi l'anno negli anni 1995-1998. Tocca il suo picco negli anni 1999 e 2000 arrivando a 65 miliardi di dollari l'anno per poi scendere a 34\$ nel 2001 a causa della crisi (Ritter and Welch, 2002).

I rendimenti medi del primo giorno mostrano un andamento simile, passando dal 7,4% negli anni '80 all'11,2% nei primi anni '90, al 18,1% a metà degli anni '90 e al 65,0% nel 1999 e nel 2000, prima di ricadere al 14,0% nel 2001. Anche le prestazioni a lungo termine delle quotazioni variano nel tempo, difatti i rendimenti dei *buy-and-hold* aggiustati per il mercato a tre anni sono negativi in ogni sottoperiodo, ma la cosa non rimane vera se andiamo ad analizzare i *cohort*. In alcuni sottoperiodi e alcuni *cohorts* abbiamo degli aggiustamenti positivi in termini di *buy-and-hold returns* (Ritter and Welch, 2002).

Per capire meglio il paragrafo precedente, con il termine *buy-and-hold* si definisce una tecnica di investimento attraverso la quale gli investitori comprano un titolo e lo tengono

per un lungo periodo di tempo. Per contrapposizione troviamo il *day-trading*. Con quest'ultima tecnica invece il titolo può essere comprato e rivenduto più volte nell'arco della stessa giornata.

Questi numeri mettono in luce quanto gli IPOs costituissero una parte fondamentale del mercato finanziario di quegli anni, nonostante questi margini non durassero a lungo (difatti nell'arco di 3 anni l'IPO medio ha sottoperformato).

Sfortunatamente gli IPOs dopo la crisi hanno perso la notorietà guadagnata in quanto le persone hanno scoperto le pratiche corrotte che le banche facevano pur di vendere questo prodotto. Grazie a questa crisi i requisiti necessari per quotarsi e i controlli sono diventati più stringenti per fare in modo di proteggere di più i compratori, in quanto già l'IPO in sé porta uno sbilanciamento di informazioni a discapito dell'acquirente.

La tabella 1.2 invece venne usata anche negli studi di Loughran, Ritter e Rydqvist del 1994 (da allora aggiornata) e mostra una lista di 38 paesi e il numero di IPO per periodo registrati con i relativi ritorni iniziali (Draho, 2005). Questa tabella, oltre a mettere in evidenza la vastità del fenomeno, mostra che il trend degli IPO è influenzato non solo dal periodo temporale ma anche della zona geografica presa in considerazione. Nonostante bisogna tenere in considerazione che i periodi temporali presenti nella tabella subiscono variazioni da paese in paese, la tabella mostra comunque in maniera chiara quanto l'esperienza vissuta in quegli anni dal mercato americano sia unica nel suo genere, con circa 10,000 IPOs registrati dal 1998 al 1999 (Draho, 2005). L'unico paese che si avvicina leggermente a tali numeri è l'Inghilterra. Per far capire quanto tale fenomeno ha colpito l'economia di quegli anni è sufficiente paragonare tali cifre ad alcune delle economie più grandi europee quali Germania, Francia e Italia e subito salta all'occhio la differenza del fenomeno tra i paesi. In Germania sono 407 tra il 1987 e il 1999 mentre durante quegli anni l'USA ne ha registrati 10'115 (Draho, 2005). Nonostante si tenesse conto della differenza di grandezza del paese, il fenomeno non rimane comparabile a livello di vastità. Questa tabella evidenzia che il fenomeno quindi era molto vasto ma comunque differiva di paese in paese, tali differenze possono essere spiegate dall'età media delle aziende presenti nei vari paesi e dal loro ciclo di vita (Loughran e Ritter 2002b).

Le aziende presenti in quegli anni nel mercato americano erano aziende giovani, la maggior parte *start-up* (aziende nuove, appena nate) e quindi si quotavano principalmente per riuscire a guadagnare capitale in poco tempo.

Al contrario il mercato europeo era un mercato più maturo rispetto a quello americano, le aziende avevano anni di esperienza alle spalle onde per cui la quotazione era una decisione che veniva ponderata con un peso maggiore rispetto alle americane (Draho, 2005). Anche l'ambiente esterno e i *trends* hanno influenzato tale decisione: il mercato americano spingeva molto per la quotazione, aiutando il processo e molte volte snellendolo, mentre in Europa i controlli erano più stringenti anche se, non sufficienti ad evitare la crisi susseguente.

L'evoluzione di questo fenomeno nel corso del tempo ha mostrato quando possa essere rischioso per un'azienda quotarsi senza essere sufficientemente matura. Inizialmente le imprese decidevano di farlo per raccogliere capitale più velocemente ma la decisione di quotarsi non è una strada da percorrere solo per questo motivo. Per essere una strada con futuro prospero deve iniziare con forti investimenti per portare i cambiamenti necessari e non certo essere intrapresa con la speranza di risolvere una situazione patrimoniale incerta o traballante. La crisi avvenuta in passato è stata la diretta conseguenza di questo, ed ha sicuramente mostrato al mondo quando possa danneggiare una decisione non sufficientemente ponderata.

Anche il fatto di essere sotto i riflettori di un mercato più ampio migliora il marchio dell'azienda stessa ma al contempo porta una grave pressione sulle performance dei manager e dell'azienda in quanto le aspettative sono alte e gli shareholders sono molteplici (senza contare l'aumento conseguente degli stakeholder).

Una decisione di questa portata non porta solamente liquidità all'interno di un'azienda ma va a modificarla internamente portandola a crescere ad un livello che non potrebbe raggiungere senza quest'operazione ma ovviamente non esente da sacrifici e costi.

Anche nel caso di un marchio già conosciuto prima della quotazione come Ferrari, questa porta riflettori, riflettori diversi che non vanno a conoscere per la prima volta il marchio ma lo vanno a studiare più a fondo. In questo caso è ancora più importante la fase precedente alla quotazione dove l'impresa deve prepararsi ad essere trasparente per gli investitori per essere in grado di mostrare le proprie potenzialità e convincere di essere il cavallo vincente su cui investire.

Year	Number of IPOs	Average First-day Return	Aggregate Gross Proceeds, Millions	Aggregate Money Left on the Table, Millions	Average 3-Year Buy-and-Hold Return		
					IPOs	Market-Adjusted	Style-Adjusted
1980	70	14.5%	\$ 2,020	\$ 408	88.2%	35.5%	17.1%
1981	191	5.9%	\$ 4,613	\$ 264	12.8%	-26.2%	-7.4%
1982	77	11.4%	\$ 1,839	\$ 245	32.2%	-36.5%	-48.7%
1983	442	10.1%	\$ 15,348	\$ 1,479	15.4%	-38.7%	2.5%
1984	172	3.6%	\$ 3,543	\$ 86	27.7%	-51.3%	3.0%
1985	179	6.3%	\$ 6,963	\$ 354	7.6%	-39.5%	7.3%
1986	378	6.3%	\$ 19,653	\$ 1,030	18.6%	-20.4%	14.3%
1987	271	6.0%	\$ 16,299	\$ 1,019	-1.8%	-18.9%	4.5%
1988	97	5.4%	\$ 5,324	\$ 186	55.7%	8.3%	51.3%
1989	105	8.1%	\$ 6,773	\$ 336	51.1%	16.8%	32.5%
1990	104	10.8%	\$ 5,611	\$ 454	12.2%	-34.1%	-32.4%
1991	273	12.1%	\$ 15,923	\$ 1,788	31.5%	-1.7%	5.8%
1992	385	10.2%	\$ 26,373	\$ 2,148	34.8%	-2.3%	-19.4%
1993	483	12.8%	\$ 34,422	\$ 3,915	44.9%	-7.8%	-23.9%
1994	387	9.8%	\$ 19,323	\$ 1,650	74.1%	-8.3%	1.0%
1995	432	21.5%	\$ 28,347	\$ 5,033	24.8%	-62.3%	-14.1%
1996	621	16.7%	\$ 45,940	\$ 7,383	25.6%	-57.0%	8.6%
1997	432	13.8%	\$ 31,701	\$ 4,664	67.7%	6.8%	41.0%
1998	267	22.3%	\$ 34,628	\$ 5,352	27.1%	9.1%	12.2%
1999	457	71.7%	\$ 66,770	\$ 37,943	-46.2%	-32.9%	-74.2%
2000	346	56.1%	\$ 62,593	\$ 27,682	-64.7%	-36.4%	-42.6%
2001	80	14.0%	\$ 34,344	\$ 2,973	n.a.	n.a.	n.a.
1980-1989	1,982	7.4%	\$ 82,476	\$ 5,409	20.8%	-24.7%	6.9%
1990-1994	1,632	11.2%	\$101,652	\$ 9,954	44.7%	-7.2%	-12.7%
1995-1998	1,752	18.1%	\$140,613	\$ 22,436	36.0%	-32.3%	11.6%
1999-2000	803	65.0%	\$129,363	\$ 65,625	-53.8%	-34.3%	-61.2%
2001	80	14.0%	\$ 34,344	\$ 2,973	n.a.	n.a.	n.a.
1980-2001	6,249	18.8%	\$488,448	\$106,397	22.6%	-23.4%	-5.1%

Tabella 1.1 : andamento anno per anno degli IPO nel mercato statunitense (Ritter and Welch, 2002)

Table 1.1 International

Country	No. of IPOs	Time Period	Initial Return (%)
Australia	382	1976 – 95	12.1
Austria	76	1984 – 99	6.5
Belgium	86	1984 – 99	14.6
Brazil	62	1979 – 90	78.5
Canada	500	1971 – 99	6.3
Chile	52	1982 – 97	8.8
China	432	1990 – 2000	256.9
Denmark	117	1984 – 99	5.4
Finland	99	1984 – 97	10.1
France	448	1983 – 98	9.5
Germany	407	1987 – 99	27.7
Greece	129	1987 – 94	51.7
Hong Kong	334	1980 – 96	15.9
India	98	1992 – 93	35.3
Indonesia	106	1989 – 94	15.1
Israel	285	1990 – 94	12.1
Italy	164	1985 – 2000	23.9
Japan	1,542	1970 – 2000	26.4
Korea	477	1980 – 96	74.3
Malaysia	401	1980 – 98	104.1
Mexico	37	1987 – 90	33.0
Netherlands	143	1982 – 99	10.2
New Zealand	201	1979 – 99	23.0
Nigeria	63	1989 – 93	19.1
Norway	68	1984 – 96	12.5
Philippines	104	1987 – 97	22.7
Poland	149	1991 – 98	35.6
Portugal	21	1992 – 98	10.6
Singapore	128	1973 – 92	31.4
South Africa	118	1980 – 91	32.7
Spain	99	1986 – 98	10.7
Sweden	251	1980 – 94	34.1
Switzerland	42	1983 – 89	35.8
Taiwan	293	1986 – 98	31.1
Thailand	292	1987 – 97	46.7
Turkey	138	1990 – 96	13.6
United Kingdom	3,042	1959 – 2000	17.5
United States	14,760	1960 – 2000	18.4

Source: Loughran, Ritter and Rydqvist (1994) and updates on Jay Ritter's web site: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>. The article and the update list the references for the country-specific data.

Tabella 1.2: gli IPO elencati secondo il paese e il ritorno iniziale. (Draho, 2005)

2.3 PERCHE' QUOTARSI? VANTAGGI E SVANTAGGI

Le ragioni che portano un'azienda a quotarsi sono molteplici e alcune sono già state menzionate nel paragrafo precedente ma ora verranno analizzate nel dettaglio.

La ragione che ha un indiscutibile peso nella decisione del *going to public* è la facilità di attrarre capitale con tale operazione; quotandosi l'azienda riesce a raggiungere con il marchio un numero di finanziatori e possibili soci decisamente più ampio di una privata e così la raccolta di capitale diventa più semplice (Schultz e Zaman, 2001). Questo ampliamento facilita eventuali processi di sviluppo ed espansione anche a livello

internazionale (Schultz e Zaman, 2001). La quotazione può anche essere vista come una scelta strategica per facilitare la penetrazione dell'azienda in un mercato non più semplicemente domestico. Questo processo rende molto più facile per gli shareholders scambiare le azioni nel mercato e quindi convertire tali azioni in liquidità qualora decidessero (Draho, 2005).

Molti studiosi nel corso degli anni hanno cercato di spiegare perché un'azienda dovrebbe quotarsi. La teoria più nota è sicuramente quella di Zingales (1995) in cui si osserva che un'azienda quando è quotata ha più visibilità e perciò è più facile per lei attrarre potenziali investitori e per gli acquirenti è più facile individuare una buona possibilità d'investimento nel momento in cui è su un mercato regolamentato. Egli ha inoltre notato come sia più facile per le aziende quotate ottenere finanziamenti rispetto invece alle private che chiedono concessione o finanziamenti ai cosiddetti *outsider investor* (termine con il quale si intendono investitori esterni all'azienda come banche o terzi).

Senza contare che le aziende che decidono di quotarsi hanno la possibilità di scambiare le azioni ad un prezzo più alto rispetto al valore che otterrebbero se la vendessero interamente. (Ritter and Welch, 2002)

Non da sottovalutare è la forza della pubblicità di questo avvenimento. La società ha la possibilità di far conoscere i propri prodotti ad una possibile clientela molto più vasta e raggiungere l'espansione in maniera molto più veloce rispetto ad una società che non è quotata, aumentando così il prestigio societario e il conseguente potere contrattuale; d'altro canto nel momento in cui una società guadagna prestigio aumenta il prezzo delle proprie azioni, questo può portare ad un aumento della concorrenza (Maksimovic e Picher 2001). Quotando un'azienda, diventa più facile per la gestione diversificare le fonti di finanziamento e, allo stesso tempo, anche frazionare le quote dei vari investitori (Chemmanur e Fulghieri 1999) in modo che la società non sia più nella mani di pochi con un forte potere decisionale ma che sia più frazionata fra diversi soggetti con in mano meno potere di influenzare le decisioni. Questo aspetto ha anche un rovescio di medaglia al contempo perché può aggravare i compiti del management in quanto i soggetti possono avere interessi diversi e riuscire a tenere in considerazione le varie necessità può essere gravoso (Chemmanur e Fulghieri 1999). Un ulteriore aspetto di un azionariato diffuso è la possibilità di *lobby* (Austen-smith and Wright, 2018). Con il termine *lobby* si indicano tutti quei gruppi di minoranza che non hanno un forte potere decisionale. I gruppi di *lobby*,

unendo le proprie quotazioni di minoranza possono quindi andare ad influire sulle scelte del *management* e in taluni casi anche ribaltare le decisioni che avrebbe voluto la maggioranza.

Le motivazioni, come si evince, non sono solamente di natura finanziaria; il quotarsi può dare anche all'azienda la possibilità di avere una valutazione "del mercato" aiutando così il management ad individuare i punti di forza e andare a lavorare su quelli di debolezza portando la società ad una maggiore consapevolezza della sua forza nel mercato ed aiutandola anche ad elaborare una strategia più consapevole (Holstro e Tirole 1993, Choi and Nam, 1998).

D'altro canto anche i costi possono essere molteplici. I primi da tenere in considerazione sono i costi diretti fissi, come gli investimenti che sono necessari per modificare la struttura interna di un'azienda in modo che sia conforme alla normativa della società quotate definiti anche come *cost of disclosure*. Vi sono poi le tasse e le retribuzioni dovute alle banche, avvocati ed eventuali altri intermediari che guidano l'azienda lungo tutto il processo.

In aggiunta ci sono i costi relativi alla pubblicità obbligatoria periodica a cui le aziende quotate sono costrette per rispettare il principio di trasparenza (Draho, 2005).

Altri costi indiretti possono essere ricondotti al fenomeno dell'*underpricing* che si andrà ad approfondire nei paragrafi seguenti (Draho, 2005).

Queste teorie mostrano aspetti positivi e negativi degli IPO, altre invece sono concentrate a cercare una risposta a quando un'azienda si dovrebbe quotare. Una di queste è quella di Pagano, Panetta e Zingales (1998) i quali hanno verificato che storicamente le aziende che si quotano hanno un elevato *market-to-book ratios* e che queste sembrano ridurre i costi di chiedere finanziamento dopo la quotazione.

Con il termine *market-to-book ratio* si indica generalmente il rapporto tra il valore di mercato del capitale proprio e il valore contabile di esso. Questo indice viene utilizzato di frequente dagli analisti per valutare un'impresa: maggiore è questo rapporto, maggiore è il successo dell'azienda (Berk and DeMarzo, 2015).

Zingales, Pagano e Panetta hanno inoltre evinto che gli IPO seguono elevati investimenti e crescita e non viceversa onde per cui un'azienda che decide di quotarsi deve essere cosciente che sarà un percorso difficile per il quale bisogna già aver messo le basi per riuscire ad ottenere risultati positivi da questo e non usare l'IPO per risanare una

situazione difficile. Anche gli studi di Lerner del 1994, focalizzati su aziende americane nel settore della biotecnologica, hanno evidenziato che le aziende che si sono quotate in quegli anni avevano un elevato *market-to-book ratio* e che questo aveva un'importante peso nella decisione di quotarsi o meno (andando a confermare gli studi effettuati da Zingales nello stesso anno) (Pagano, Panetta and Zingales, 1998).

2.4.1 SOGGETTI COINVOLTI NELLA PROCEDURA IPO

Prima di procedere a descrivere la procedura di quotazione è necessario illustrare i soggetti esterni all'impresa che vengono coinvolti con i relativi ruoli in modo da comprendere la procedura in maniera più profonda nel successivo paragrafo. Verranno nominate alcune fasi del processo di IPO durante il paragrafo che verranno poi descritte nel successivo. La nomina delle fasi del processo in questo paragrafo serve per chiarire in quale posizione le varie figure si collocano all'interno del processo. Lo scopo di questo paragrafo quindi è stilare l'elenco dei nuovi soggetti con cui l'impresa si relazionerà durante il processo di IPO. Questo è importante da comprendere per giustificare anche i costi discussi nelle teorie sui costi dell'IPO, per capire che i *sunk costs* o costi affondati che un'impresa ha nel momento che intraprende questa strada non sono da sottovalutare. L'operazione di quotazione può intraprendere diverse strade: la società può decidere di alienare le azioni già possedute dagli attuali azionisti e in questo caso parleremo di una OPV, acronimo che significa operazione pubblica di vendita, oppure può decidere di avviare una sottoscrizione di nuove azioni (OPS, operazione pubblica di sottoscrizione), ed infine un terzo modo è quello di combinare le prime due soluzioni proposte dando vita ad una OPVS (Forestieri, 2007).

La società che decide di intraprendere quest'operazione non è sola, durante tutto l'*iter* vi sono diversi soggetti che supervisionano e aiutano la società ad essere pronta all'evento. Tra i soggetti più importanti troviamo gli *advisor* che sono soggetti esterni ed indipendenti dalla società il cui ruolo è quello di assistere la società nella realizzazione dell'IPO e che solitamente sono nominati dagli azionisti. Vi sono numerosi altri soggetti che meritano pure uno sguardo di approfondimento, come lo *sponsor* previsto nel regolamento della Borsa Italiana. Esso viene nominato dalla società che dovrà quotarsi e che si occupa di far conoscere la società nel mercato e a Borsa Italiana, garantendo per essa. Questo ruolo può anche essere ricoperto dalle banche, imprese d'investimento o da intermediari

finanziari iscritti che rispettino l'informativa prevista dall'articolo 107 TUB (Forestieri, 2007).

Lo *sponsor* non si limita solamente a “pubblicizzare” la società ma ha anche diversi altri compiti e responsabilità, tra le quali garantire di aver comunicato tutti i dati e i fatti di rilievo al fine dell'entrata nel mercato della società e assicurarsi che il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale conoscano interamente gli obblighi e la responsabilità della quotazione (Forestieri, 2007). Oltre a ciò assicura che la società sia in grado di comunicare periodicamente e tempestivamente le notizie riguardanti il proprio andamento economico-finanziario. Lo *sponsor* quindi attesta che la quotazione avviene secondo le regole previste dal mercato selezionato per l'IPO. Tuttavia il lavoro dello *sponsor* non finisce con l'IPO; successivamente alla quotazione egli organizza degli incontri con la società e redige almeno due analisi finanziarie l'anno sul titolo quotato (Forestieri, 2007).

Estendendo l'analisi dei soggetti troviamo il *Global Coordinator*, che ha ruolo cardine in tutta l'operazione perché il suo compito è quello di coordinare l'intero processo di quotazione e di offerta dei titoli, onde per cui si può definire il responsabile dell'esito dell'IPO. Le sue mansioni sono plurime come dirigere l'operazione di collocamento, definire il *pricing* grazie all'attività di *marketing* che influenza la domanda, supportare la società quotante nella redazione, compilare e preparare documenti necessari per il *road show* e il *bookbuilding* (Forestieri, 2007). Questa figura può coincidere con quella dello *sponsor* e può anche incorporare quella del *lead manager* (investito del compito di trovare e piazzare le azioni). Anche gli studi legali, occupandosi della gestione degli aspetti giuridici quali adeguamenti statutari, redazione del prospetto informativo, adempimenti legali, occupano un ruolo centrale nel processo (Forestieri, 2007).

Andando ad occuparci di un caso di aziende italiane è importante analizzare il mercato italiano, che è gestito dalla Borsa Italiana SpA. La CONSOB si occupa della sorveglianza del mercato ed è colei che rilascia i permessi per la quotazione dopo averli revisionati e giudicati. Infine la Montetitoli SpA è la società di tutti gli strumenti finanziari dematerializzati.

Attualmente la Borsa Italiana gestisce e stabilizza i requisiti minimi per l'adesione al Mercato Telematico Azionario, il quale è suddiviso in 3 segmenti:

- il mercato delle *STAR* dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro e con requisiti di eccellenza, le quali rispettano termini particolari quali liquidità, trasparenza e *governance*;
- il mercato delle *blue chip* per le imprese con capitalizzazione superiore al miliardo di euro;
- le *standard* che hanno la stessa capitalizzazione delle star ma non hanno i requisiti di eccellenza (Forestieri, 2007).

A questi segmenti si aggiunge poi un'ulteriore sottosezione chiamata Mercato Expandi, che è ideata per le azioni appartenenti a società di dimensioni più piccole con requisiti minimi più agevoli dove anche il processo di quotazione risulta facilitato.

Borsa Italiana gestisce ulteriori mercati dedicati anche a strumenti finanziari diversi dai titoli azionari, ma l'analisi sarebbe troppo lunga e non rilevante per il tema, perciò non verrà trattata in questa tesi.

La CONSOB controlla che la società sia in possesso di tutti i requisiti richiesti per la quotazione, sia formali che sostanziali. Tra i requisiti formali si trova il fatto che la società che sta facendo richiesta di quotazione deve avere una struttura di corporate tale da poter garantire l'autonomia gestionale e la tutela della minoranze, senza escludere il fatto che l'attività svolta deve creare valore, ossia ricchezza. Inoltre per essere quotata in Borse deve aver depositato i bilanci (anche consolidati) degli ultimi 3 esercizi annuali (Forestieri, 2007).

I requisiti sostanziali vanno a suddividersi in due sottocategorie: quella economico finanziaria e quella di ordine organizzativo. La prima analizza la capacità di creare valore dell'azienda, quanto il vantaggio competitivo creato da essa sia sostenibile, che il business plan sia realistico ma comunque ambizioso, che la società abbia perseguito dei risultati economico finanziari positivi e che i sistemi manageriali, con particolare attenzione al sistema di controllo di gestione siano efficaci ed efficiente (Forestieri, 2007). La sottosezione dei requisiti di ordine organizzativo invece si focalizza sulla capacità dell'azienda di gestire l'attività aziendale a livello organizzativo-contabile con trasparenza, va a verificare se i sistemi di *governance* utilizzati siano allineati verso un unico obiettivo preciso e quantificabile, ovvero siano su una linea di *best practice* ed infine che il team dirigenziale sia motivato e preparato (Forestieri, 2007). I requisiti minimi richiesti servono per garantire la solidità dell'azienda, per dare sicurezza agli

investitori che le azioni di queste aziende hanno valore e su cui risulta una buona decisione investire. Levare questi requisiti vorrebbe dire creare incertezza sul prodotto offerto, e quindi il mercato riceverebbe sicuramente un calo, oppure cadrebbe in una crisi profonda come è già successo in passato. La sicurezza offerta da questi controlli e requisiti rappresenta un costo non indifferente per l'azienda. Per questa ragione la scelta deve essere pesata a dovere prima di procedere a dare il via all'operazione.

2.4.2 LE FASI DEL PROCESSO DI IPO

Presa la decisione di quotazione, la società si trova davanti un *iter*, una strada già battuta dalle leggi e dai regolamenti per arrivare nel mercato quotato. Il processo indicativamente dura 6 mesi ed è suddiviso in varie fasi.

Il primo step che la società affronta è la fase preparatoria, dove si nomina il mercato di quotazione, lo sponsor e il Global coordinator. Insieme a questi identifica una strategia di emissione, questa è la mappa da seguire per arrivare alla quotazione. Con questa strategia si vanno a definire obiettivi futuri, tempi per raggiungere tali obiettivi, stime di domanda, stime di offerta e piani di lavoro. La strategia è un *overplan* di tutto ciò che accadrà prima della quotazione e va a definire i passaggi da compiere per arrivare al mercato preparati. Inoltre prepara un prospetto informativo per presentare ai possibili clienti l'azienda e inoltre redige il QMAT (Forestieri, 2007).

Il QMAT è un documento che la società deve presentare insieme alla domanda di ammissione nel caso in cui decida di quotarsi nel mercato MTA. Il QMAT è un documento che consente alla Borsa Italiana di analizzare il Business Model della società quotanda. Lo scopo di QMAT è quello di anticipare le domande che generalmente Borsa Italiana porge alla società durante il processo di quotazione, in modo da snellire l'iter (Forestieri, 2007).

La seconda fase viene denominata fase esecutiva, ed è dove l'azienda invia la domanda di quotazione al mercato prescelto e, successivamente alla fase di istruttoria (che ha un limite massimo di 60 giorni), vi è il provvedimento di ammissione in caso di esito positivo. In caso di esito negativo, ossia se la domanda di quotazione nel mercato viene respinta, si dovrà procedere ad apportare ulteriori modifiche e ripresentare una nuova domanda (Forestieri, 2007).

Il provvedimento d'ammissione è condizionato dal nulla osta della Consob, alla quale bisogna fare richiesta allegando il prospetto informativo per il collocamento dei titoli al pubblico. La fase esecutiva prevede anche la definizione del sindacato di sottoscrizione (compito dello *sponsor*) e della campagna di comunicazione, e del cosiddetto *pre-marketing* dove si contattano i potenziali investitori per raccogliere una prima percezione sull'andamento dell'offerta, e questo servirà per definire un range di prezzo, seppur indicativo, a cui le azioni possono essere offerte (Forestieri 2007).

Segue la fase di *pricing* e offerta suddivisa in due step: il *road show* e il *bookbuilding*.

Il *road show* è un ciclo di incontri dove è data la possibilità all'azienda di presentarsi alle banche, e a quest'ultima tale passaggio serve per capire l'effettivo potenziale interesse del mercato e per definire il *pricing* (il potenziale valore che le azioni dell'impresa in questione possono avere), il costo e gli eventuali impegni connessi all'operazione (Forestieri, 2007).

Il secondo step di tale fase è il *bookbuilding*, dove i potenziali investitori comunicano ai *book runner* (le banche solitamente) l'ammontare dei titoli che intendono acquistare e il prezzo che queste offrono. Sulla base di questo viene fissato il prezzo e la quantità.

L'operazione di prezzamento delle azioni è possibile grazie alla curva di domanda che le banche costruiscono con le offerte ricevute dagli investitori e, successivamente alla costruzione di tale curva di domanda, alloca le azioni in questione (Cornelli and Goldreich, 2001).

Grazie alla fase di *bookbuilding* è possibile determinare il prezzo massimo a cui si possono vendere i titoli.

Ormai si è quasi giunti al termine dell'operazione di quotazione, mancano ormai poche fasi alla quotazione definitiva.

Uno degli ultimi step è quello precedente al collocamento dove viene reso pubblico il *pricing* definito o il tetto massimo di tale prezzo. In caso di offerta al prezzo massimo, il pubblico aderisce all'offerta conoscendo il tetto di prezzo di tale azione. In tal caso l'adesione è irrevocabile e se il prezzo definito sarà più basso l'offerta rimarrà comunque valida. Tale meccanismo è definito *Open Price* e in questo caso il prezzo definito verrà determinato solo al termine dell'offerta.

Infine si arriva al giorno del collocamento dove l'impresa, che ha deciso di intraprendere l'IPO, sceglie una delle tre modalità con cui può quotarsi (già descritte nei paragrafi precedenti: OPS, OPV, OPVS).

A seguito del collocamento troviamo la consegna e il pagamento dei titoli e l'avvio delle negoziazioni nel mercato (Forestieri, 2007). La fase della consegna dei titoli può non essere immediata ma ha un limite massimo di una settimana dopo il collocamento

2.5 IPO UNDERPRICING

Jenkinson e Ljungqvist nel 2001 hanno definito l'*underpricing* come il fenomeno secondo il quale le azioni dell'azienda sono offerte ad un prezzo considerevolmente più basso rispetto al prezzo a cui queste vengono poi negoziate nel mercato (Jenkinson and Ljungqvist, 2001).

A confermare la frequenza assidua di questo fenomeno nel mercato ci viene incontro lo studio effettuato da Alberto Dell'Acqua, Leonardo L.Etro, Emanuele Teti e Michele Murri. Lo studio venne compiuto su un campione di 129 IPOs nel mercato italiano tra gli anni 2001 e 2012. I ricercatori hanno fatto emergere che più dei due terzi del campione offrivano un prezzo inferiore del valore stimato del titolo e tale differenza si aggira intorno al 6.75% (Dell'Acqua et al, 2015). Questo studio mostra che il fenomeno è significativo, ed è per questa ragione che ha catturato l'attenzione di molti studiosi. Il paragrafo si prefigge lo scopo di illustrare alcune teorie per mettere alla luce come questo fenomeno riesca a persistere nel mercato. In quanto a livello teorico l'*underpricing* non dovrebbe esistere, esso può essere definito una "malattia" del mercato in quanto crea la possibilità di arbitraggio.

La possibilità di arbitraggio risiede nel fatto che chiunque compri le azioni di prima emissione (sottoposte a *underpricing*) ha la possibilità di rivenderle nel mercato secondario ad un prezzo più elevato (Ritter, 2011).

Questa pratica di rivendita immediata di azioni viene definita con il termine di *staggering* (principalmente nei mercati anglosassoni) o *flipping* (più usato in mercati americani) e palesa un'evidente opportunità di profitto. Questo fenomeno di arbitraggio può essere spiegato solamente ammettendo la possibilità che gli investitori si comportino in maniera irrazionale e che quindi preferiscano tenere il titolo per un tempo più prolungato nonostante la consapevolezza della graduale perdita di valore dello stesso.

Nonostante questo rappresenti un costo per l'azienda, gli emittenti non sembrano lamentarsi per tale sotto quotazione in quanto tale perdita iniziale viene compensata con un valore maggiore nel mercato secondario (Dell'Acqua et al., 2015).

L'*underpricing* è stato un fenomeno che ha attratto l'attenzione di molto studiosi ed è per tale ragione che la letteratura offre varie teorie che cercano di spiegare tale sintomo del mercato. Le prime teorie e le principali che hanno affrontato e spiegato questo tema hanno trovato come principale causa di esso l'asimmetria informativa presente tra l'emittente, il sottoscrittore e gli investitori (ossia le tre parti chiave coinvolte nel processo) (Eckbo, 2007).

Rock fu uno dei primi a sostenere che il fenomeno era possibile a causa della disparità di informazioni tra investitori. Egli non tiene del conto delle possibili disparità tra gli investitori e l'emittente ma si concentra di più sulla prima categoria di soggetti. Studia il fenomeno considerando la diversità informativa tra gli investitori, perciò egli considera che sia possibile che alcuni investitori abbiano più informazioni sul vero valore del titolo, e che riescano quindi a sapere con più precisione il valore di questo. Secondo Rock questa disparità porta ad avere due categorie di investitori: gli informati e i non e anche alla possibilità di arbitraggio sopra descritta (Koh and Walter, 2018). Questa disparità è resa possibile tramite l'attività di *information gathering*, ossia di raccolta di informazioni da parte dei primi.

Rock riteneva inoltre che, nel caso non vi siano adeguati incentivi sulla divulgazione delle informazioni, nessuno le rivela per evitare delle perdite di ricchezza per se stesso. Questo perché se gli investitori rivelassero le proprie informazioni aiuterebbero a fissare un prezzo equo ma pagherebbero un prezzo maggiore rispetto allo scenario in cui non le rivelino.

Rock prosegue con i suoi studi parlando della Malattia del vincitori, chiamata nei suoi articoli con il nome di *Winner's Curse*, poi ritrovata con diversi nomi in altri studi come quelli condotti da Allen&Faulhaber, Welch e altri. Questa malattia si verifica nella situazione inversa all'*underprice* ossia in situazione di *overprice* (dove il prezzo di ammissione è maggiore del valore). In questo caso gli investitori informati non investono in tali azioni lasciando la totale allocazione alla controparte, la quale appunto vince l'allocazione ma non avrà beneficio da questo acquisto. In entrambe le situazioni i non informati ottengono un rendimento ben al di sotto degli *informed*. Alla luce di questo

risulta chiara la soluzione della categoria degli investitori non informati: lasciare il mercato. Tuttavia, secondo Rock, la presenza di questa categoria è necessaria alla sopravvivenza del mercato delle IPO, in quanto in caso contrario si verificherebbe un'insufficienza di domanda. Ed ecco che l'*Underpricing* trova il suo posto nel mercato, come una malattia necessaria a bilanciare il mercato e a tenerlo in vita. L'*underpricing* risulta quindi l'unico modo per attrarre in questo mercato anche gli investitori non informati e quindi risanare la domanda, portandola allo stesso piano dell'offerta.

Successivamente la teoria si è evoluta portando alla luce ulteriori aspetti del fenomeno, come il fatto che l'*underpricing* sia un modo per assicurarsi contro il rischio e contro possibili contenziosi, oppure che questo sia voluto dai *managers* per ottenere dei vantaggi (Eckbo, 2007).

Altri autori hanno usato la distinzione fornita da Rock, come Allen e Faulhaber nel 1989. La loro teoria sottolinea come un investitore informato riesce a distinguere una "buona" azienda da una non valida usando l'*underpricing* come un segnale costoso della qualità aziendale, perché gli emittenti di "bassa qualità" non sono in grado di imitare questa strategia (Allen e Faulhaber, 1989). Altri autori usano la distinzione tra categorie di investitori preposta da Rock per spiegare diversi fenomeni del mercato come i benefici degli investitori informati, i quali sono in grado di distinguere tra aziende sulle quali è conveniente investire e quali invece è meglio evitare. Questa la teoria di Michaely e Shaw nel 1994 e Zarowin nel 1990.

Welch con il suo studio del 1989 aggiunge un'ulteriore sfaccettatura a quest'analisi. Sostiene che sottostimare motiva i potenziali investitori ad investire di più (come segnali di un'azienda in buono stato) procurando un effetto a cascata sui seguenti investitori (Welch, 1989).

2.6 CONCLUSIONI

In questo capitolo si è voluto dare una conoscenza generale dell'IPO dal punto di vista teorico, analizzando varie teorie e mostrando come funziona il processo nel contesto italiano.

Nel successivo queste informazioni serviranno come base per analizzare il caso selezionato, Ferrari.

Il capitolo ha portato alla luce le informazioni necessarie a capire il caso, ma la teoria sarebbe ancora vasta.

Il primo paragrafo si è preposto di dare una definizione generale, mostrando le varie sfaccettature della scelta di *going to public* evidenziando che questa è una decisione, una possibile strada che l'azienda può intraprendere e non deve essere vista come un passaggio obbligatorio per ogni impresa.

Questo concetto è necessario per analizzare Ferrari. Non bisogna vedere tale quotazione come un passaggio obbligatorio, e la tesi si prepone lo scopo di verificare le ragioni che hanno spinto l'impresa a quotarsi.

Successivamente si è passati alla descrizione dei soggetti che sono necessari e che entrano in gioco una volta intrapresa questa strada, con la descrizione dei vari *steps* che portano alla quotazione del titolo nel mercato regolamentato.

L'ultimo paragrafo ha affrontato uno dei problemi di maggior importanza quando si parla di IPO: l'*underpricing*. Il fenomeno è stato esposto con varie teorie, la principale quella di Rock che ha dato una visione chiara del perché esiste nel mercato questo sintomo.

CAPITOLO 3

3.1 INTRODUZIONE

Questo capitolo si apre con una veloce analisi del settore automobilistico per capire in quale situazione sia attualmente il mercato e come si è evoluto nel corso del tempo.

L'ambiente molto spesso porta con sé svariate ragioni delle decisioni d'impresa, quindi è un elemento da non sottovalutare per il nostro caso.

Ci sarà poi una breve panoramica sul caso considerato con cenni storici e analisi di performance attuali. Successivamente si andrà a vedere com'è nato e poi evoluto nel tempo l'IPO. Congiuntamente si andranno a sviscerare i motivi che hanno portato a questa decisione nel caso di Ferrari. Un'azienda che aveva già (al momento della quotazione) un'ottima reputazione internazionale e una buona capacità di raccolta di capitale, due delle principali ragioni che portano alla quotazione. Sembrerebbe quasi inspiegabile la decisione intrapresa da questa.

Concludendo si andrà a fare un'analisi dell'azienda pre e post quotazione per evidenziare gli effetti che questa ha avuto sui risultati ottenuti da Ferrari.

3.2 IL MERCATO AUTOMOBILISTICO

Negli anni successivi alla crisi, il settore automobilistico ha subito forti rallentamenti ma una ricerca condotta dalla Commissione Industria, Commercio e Turismo del Senato mostra che tra gli anni 2014 e 2015 vi è stata un'inversione di tendenza.

E' un settore che ha un'importanza cruciale nell'economia, soprattutto in quella italiana come mostra l'attività generata nel 2012 che ha contribuito per il 4.6% al valore aggiunto nazionale, vale a dire ha generato 65 miliardi di euro (Il settore automotive nei principali paesi europei Ricerca promossa dalla 10a Commissione Industria, Commercio, Turismo del Senato della Repubblica, 2014).

Per sottolineare l'importanza del marchio italiano si può evidenziare che nel 2014 la produzione italiana di automobili ha prodotto 401 mila pezzi, vale a dire il 3.4% della produzione dell'Europa occidentale e dello 0.6% di quella mondiale (Il settore automotive nei principali paesi europei Ricerca promossa dalla 10a Commissione Industria, Commercio, Turismo del Senato della Repubblica, 2014).

Purtroppo tale peso si sta riducendo a causa della forte concorrenza di USA e Giappone che in questo settore sono apparse in questi anni, dimostrando una forte capacità di competere anche con marchi già consolidati.

Nonostante questa marcata concorrenza, nel periodo gennaio-marzo del 2015 la produzione italiana ha toccato le 155 mila vetture, aumentando del 50% rispetto al trimestre dell'anno precedente (perciò paragonandolo a gennaio-marzo 2014). La speranza di un'alba migliore è alimentata anche dall'ISTAT che segnala un incremento degli investimenti fissi lordi in mezzi di trasporto del 40% sempre sulla base del primo trimestre (Il settore automotive nei principali paesi europei Ricerca promossa dalla 10a Commissione Industria, Commercio, Turismo del Senato della Repubblica, 2014).

Occorre ricordare che per avere una visione più profonda ed accurata del settore non bisogna tenere in considerazione solamente il numero di auto prodotte ma anche il valore intrinseco dell'auto, e quindi del peso che tale veicolo avrà sulla vendita finale e sui ricavi. Le aziende italiane puntano molto sulla fidelizzazione del cliente anche se questo grado di fedeltà è meno diffuso di quanto si aspettano tali case. Difatti un'analisi di mercato condotta da Findomestic mostra che gli italiani privilegiano nuove esperienze e gradiscono le offerte commerciali della concorrenza e, dove la fedeltà è presente, è legato al marchio (Osservatoriofindomestic.it, 2018).

Come mostra il grafico 2.1 la fedeltà effettiva è decisamente più bassa di quella dichiarata e anche rispetto alla media creata sulla base di altri 15 paesi di tutto il mondo, tra cui i principali concorrenti del mercato italiano come Stati Uniti, Germania, Francia e molti altri. Tale fedeltà si prevede in diminuzione del circa il 20% e questo dovuto alla grossa curiosità degli italiani verso la ricerca di nuovi brand e nuovi modelli da provare. L'italiano sembra alla ricerca di nuove esperienze e questo lo porta alla ricerca continua e al cambiamento, come mostrano anche i grafici 2.2 e 2.3 sempre tratti dalla ricerca condotta da Findomestic.

L'importanza dell'acquirente italiano non è da sottovalutare, in quanto le statistiche dimostrano che gli italiani sono tra i maggiori compratori europei a livello di veicoli privati nuovi. Infatti occupano una percentuale non indifferente a livello mondiale (13%) come mostra il grafico 2.5. Riuscire a conquistare questo tipo di clientela offrirebbe un vantaggio competitivo non indifferente. I dati sul peso degli italiani come acquirenti è evidenziato dalla tabella 2.4 la quale mostra il continuo aumento degli acquisti di

autovetture private dal 2015 al 2017 con una variazione % in aumento di 9.6 solo negli anni 2016-2017. (Osservatoriofindomestic.it, 2018)

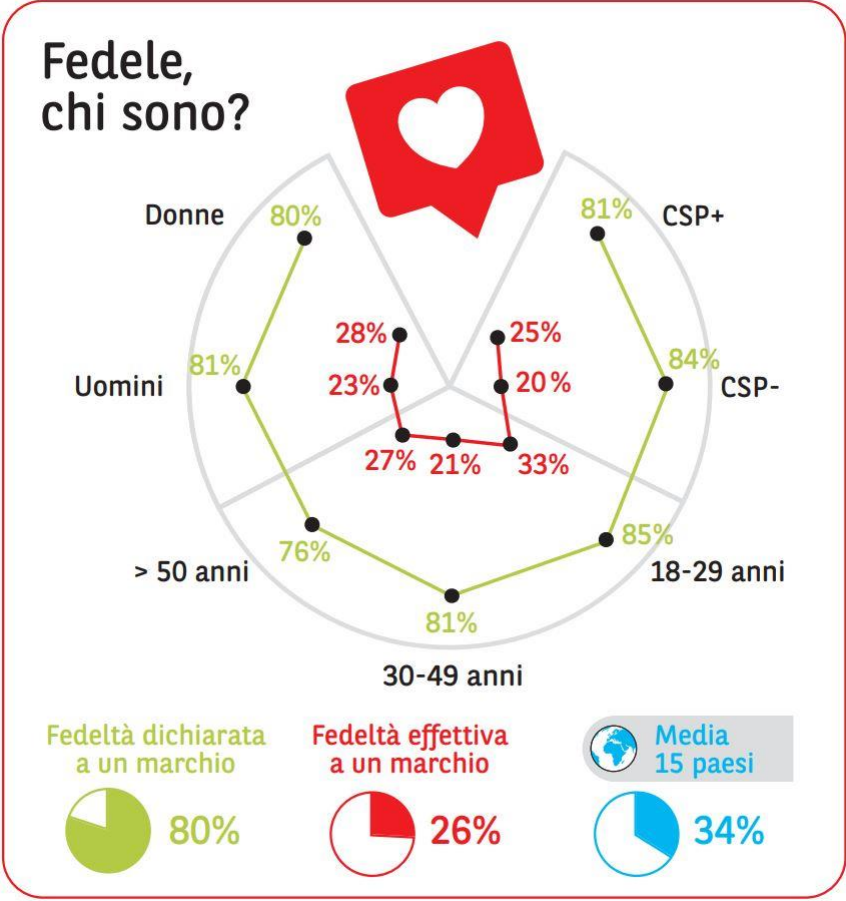
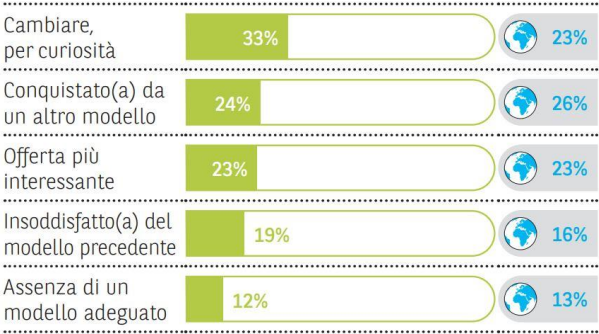


Grafico 2.1 Fonte Osservatoriofindomestic.it, 2018

Non fedele, perché lo sono stato(a)*?



Non fedele, perché lo resterei?



* in occasione dell'ultimo rinnovo

Grafici 2.2 e 2.3 Fonte: Osservatoriofindomestic.it, 2018

Il mercato dei veicoli privati nuovi, VPN

	2015	2016	2017*	Variazione 2017 vs 2016	2018*	Variazione 2018 vs 2017
Francia	1.917.226	2.015.177	2.120.000	5,2%	2.200.000	3,8%
Italia	1.575.923	1.824.968	2.000.000	9,6%	2.080.000	4,0%
Spagna	1.041.276	1.147.007	1.230.000	7,2%	1.250.000	1,6%
Portogallo	178.496	207.345	224.000	8,0%	231.000	3,1%
Belgio-Lussemburgo	579.205	590.080	608.000	3,0%	608.000	0,0%
Regno Unito	2.633.503	2.692.786	2.572.000	-4,5%	2.445.000	-4,9%
Germania	3.206.042	3.351.607	3.425.000	2,2%	3.460.000	1,0%
Paesi Bassi	449.393	382.825	435.000	13,6%	410.000	-5,7%
Polonia	354.972	416.123	480.000	15,4%	460.000	-4,2%
Repubblica Ceca	230.857	259.693	260.000	0,1%	250.000	-3,8%
Slovacchia	77.968	88.165	94.000	6,6%	91.000	-3,2%
Ungheria	77.171	96.552	103.000	6,7%	105.000	1,9%
Totale 13 paesi	12.322.032	13.072.328	13.551.000	3,7%	13.590.000	0,3%
Europa 28 + AEELS ⁽¹⁾	14.202.024	15.160.239	15.750.000	3,9%	15.790.000	0,3%
Giappone	4.215.889	4.146.459	3.850.000	-7,1%	3.920.000	1,8%
Stati Uniti ⁽²⁾	17.351.362	17.865.773	17.500.000	-2,0%	17.150.000	-2,0%
Cina	21.146.320	24.376.902	24.950.000	2,4%	25.575.000	2,5%
Brasile	2.122.657	1.676.722	1.840.000	9,7%	2.025.000	10,1%
Turchia	725.596	756.938	735.000	-2,9%	715.000	-2,7%

* Stime e previsioni de L'Osservatorio Auto Findomestic

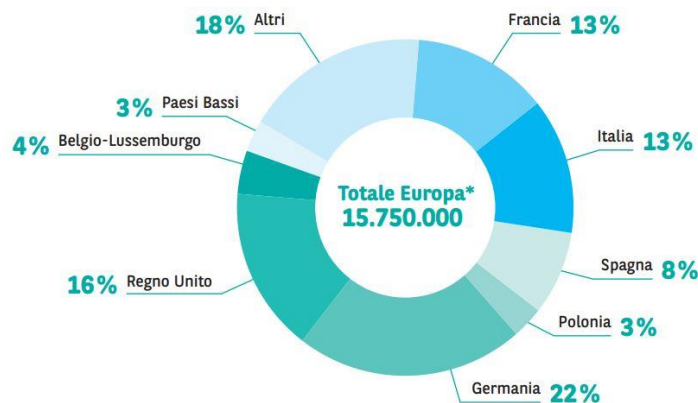
(1) Europa 28 (tranne Malta) + Norvegia, Svizzera e Islanda

(2) Stati Uniti: light truck compresi

Fonti: OICA, ACEA, L'Osservatorio Auto Findomestic

Tabella 2.4 Fonte: Osservatoriofindomestic.it, 2018

■ Immatricolazioni di veicoli privati nuovi in Europa* nel 2017



* Europa 27 (tranne Malta) + Norvegia, Svizzera e Islanda
Fonti: ACEA, L'Osservatorio Auto Findomestic

Grafici 2.5 Fonte: Osservatoriofindomestic.it, 2018

Come si coglie da questi dati il settore automobilistico è in costante crescita a livello di domanda e quindi, elemento importante da tenere in considerazione, la produzione seguirà un costante andamento positivo. L'importanza di questo settore è unica nel suo genere. L'auto è indispensabile per ogni famiglia moderna e questo la rende la seconda voce di spesa, seconda solamente alla casa. Questo porta il settore ad avere un'importanza non di poca rilevanza a livello mondiale e ciò giustifica le ingenti spese che questo tipo di impresa deve affrontare a livello di ricerca e sviluppo. Tali investimenti permettono alle aziende di rinnovarsi costantemente per soddisfare l'esigenza del nuovo, tanto richiesta dal cliente.

La concezione moderna dell'auto ha preso piede da pochi anni perché inizialmente era vista come un bene di lusso, un prodotto dal consumo elitario (Clark et al. 1987). Fu grazie all'approccio fordista che tale concezione venne sdoganata e resa alla portata di tutti; il primo modello pensato per l'operario medio è stato la Ford T lanciata negli USA nel 1908 (Clark et al, 1987). Da questo momento in avanti l'auto ha cominciato a cambiare visione negli occhi delle persone, portando ad un costante aumento della domanda e, di conseguenza, anche della concorrenza. Il mercato ha iniziato ad espandersi dando vita a diversi tipi di modelli per accontentare tutte le richieste e da questo momento abbiamo avuto la divisione del settore tra le autovetture di lusso e le utilitarie (tenendo

presente che vi sono ulteriori categorie, ma non rilevanti per lo studio in questione) (Clark et al. 1987).

L'aumento della segmentazione all'interno del mercato ha portato le aziende ad offrire prodotti sempre più vari e specifici al tempo stesso, portando l'acquirente a sentire il suo modello come unico nel genere e per tale ragione è aumentato il budget per l'auto. Il cliente vuole sentirsi unico, e anche il suo modello deve essere tale e questo ha portato ad aumentare il *premium price* in questo settore. Questo aumento di prezzo copre completamente i costi legati alla differenziazione di prodotto e al minor ciclo di vita che le auto hanno dimostrato di avere in questi anni (Bardi, 2001).

Quest'analisi generale dell'andamento del mercato automobilistico mette in luce che tale mercato è prospero e quindi Ferrari ha una buona probabilità di crescita. Lo studio sulla tipologia di cliente è importante inoltre per capire dove focalizzare la propria attenzione nel momento in cui si pianifica una strategia aziendale. Da tenere in considerazione che Ferrari opera nel mercato automobilistico ma essa vende automobili di lusso. Il mondo del *luxury* ha sfaccettature che bisogna tenere in considerazione nel momento in cui si sta facendo un'analisi di mercato.

Bain & Company ha effettuato diverse ricerche sul settore che aiutano a dare un panorama di come funziona questo mercato. Un risultato interessante emerso riguarda la tipologia di consumatori che troviamo nel mondo del *luxury*. Il compratore medio di lusso non è interessato a comprare il bene in sé perché gli oggetti di questo settore non vengono acquistati per necessità, o meglio, questa non è la ragione che spinge i clienti verso questo settore. I consumatori vogliono comprare l'idea che quel bene dà, vogliono comprare lo stile di vita che questi rappresentano. Perciò in tale mercato è molto importante creare un'idea di vita che giri intorno al bene venduto. Lo studio evince anche che il consumatore non vuole solamente il bene ma è interessato anche all'acquisto di beni accessori. Questa particolarità risiede nel fatto che chi vende in questo settore vende non solo beni ma desideri, sogni e idee di sé e della propria vita. Questo rende questo settore unico nel suo genere e rende il mercato di lusso non identificabile in compartimenti stagni ma lo rende una rete di settori complessa ed interconnessa. Il comportamento che i consumatori hanno dimostrato ha portato le imprese a diversificare i propri business e creare dei multi-brand. Bain & Company hanno anche evidenziato che il mercato mostra una crescita del 5% nel 2017 rispetto all'anno precedente che si stima di 1.2 trilioni di euro. Inoltre nel settore di

lusso la parte con maggiore predominanza è data dal settore delle macchine di lusso, dove Ferrari opera. Questo mercato copre il 6% del mercato del lusso totale, raggiungendo i 489 bilioni di euro totali. Questi dati sono anche illustrati nella figura 2.6.

Una ricerca di Robert Olorenshaw intitolata “Luxury and the economic crisis” ha sostenuto che il settore di lusso ha diversi paradossi, contrastanti con il comportamento comune del consumatore nell’economia classica, ossia nel mercato comune dei beni. I beni di lusso, infatti, non soddisfano i bisogni primari né secondari di un consumatore ma piuttosto soddisfano il bisogno di appartenenza. Non rientrano nella scala dei bisogni, hanno più una funzione psicologica, il bisogno di far parte di una certa classe sociale. Possiamo definire questi beni il lascia passare per essere inseriti nell’*élite* della società, come uno status che li contraddistingue. Questa non l’unica distinzione dai mercati classici dei beni. Anche i prezzi si muovono in maniera differente. In un economia classica all’aumentare del prezzo di un prodotto la domanda del prodotto diminuisce. Questo meccanismo è opposto nel mercato dei beni di lusso: all’aumentare del prezzo la domanda aumenta in quanto l’aumentare del prezzo è visto come un aumento della qualità. Questo avviene perché il target a cui è rivolto il settore del lusso, è composto da consumatori che non sono sensibili a variazioni di prezzo in aumento, soprattutto se di piccola entità. Perciò il *management* nel momento in cui vuole attivare politiche di *marketing* deve tenere in considerazione questa diversità.

Ulteriori studi di Bain & Company hanno rilevato che il mercato di lusso è preponderante in paesi emergenti come Cina e Giappone e in generale il territorio asiatico. I consumatori cinesi si sono rilevati i primi compratori del settore, non solo nel proprio paese ma anche all’estero. La compravendita locale cinese, perciò gli acquisti di beni di lusso nel territorio cinese sono aumentati di 20 bilioni di euro e nel 2017 portando ad una crescita del 15% rispetto all’anno precedente. Anche gli acquisti all’estero dai consumatori cinesi hanno riportato un aumento molto significativo con una crescita del 32% nel 2017 rispetto al 2016. Anche i consumatori giapponesi hanno riportato una crescita del 4% nel 2017, iniettando nel mercato 22 bilioni di euro. L’ Europa, dopo un periodo di rallentamento rispetto ai paesi emergenti descritti fino ad ora, mostra una crescita a sua volta. Nel 2017 il mercato europeo dei beni di lusso è cresciuto del 6% con 87 bilioni di euro nelle vendite, e questa la porta tra le migliori regioni per il mercato di lusso. Un mercato che sta avendo

una contrazione rispetto alle *performance* mostrate in precedenza è il mercato americano, che chiude con una crescita ma poco significativa, del 2%.

Bain & Company stima che la crescita di questo mercato sia destinata a continuare per i prossimi tre anni, con una crescita annua che si aggira intorno al 4-5 %, raggiungendo i 295-305 bilioni di euro entro il 2020. E' un mercato in buona salute, che porta con sé prospettive di crescita e perciò Ferrari deve assicurarsi un posto in questo.

Figure 1: The global luxury market grew to nearly €1.2 trillion in 2017, up 5% from 2016

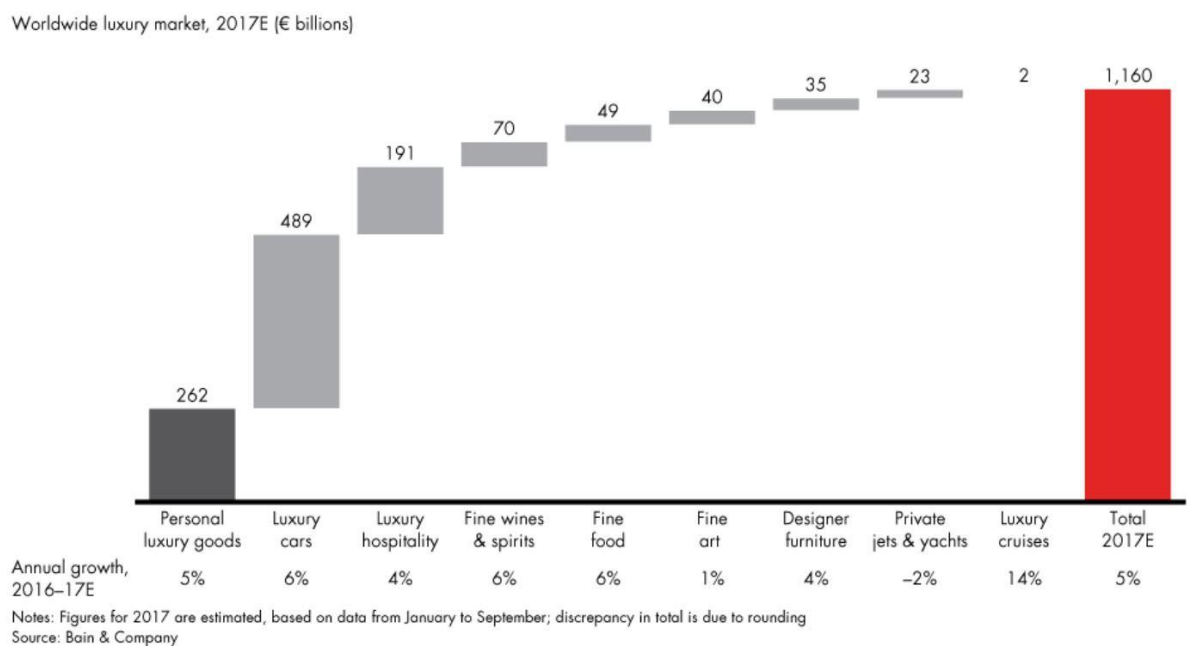


Grafico 2.6 : Segmentazione del mercato di lusso nel 2017 Fonte : Bain & Company

Gli studi del mercato automobilistico e del mercato automobilistico di lusso hanno evinto che questo è un settore forte e in espansione, dove vale la pena investire. La crescita costante che sta dimostrando e le stime di crescita portano a pensare ad un futuro prospero e molte aziende sono interessate a penetrare questo mercato. Per questo motivo Ferrari deve lavorare sul mantenimento di un vantaggio competitivo e unico nel suo genere. Come si è evinto dai diversi studi, il vantaggio per il settore di lusso risiede nel regalare ai compratori uno stile di vita unico ed invidiabile. Se Ferrari riuscirà a mantenere unico e inimitabile questo, i clienti continueranno a sognare Ferrari.

3.3 IL CASO FERRARI

Prima di entrare nello specifico del caso è bene fare una piccola panoramica di chi sia Ferrari per capire a fondo le ragioni di certe decisioni strategiche. La storia dell'azienda ci aiuta in questo.

La storia di quest'azienda segue le orme del suo fondatore Enzo Ferrari e inizia ad essere scritta dal

1929 quando viene fondata a Modena la Scuderia Ferrari con un capitale di 200.000 lire di cui 50.000 da Enzo Ferrari, 10.000 dalla società Ala Romeo, 5.000 da Pirelli, 5.000 da Ferruccio Testi e 130.000 dai fratelli Augusto e Alfredo Caniato (Binelli, 2003).

Nel 1947 venne realizzata la 125 S e fu solamente una delle tante creazioni che portò premi a questa azienda (Principi, 2015). Gli anni '50 difatti vedono il team Ferrari festeggiare più vittorie di chiunque altro nella storia della Formula 1. E sempre in questi anni inizia la partnership con la Carrozzeria Scaglietti per la produzione e il montaggio dei telai Ferrari. (Biagi, 1980).

Ferrari nel 1960 diventa una società per azioni allo scopo di aprire il suo ventaglio di esperienze dal mondo delle corse a quello industriale, e così nel 1973 inizia la produzione di auto. Il mondo industriale e quello delle corse rimangono due scenari aperti e paralleli della società, in cui la questa ottiene svariati successi e premi. L'azienda si distingue sempre dalla concorrenza grazie alla sua costante innovazione e tecnologia che abbraccia il futuro.

Queste sono solamente alcune delle fasi più salienti di questa interessante storia e prima di dedicare attenzione all'analisi dettagliata dell'Ipo di Ferrari è bene dare un veloce sguardo alle prestazioni di questi anni della società, per avere una visione d'insieme della costante crescita che Ferrari ha avuto e che continua ad avere.

Il grafico 3.3 mostra la misura del mercato globale delle macchine di lusso nel 2017, anno che ha registrato una crescita del 6% rispetto al precedente, toccando i 489 miliardi di euro. Questo è stato possibile grazie alla crescente domanda che viene da paesi emergenti come l'India, il Brasile la Cina e tutto il Medio Oriente (Statista.com, 2018).

Nel 2017 Ferrari registra ricavi netti per 3.417 milioni, vendendo 8398 unità (384 in più rispetto all'anno precedente) portando la Ferrari a possedere una quota di mercato pari a 0.69%. (Ferrari.com, 2018).

Ferrari ha un ruolo importante nel settore delle auto di lusso e la sua quota significativa di mercato, i risultati economici che dimostra e la sua immagine la portano ad essere un

rivale rispettato e temuto nel mercato. La sua storia ci mostra come questa azienda sia cresciuta a piccoli passi ma dimostrando sempre un ottimo valore sia nelle corse che poi in ambito industriale. Avendo presente la sua storia e la situazione del mercato possiamo passare a considerare il caso della sua quotazione conoscendo le basi per capire a fondo l'argomento.

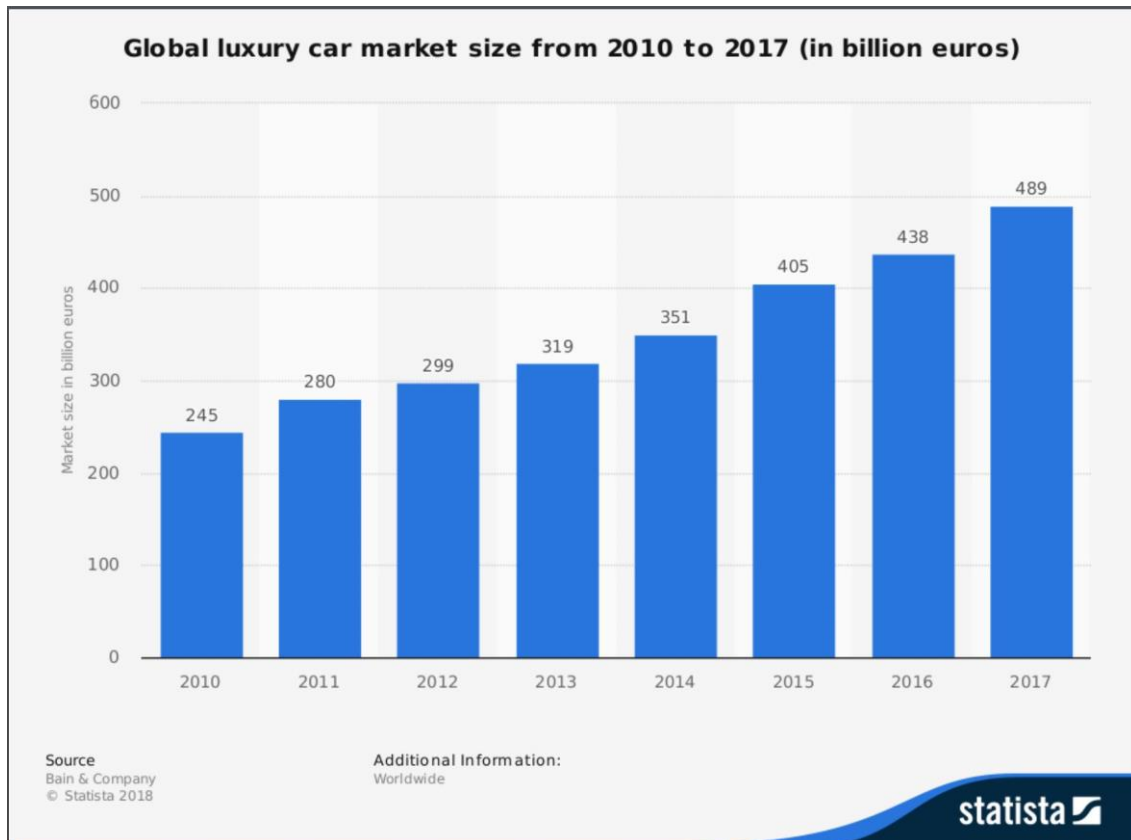


Grafico 3.3 La dimensione globale del settore delle auto di lusso dal 2010 al 2017

Fonte: Statista

3.4 L'IPO DI FERRARI

Il paragrafo è dedicato ad una piccola parte introduttiva dove vengono descritti i primi giorni di quotazione e successivamente si andrà a toccare nel vivo la questione più importante di questa tesi: le motivazioni dietro questa scelta strategica.

Già dal 2002 si aspettava la quotazione di Ferrari in borsa, a causa di una dichiarazione di Montezemolo sulla possibilità di una futura quotazione. E così avvenne il 10 febbraio 2015 sul NYSE con un 10% del capitale sociale (Principi, 2015). Il 4 gennaio dell'anno seguente la società si quotò anche nella Borsa di Milano con l'80% delle proprie azioni,

lasciando fuori un 10% dal totale quotato che è rimasto in possesso a Piero Ferrari (figlio di Enzo).

Tale elaborato si è prefissato lo scopo di analizzare il caso di IPO sul mercato azionario italiano, quindi lo studio si concentrerà sui valori a questo inerenti.

Le azioni di Ferrari sulla Borsa di Milano hanno un prezzo storico di 43 euro ad azione. Inizialmente queste sono scese a 42 ma hanno poi chiuso con 43.67 euro ciascuna; perciò ha chiuso la giornata con una buona performance. Oltre al prezzo delle azioni, è interessante notare i movimenti della capitalizzazione di mercato: Il valore di Ferrari e FCA (ex Fiat, prima della fusione con Chrysler) quando erano una cosa sola si attestava attorno ai 16.7 miliardi di euro e ora entrambe hanno segnato una capitalizzazioni di gran lunga maggiori. Difatti FCA ora mostra una capitalizzazione di circa 21 miliardi di euro, mentre Ferrari circa di 18.5 miliardi (Borsaitaliana.it, 2018). Questo a segnale che l'operazione è stata apprezzata dal mercato, e forse anche molto attesa.

Il grafico 3.4 mostra l'andamento della capitalizzazione di mercato della società da luglio 2017 a gennaio 2018, e si vede un trend decisamente positivo soprattutto tenendo presente il valore pre quotazione. Questi dati mostrano che per Ferrari è stata una decisione positiva, in quanto ha permesso di aumentare il valore di mercato dell'azienda.

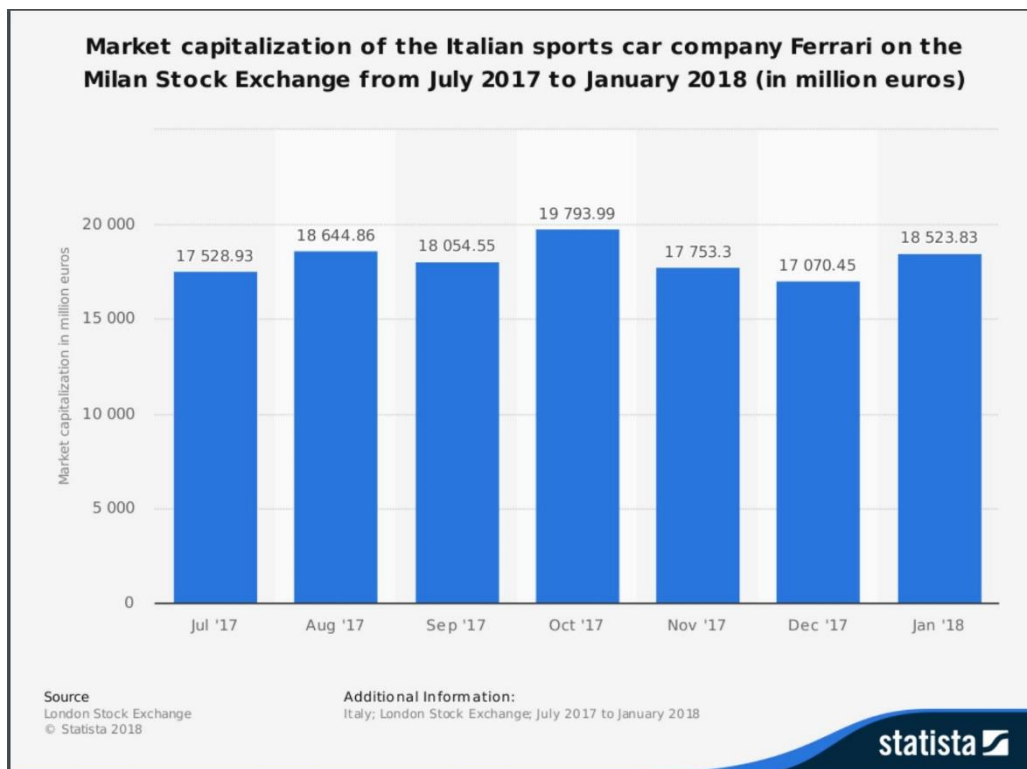


Grafico 3.4 La capitalizzazione di mercato di Ferrari S.p.A. Fonte: statista.com

Anche l'EBITDA del titolo mostra un andamento positivo durante gli anni. L'EBITDA è una misura di margine operativo lordo basata sulla sola gestione caratteristica e quindi non tiene in considerazione la gestione finanziaria e fiscale (imposte, interessi, deprezzamenti di beni, ammortamenti, etc.) (Berk et al, 2015). Questo valore è importante per capire se l'azienda sta creando valore con i prodotti e servizi che offre tralasciando aspetti non inerenti con la produzione. Il grafico 3.5 rivela un aumento significativo nel periodo considerato da 680 milioni di euro del 2014 fino a sopra il miliardo alla fine del 2017 (Statista.com, 2018). Questo grafico mostra l'andamento positivo della gestione caratteristica dell'azienda che ha mostrato una crescita positiva e ricerca della perfezione. Questa perenne innovazione è apprezzata molto dai clienti di questo settore che continuano ad stimare il brand.

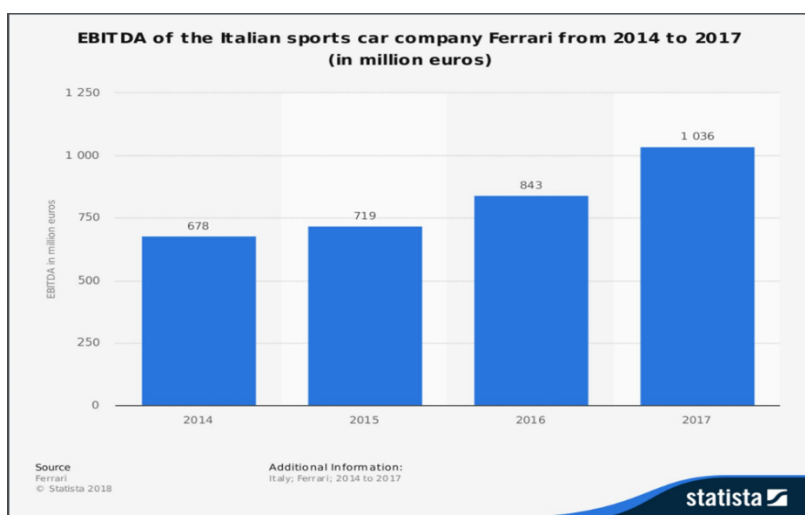


Grafico 3.5: andamento dell'EBITDA del titolo Ferrari dal 2014 al 2017
Fonte: Statista.com

Questi andamenti positivi dell'azienda in Borsa non sono stati registrati solo negli ultimi anni. L'azienda li ha registrati fin dal momento della sua quotazione. Questo è dimostrato dal grafico sottostante dove è possibile vedere il crescente apprezzamento del titolo dal mercato nonostante nell'ultimo periodo il titolo sembri mostrare una volatilità sempre maggiore

; infatti il giorno 16 agosto ha chiuso in ribasso di 0.52 percento.



Grafico 3.6 Andamento del titolo Ferrari dal momento della sua quotazione fino ad oggi (fonte Borsaitaliana.it)

Il titolo successivamente alla quotazione nella NYSE ha riportato un aumento del 6% nella produzione e consegna di autovetture e un conseguente aumento del 3% dei ricavi, passando da 2,854 miliardi di dollari a 290 milioni di dollari l'anno della quotazione (anche i debiti sono aumentati, poi coperti con un trasferimento di fondi grazie a FCA)(Ferrari.com, 2018). Concentrandoci sul mercato italiano, le azioni al 4 Gennaio sono partite molto bene alla Borsa di Milano e successivamente hanno avuto un rilassamento (come mostra anche il grafico 3.6). Questo sembra dipendere dal timore di un'altra crisi economica nel mercato cinese e dall'incertezza proveniente dalle banche italiane; per questi motivi gli investitori preferiscono prodotti più sicuri, facendo di

conseguenze crollare i prodotti finanziari a rischio. Nonostante questi timori, Ferrari continua a dimostrarsi un'azienda solida continuando ad aumentare la produzione e le vendite.

Difatti le azioni italiane sono risalite nel 2017 mostrando un anno all'insegna dei nuovi record sotto la presidenza di Sergio Marchionne ma che già rombava di salute con Montezemolo.

Come si coglie dal grafico nell'ultimo periodo dell'anno corrente (2018) vi sono state svariate oscillazioni dovute anche alla scomparsa dell'Amministratore Delegato Sergio Marchionne in quanto la situazione di incertezza ha scosso gli investitori e gli azionisti. Il futuro delle azioni dipenderà dalle prestazioni della società e dalla sicurezza che questa riuscirà a trasmettere ad azionisti ed investitori (Borsaitaliana.it, 2018).

Come si coglie, l'andamento in borsa del titolo Ferrari è un andamento promettente che sta dimostrando di essere apprezzato dal pubblico degli investitori. La domanda che sorge spontanea è perché un'azienda con una capacità produttiva del calibro di Ferrari ha sentito la necessità di quotarsi in borsa. Dalle parole di Marchionne si evince che la quotazione ha due scopi: introiti e una divisione da FCA. L'azienda ha sicuramente dato il massimo per farsi conoscere in tutto il mondo, ma ora il mercato si sta espandendo e così deve fare anche Ferrari. Grazie alla quotazione Ferrari sarà in grado di ottenere investimenti in maniera più veloce e significativa. Tali investimenti permetteranno di investire nella ricerca e nello sviluppo, garantendo al *leader del made in Italy* di mantenere il suo vantaggio competitivo composto da alta qualità ed eccellenza nei risultati. La seconda motivazione merita un momento di approfondimento. Ferrari al momento della quotazione era già stata separata da Fiat, perciò prima è avvenuta la separazione e poi è stata quotata. Ora la Ferrari è controllata dai fratelli Elkann tramite la società Exor. Questa società d'investimento europea è controllata dalla famiglia Agnelli, che a loro volta controllano la Fiat. Perciò la quotazione è servita anche per separare i reparti industriali di Ferrari e FCA, ma il controllo rimane quasi del tutto immutato. Perciò grazie alla quotazione Ferrari sarà in grado aumentare gli investimenti e, grazie alla separazione da FCA, questi saranno indirizzati esclusivamente al reparto industriale di Ferrari, permettendo una maggior specializzazione di questi. Questa divisione dei reparti industriali gioca un ruolo estremamente importante in quanto Ferrari e FCA, per quanto entrambe lavorino nel settore automobilistico, hanno esigenze differenti. Il mercato

automobilistico di lusso ha bisogno di una costante ricerca ed innovazione tecnologica per garantire il *top* di gamma, inoltre deve dare importanza non solo al prodotto in sé ma a costruire intorno ad esso uno stile di vita, quello che i consumatori desiderano raggiungere. Tutto ciò porta a *range* di prezzo differenti, e anche le preferenze dei consumatori divergono. Per queste ragioni la divisione è stata il successo che abbiamo visto dai risultati prodotti nei rispettivi mercati.

3.5 IMPATTO IPO SUI RISULTATI DI FERRARI

Il paragrafo ha come scopo quelli di evidenziare se la scelta di quotare Ferrari sia stata una scelta vincente o meno. L'IPO è una scelta che va ben ponderata di caso in caso in quanto non sempre porta a risultati favorevoli. Perciò ora si cercherà di analizzare l'impatto che questa ha avuto sui risultati d'esercizio dell'azienda.

I numeri dei bilanci di Ferrari mostrano un andamento decisamente positivo sin dall'anno successivo alla quotazione. Il grafico 3.7 mostra i ricavi di vendita ottenuti da Ferrari dal 2008 al 2017, questi evincono un trend tendenzialmente positivo, che sembra aver fatto un salto verso l'alto dal 2014. La quotazione in Borsa italiana è avvenuta nel 2016 ma già nel 2015 questa si è quotata nella NYSE. I risultati positivi di questi anni sono stati decisamente influenzati da tale decisione. Questa può aver inciso, in modo decisamente positivo, anche nei risultati del 2014 in quanto era stato annunciato che Ferrari si sarebbe quotata. Andando sempre a consultare i dati dell'AIDA si possono trovare i risultati d'esercizio di diversi anni, e la figura 3.8 e 3.9 mostrano l'evoluzione del conto economico, o meglio di una sua parte di esso dal 2008 al 2017(Bibliotecadigitale.cab.unipd.it, 2018). L'andamento va senza dubbio a confermare quello delle vendite, un andamento positivo che nel 2017 mostra una crescita da record continuata anche nei primi trimestri del 2018. La società nel 2016 ha conseguito un utile netto di quasi 400 milioni, per essere precisi di 391.375 milioni di euro riportando una crescita del 28% rispetto al risultato conseguito l'anno precedente.

Il numero dei dipendenti in costante aumento è un segnale che l'azienda gode di una buona salute e che sta investendo nella sua crescita. Nonostante il momento di assestamento avuto nel 2014 il trend è decisamente linearmente crescente. Il dato del 2014 (relativo ai dipendenti) è un dato da inquadrare nella situazione che stava affrontando la

società in quell'anno: si stava preparando ad entrare nel mercato azionario che richiede ingenti spese e profondi cambiamenti. Queste trasformazioni in vista della quotazioni possono essere una delle cause che hanno portato a quel leggero riassetto. Inoltre prima della quotazione tale variabile (il numero dei dipendenti) tendeva ad oscillare di anno in anno mentre, successivamente a tale data, i numeri continuano a mostrare una crescita e speranza nel futuro.

Andando ad utilizzare alcuni indici per verificare la situazione della società, si può iniziare con uno dei più conosciuti ovvero il ROE, acronimo che sintetizza la redditività del capitale netto (*Return On Equity*) (Berk et al, 2015). Il ROE viene calcolato come il risultato netto d'esercizio diviso per il valore contabile del capitale netto; questo indice dà l'idea di quanto gli investimenti passati degli azionisti abbiano generato, di quanto quindi, l'azienda sia capace di creare profitto (Berk et al, 2015).

Il ROE può attrarre molti investitori. Infatti se ci sono due o più aziende con gli stessi profitti e non si sa su quale investire, tale indice può aiutare la scelta indicando in quale di queste convenga, e sarà quella che presenta un ROE più elevato in quanto capace, con un capitale netto minore, di generare più profitti. Ferrari riporta un ROE del 22.76% nel 2017 che risulta decisamente superiore a quello riportato da alcuni suoi concorrenti quali ad esempio Lamborghini che ha riportato un ROE di 1.72% e Porsche che ha registrato un ROE del 13.52%. (Lamborghini.com, 2018) (Official Porsche Website - Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG, 2018).

Questo sta a dimostrare che Ferrari sta preformando bene nel mercato e che quindi molti investitori ritengono Ferrari una buona opzione di investimento nel suo settore. Anche l'indice ROS gode di una buona prestazione; ROS è un acronimo per *Return On Sales*, questo indice si concentra sull'efficienza operativa dell'azienda. Il ROS esprime quanto profitto viene generato per un euro di vendita e questo viene calcolato come il risultato operativo diviso per le vendite nette (Manzonetto, 1992). Il ROS registrato da Ferrari nel 2017 è del 22.25%, anche questo molto elevato rispetto ai competitor di settore. Andando oltre le performance senz'altro positive del 2017, l'IPO ha sicuramente impattato nei risultati ottenuti da Ferrari e lo dimostrano i dati storici. Grazie ai dati dell'AIDA si può vedere il ROE e il ROS di Ferrari comparati rispetto a 45 competitor in diversi anni. Andando a prendere il 2014 che è l'anno pre quotazione nel mercato NYSE e il 2015 (anno precedente alla quotazione in borsa italiana) ed infine il 2016, si vede l'ottima

performance di Ferrari rispetto ai competitor e come questa prestazione sia continuata a migliorare dopo la quotazione, paragonata ai competitor.

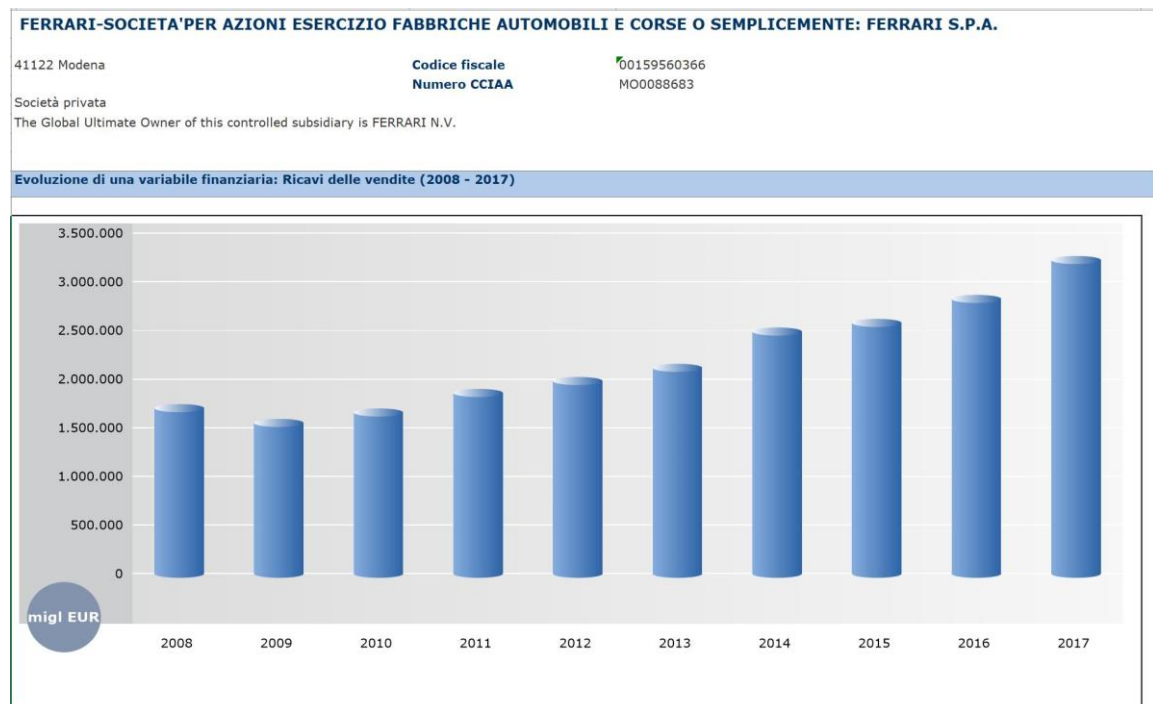


Grafico 3.7: Evoluzione dei Ricavi delle vendite di Ferrari dal 2008 al 2017

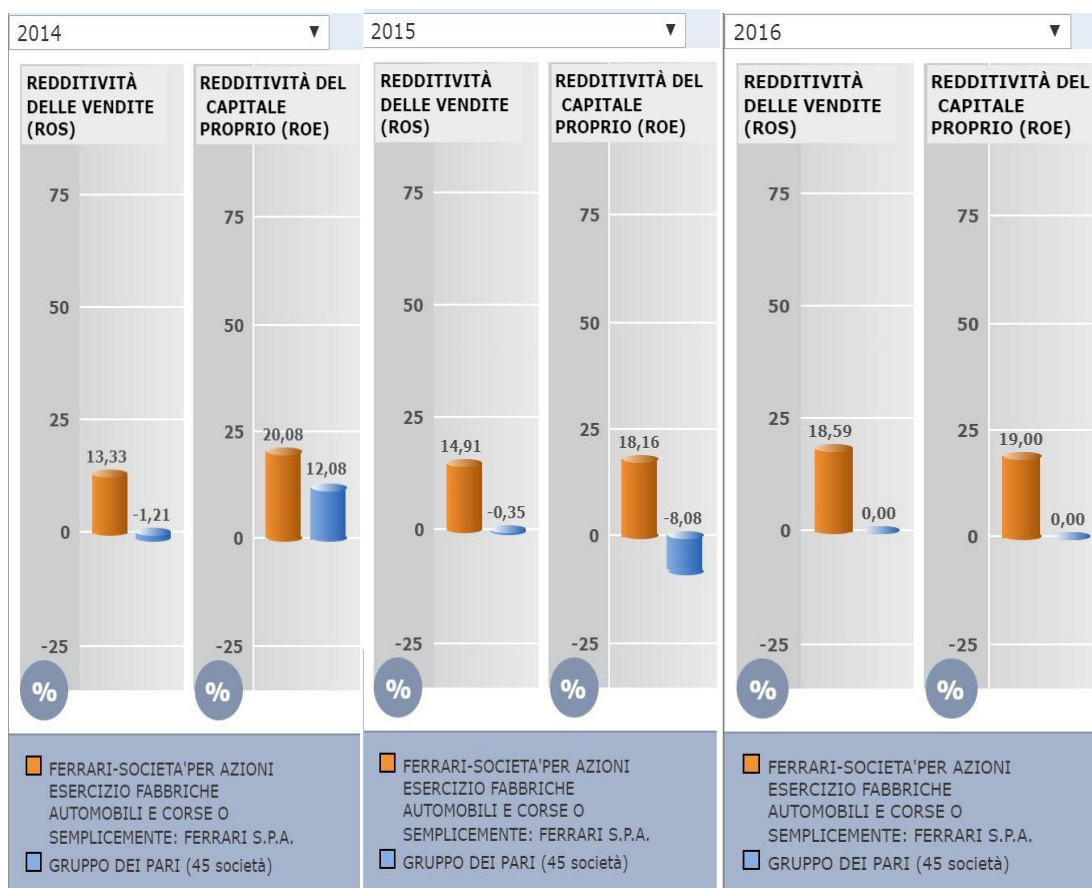
Fonte: Bibliotecadigitale.cab.unipd.it, 2018

FERRARI-SOCIETA'PER AZIONI ESERCIZIO FABBRICHE AUTOMOBILI E CORSE O SEMPLICEMENTE: FERRARI S.P.A.										
CONTO ECONOMICO										
Bilancio non consolidato	31/12/2017 migl EUR	31/12/2016 migl EUR	31/12/2015 migl EUR	31/12/2014 migl EUR	31/12/2013 migl EUR	31/12/2012 migl EUR	31/12/2011 migl EUR	31/12/2010 migl EUR	31/12/2009 migl EUR	31/12/2008 migl EUR
	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS
A. TOT. VAL. DELLA PRODUZIONE	3.286.259	2.861.285	2.636.523	2.563.149	2.165.148	2.011.992	1.880.728	1.695.845	1.572.255	1.727.809
A.1. Ricavi vendite e prestazioni	3.224.905	2.824.958	2.578.536	2.489.786	2.116.674	1.981.140	1.858.486	1.657.544	1.550.143	1.702.371
A.2. Var. rimanenze prodotti	22.606	18.368	11.709	20.967	14.661	4.559	1.422	5.804	2.369	8.719
A.3. Variazione lavori	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.2. + A.3. Totale Variazioni	22.606	18.368	11.709	20.967	14.661	4.559	1.422	5.804	2.369	8.719
A.4. Incrementi di immob.	547	0	1.592	2.601	3.964	3.006	2.962	2.645	3.693	1.663
A.5. Altri ricavi	38.202	17.958	44.685	49.796	29.849	23.287	17.859	29.852	16.050	15.056
Contributi in conto esercizio	1.033	624	337	871	1.714	2.326	328	206	4.337	2.260
B. COSTI DELLA PRODUZIONE	2.560.225	2.332.722	2.245.280	2.224.727	1.812.561	1.702.700	1.617.394	1.458.048	1.433.104	1.496.173
B.6. Materie prime e consumo	1.246.417	1.142.554	1.015.251	1.045.809	813.771	759.917	714.303	607.937	595.121	641.503
B.7. Servizi	736.581	639.620	692.047	625.550	538.545	506.207	454.826	412.870	419.288	481.393
B.8. Godimento beni di terzi	17.443	14.161	15.372	12.325	13.666	16.837	19.478	21.732	22.615	22.796
B.9. Totale costi del personale	316.594	283.039	267.150	239.660	227.111	210.620	203.891	200.094	193.211	204.748
B.9.a. Salari e stipendi	179.980	172.723	164.888	148.657	137.779	132.375	127.731	124.539	127.527	139.719
B.9.b. Oneri sociali	54.997	51.315	49.257	43.408	41.265	40.496	39.776	38.842	38.536	40.275
B.9.c. Tratt. fine rapporto	10.530	10.189	9.347	9.085	8.812	8.896	n.d.	8.213	8.438	8.524
B.9.d. Tratt. di quiescenza	952	149	24	1.070	-891	38	n.d.	97	36	225
B.9.e. Altri costi	70.133	48.663	43.633	37.440	40.147	28.815	n.d.	28.403	18.674	16.006
B.9.f. TFR + quiescenze + altri costi	81.616	59.001	53.004	47.595	48.067	37.749	36.384	36.713	27.148	24.755
B.10. TOT Ammortamenti e svalut.	156.417	139.318	161.950	169.745	151.989	136.722	152.523	148.577	135.101	101.090
B.10.a. Amm. Immob. Immat.	18.657	15.766	14.913	12.221	11.494	9.885	11.242	14.678	14.649	13.178
B.10.b. Amm. Immob. Mat.	135.295	121.129	135.219	143.123	129.976	121.174	134.894	131.130	102.484	84.427
B.10.c. Altre svalut. Immob.	0	0	1.764	229	0	585	0	172	395	0
B.10.a+b+c. Amm. e svalut. delle immob.	153.952	136.895	151.896	155.573	141.470	131.644	146.137	145.981	117.528	97.606
B.10.d. Svalut. crediti	2.465	2.423	10.053	14.172	10.519	5.078	6.386	2.597	17.573	3.493
B.11. Variazione materie	-3.630	-19.782	-468	-13.088	4.575	-10.296	-12.798	-3.199	4.296	-11.689
B.12. Accantonamenti per rischi	66.319	109.164	67.557	100.410	40.892	62.874	64.960	48.248	38.942	32.261
B.13. Altri accantonamenti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B.14. Oneri diversi di gestione	24.085	24.648	26.422	44.316	22.013	19.819	20.210	21.789	24.531	24.062
RISULTATO OPERATIVO	726.034	528.562	391.243	338.422	352.587	309.292	263.334	237.797	139.150	231.636
Valore Aggiunto	1.265.364	1.060.083	887.899	848.237	772.578	719.508	684.709	634.716	506.404	569.744

D. TOTALE RETTIFICHE ATT. FINANZ.	625	-17.087	0	0	0	0	0	0	12.330	0
D.18. TOT Rivalutazioni	14.189	73.035	0	0	0	0	0	0	12.330	0
D.18.a. Rivalut. di pertec.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D.18.b. Rivalut. di altre imm. fin.	0	0	0	0	0	0	0	0	12.330	0
D.18.c. Rivalut. di titoli	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D.18.d. Rivalut. di strumenti finanziari derivati	14.189	73.035	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Rivalut. di attività finanziarie per la gestione accentrata della tesoreria	0	0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
D.19. TOT Svalutazioni	13.564	90.122	0	0	0	0	0	0	0	0
D.19.a. Svalut. di pertec.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D.19.b. Svalut. di altre imm. fin.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D.19.c. Svalut. di titoli	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D.19.d. Svalut. di strumenti finanziari derivati	13.564	90.122	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Svalut. di attività finanziarie per la gestione accentrata della tesoreria	0	0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
TOTALE PROVENTI/ONERI STRAORDINARI	0	0	23.976	-888	-417	-550	9.122	-1.005	-441	925
Proventi Straordinari	0	0	28.665	2.228	991	1.399	10.435	248	3.137	3.203
di cui plusvalenze	0	0	0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Oneri Straordinari	0	0	4.689	3.116	1.408	1.949	1.313	1.253	3.578	2.278
di cui minusvalenze	0	0	0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
di cui imposte esercizio precedente	0	0	0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	741.480	554.403	450.209	391.142	318.773	320.553	271.688	234.418	151.160	248.935
20. Totale Imposte sul reddito correnti, differite e anticipate	196.199	163.028	143.702	113.910	107.113	93.522	95.096	76.490	46.520	88.891
Imposte correnti	203.860	179.430	144.581	129.090	115.710	118.541	115.910	93.319	58.136	99.674
Imposte relative a esercizi precedenti	0	0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Imposte differite e anticipate	-7.660	-16.402	-879	-15.181	-8.596	-25.019	-20.814	-16.829	-11.616	-10.783
Imposte differite (+/-)	-8.409	1.440	-2.027	1.148	-3.824	-1.457	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Imposte anticipate (+/-)	749	-17.842	1.149	-16.329	-4.772	-23.562	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Prov. (oneri) da adesione al regime di trasparenza fiscale	0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
21. UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	545.281	391.375	306.508	277.232	211.660	227.031	176.592	157.928	104.640	160.044
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO di pert. di TERZI	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO di pert. del GRUPPO	545.281	391.375	306.508	277.232	211.660	227.031	176.592	157.928	104.640	160.044
Dipendenti	3.165	2.901	2.778	2.822	2.617	2.580	2.578	2.626	2.709	2.739

Grafico 3.8 e 3.9 Conto Economico parziale della società Ferrari dal 2008 al 2017

Fonte: Bibliotecadigitale.cab.unipd.it, 2018



Grafici 3.10 3.11 3.12: ROE e ROS della società Ferrari a paragone con 45 altre società
 Fonte: Bibliotecadigitale.cab.unipd.it, 2018

Continuando ad analizzare i dati di bilancio di Ferrari, questi delineano un trend nel lungo periodo che al momento si dirige al rialzo. Basandosi su dati alla mano, si coglie che nel 2014 i ricavi sono stati pari a 2,489 miliardi di euro con un EBITDA pari a 508 milioni. Nel 2015 il cavallino ha ottenuto ricavi per 2,578 milioni, con un EBITDA in crescita, il quale ha superato i 553 milioni. Stessa cosa per l'utile netto, cresciuto da 277.232 a 306.508 milioni. Questi valori continuano a crescere, difatti nel 2017 i ricavi di vendita hanno superato i 3 miliardi, con un EBITDA di 882,451 milioni. L'EBITDA o il MOL sono un fattore importante da considerare in un'analisi aziendale in quanto tale valore va ad indicare la capacità dell'azienda di coprire i costi del core business ossia i costi direttamente legati alla produzione con i ricavi delle vendite (Berk et al., 2015). Nel caso preso in considerazione in questa tesi, l'EBITDA ha un valore positivo perciò l'azienda

copre i costi diretti di produzione con le vendite ed inoltre tale valore cresce di anno in anno (Bibliotecadigitale.cab.unipd.it, 2018).

Un altro interessante grafico ottenuto dall'AIDA è il grafico 3.13 che mostra l'andamento di diversi indici di Ferrari dal 2008 al 2017. Molti di questi li abbiamo già commentati in precedenza, ma uno molto importante è l'evoluzione del patrimonio netto. Nel grafico questo valore porta il colore arancio, e va a confermare ciò che è stato descritto nel capitolo 2, ossia la facilità di raccolta di capitale per le società quotate. Infatti Ferrari, dal momento della sua quotazione, ha riportato un valore significativamente crescente andando a confermare le teorie al riguardo. Questo le ha permesso di investire sulla crescita dell'azienda, portando avanti il processo di espansione che Marchionne ha pianificato.

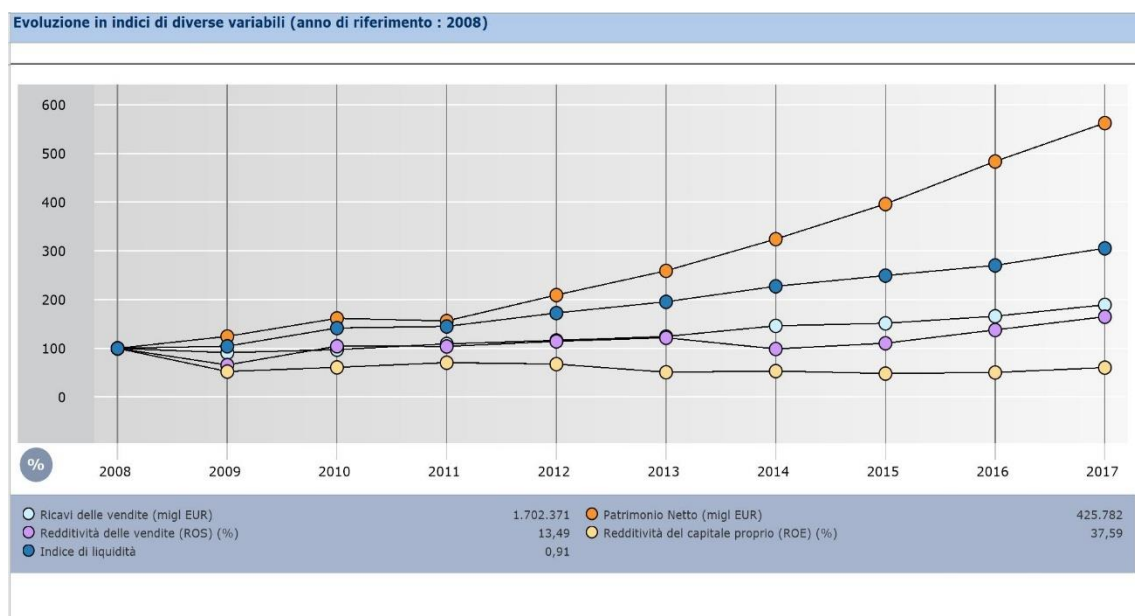


Grafico 3.13 Evoluzione dei Ricavi di vendita, del ROS, dell'indice di liquidità, del Patrimonio Netto e del ROE di Ferrari dal 2008 al 2017 Fonte: : Bibliotecadigitale.cab.unipd.it, 2018

Fino ad ora abbiamo visto la bontà di Ferrari nel generare risultati positivi con il capitale investito e la sua abilità di creare un prodotto apprezzato dal mercato. Un passo successivo dell'analisi sta nel verificare da dove viene il capitale che Ferrari investe.

Per verificare la consistenza dei debiti e l'incisione di questi sui risultati d'azienda facciamo affidamento ai bilanci fornitici dall'AIDA. Il totale debiti mostrato nei bilanci

dei vari anni mostra un andamento positivo dal 2009 fino al 2016, mentre nel 2017 questo trend sembra aver avuto un'inversione di marcia. I debiti, come abbiamo detto sono normali per un'azienda che si sta preparando alla quotazione, e il segnale che sta dando Ferrari con i suoi risultati straordinari e il suo inizio di rimborso di questi debiti fanno sperare in una chiusura nel 2018 da record.

L'aumento dei debiti verificatosi nel 2015 è stato causato anche dallo scorporo di FCA e Ferrari, in quanto in tale fase Ferrari ha trasferito a FCA 2.8 miliardi di euro e questo ha causato tale aumento presente nello storico dello Stato Patrimoniale.

Nonostante questo Ferrari mostra un continuo calo dei debiti, che è stato possibile anche grazie alla politica di non distribuzione di dividendi agli azionisti fino al 2015 (fatta eccezione solamente nel 2010) (FormulaPassion.it, 2018). La Ferrari è stata definita da Repubblica come una cash cow, ossia una generatrice di contante per questo i debiti non fanno paura ad un'azienda di questo calibro, soprattutto se questi stanno oltretutto diminuendo (Repubblica.it, 2018). Alcuni analisti prevedono l'azzeramento del debito in 5 anni (FormulaPassion.it, 2018). Ferrari è riuscita a evitare l'indebitamento negli anni successivi alla quotazione, nonostante gli aumenti d'investimento in ricerca e sviluppo, proprio grazie alla quotazione. La quotazione permette ad una azienda di finanziarsi senza ricorrere al debito, e questo è un elemento di vitale importanza, soprattutto per il settore dove Ferrari opera. Il settore di lusso ha bisogno di ingenti investimenti, e Ferrari per mantenere la sua posizione nel mercato ha bisogno di investire. La quotazione quindi era necessaria per poter sopravvivere e affrontare l'espansione che il mercato sta avendo.

CONCLUSIONI 3.6

Le scelte strategiche di un'azienda hanno sempre bisogno di essere capite in base al contesto di mercato in cui l'impresa opera. E' importante avere una visione d'insieme prima e poi andare nello specifico mercato. Questo è ciò che l'elaborato ha cercato di ottenere in questo capitolo. L'analisi del settore automobilistico ha dato la visione del macroambiente in cui Ferrari opera. Il settore è in crescita, il che aiuta a nutrire speranze per il futuro. Ferrari lavora nel settore automobilistico ma più precisamente nel settore automobilistico di lusso. Quindi il settore specifico di Ferrari è una nicchia del settore automobilistico e ciò ha portato alla successiva analisi del settore automobilistico di lusso. Questa analisi ha aiutato a evincere i punti comuni ai mercati, come la crescita e i punti

di differenza. Difatti i mercati affrontano gusti e scelte dei consumatori diverse e perciò hanno bisogno di strategie aziendali mirate. L'analisi effettuata sul settore aiuta a capire le ragioni dietro la quotazione di Ferrari e il successo che questa ha ottenuto. La divisione da Fiat ha portato ad avere un *management* più focalizzato, portando ad una strategia mirata, la quale ha ottenuti forti consensi dal mercato. I risultati che i bilanci di Ferrari riportano fanno sperare che questa strada sia la strada giusta per la crescita aziendale e il trend sembrerebbe puntato ad ottenere nuovi record.

CONCLUSIONI

Il 2015 è stato un anno che ha segnato la storia dell'azienda Ferrari, perché in tale anno il mondo ha assistito alla quotazione di Ferrari a *Wall Street*. L'anno seguente non è stato meno significativo, in quanto nel 2016 Ferrari non ha fermato la sua corsa e si è quotata anche nel mercato di Borsa Italiana con il titolo RACE.

Questo avvenimento ha colpito l'attenzione di molti del settore e non, che hanno osservato questa decisione strategica. Molti inizialmente hanno criticato la scelta della quotazione, sostenendo che era più saggio investire in una Ferrari che nel titolo Ferrari. Altri invece erano entusiasti della quotazione sostenendo che era da molto che il mercato attendeva questa decisione. Da questo si deduce che il mondo aveva opinioni contrastanti sul successo o meno di questa quotazione.

Lo scopo che questa tesi si prefigge è quello di dare una panoramica su che tipo di scelta è la quotazione, e dare una risposta univoca al perché Ferrari si sia quotata, e sui suoi risultati. Perciò andare a vedere se la strada intrapresa sia stata un sentiero verso il successo o più una discesa per le *performance* dell'azienda sul mercato.

Il processo di IPO è un processo importante che ha bisogno di essere dosato con cura in tutti i suoi aspetti e i suoi passaggi, in quanto non è esente da costi. Ma se compiuto adeguatamente può portare enormi vantaggi.

La quotazione risulta un ottimo strumento per la raccolta di capitale, e questo permette anche di diversificare le fonti di finanziamento. La quotazione permette anche di frazionare le quote tra gli investitori e non andare ad intaccare la struttura di *governance*. Questo è successo anche a Ferrari, nonostante la quotazione Ferrari rimane controllata comunque dagli stessi amministratori che questa aveva prima della quotazione.

Ferrari ha dimostrato che nel suo caso la decisione di quotarsi è stata una decisione ben ponderata che ha dato i suoi frutti. Grazie ai bilanci di Ferrari siamo andati ad analizzare i risultati portati a casa dall'azienda, e gli ultimi anni Ferrari ha dimostrato tutto il suo successo con numeri da record, mostrando la sua voglia di crescere e di avanzare nel mercato anno dopo anno.

Attraverso la IPO Ferrari, Marchionne ha voluto realizzare un sogno pianificato per i prossimi 5 anni (dal 2014 al 2019, in realtà). Il neo Presidente infatti mirava al reinvestimento degli introiti dell'operazione IPO Ferrari con l'obiettivo di espandere il successo di questa impresa.

La Ferrari ha passato un biennio da record, a cavallo del passaggio tra Montezemolo e Marchionne. Fondata nel 1947 da Enzo Ferrari, la società produce 7200 macchine ogni anno e mediamente raggiunge i 3 miliardi di dollari di fatturato.

L'ultimo anno, gli utili sono ammontati a 423 milioni. I numeri sono a favore di questa decisione di quotazione in maniera inequivocabile. La scelta di dividere Fiat e Ferrari, almeno a livello di reparto industriale (in quanto a livello di controllo sono rimaste le stesse persone al comando) ha permesso una strategia mirata per i due segmenti di mercato che ha portato a migliorare le prestazioni di entrambe. Inoltre grazie alla quotazione Ferrari ha accesso a nuove fonti di finanziamento che le permettono di investire di più nell'azienda e migliorare le *performance*.

BIBLIOGRAFIA

Allen, F. and Faulhaber, G. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23(2), pp.303-323.

Austen-Smith, D. and Wright, J. (1994). Counteractive Lobbying. *American Journal of Political Science*, 38(1), p.25.

Bain. (2018). *Bain & Company*. [online] Available at: <http://www.bain.com/> [Accessed 1 Sep. 2018].

Bardi, A. (2001). *STRATEGIE AZIENDALI E MODELLI ORGANIZZATIVI, LINEE DI SVILUPPO E TENDENZE EVOLUTIVE NEL SETTORE DELL'AUTO*. Bologna, pp. 11-39

Beatty, R. and Welch, I. (1996). Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings. *The Journal of Law and Economics*, 39(2), pp.545-602.

Benveniste, L. and Spindt, P. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 24(2), pp.343-361.

Berk, J. and DeMarzo, P. (2015). *Finanza Aziendale 1*. 3rd ed. Milano: Pearson, pp. 27-59

Biagi, e. (1980). *Ferrari, The drake storia di un instancabile sognatore*. 1st ed. Mondadori Libri S.p.A. , pp. 1-25

Bibliotecadigitale.cab.unipd.it. (2018). *AIDA — Biblioteca digitale Padova*. [online] Available at: <http://bibliotecadigitale.cab.unipd.it/risorse-metalib/000013674> [Accessed 20 Aug. 2018].

Binelli, M. (2003). *La quotazione in borsa di Ferrari cambiamenti organizzativi, rischi e fattori critici*. 1st ed. FrancoAngeli, pp. 1-50

Borsaitaliana.it. (2018). *Quotazioni, Azioni, Obbligazioni, ETF, Fondi, Indici - Borsa Italiana*. [online] Available at: <https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm> [Accessed 17 Aug. 2018].

Caliccia, S. (2013). *Dizionario di economia e finanza*. 1st ed. Roma: Gremese.

Charging down the Road: A Historical Analysis of the American Auto Industry and Tesla Inc. (2018). *University of Vermont*. [online] Available at: <https://scholar-works.uvm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1257&context=hcoltheses> [Accessed 14 Aug. 2018].

Chemmanur, T. and Fulghieri, P. (1999). A Theory of the Going-Public Decision. *Review of Financial Studies*, 12(2), pp.249-279.

Chen, L. and Zhao, X. (2006). On the Relation Between the Market-to-Book Ratio, Growth Opportunity, and Leverage Ratio. *SSRN Electronic Journal*, pp.1-9

Choi, S. and Nam, S. (1998). The Short-Run Performance of IPOs of Privately and Publicly-Owned Firms: International Evidence. *Multinational Finance Journal*, 2(3), pp.225-244.

Clark, K., Chew, W., Fujimoto, T., Meyer, J. and Scherer, F. (1987). Product Development in the World Auto Industry. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1987(3), p.729.

Cornelli, F. and Goldreich, D. (2001). Bookbuilding and Strategic Allocation. *The Journal of Finance*, 56(6), pp.2337-2369.

CVO. (2018). *Rapporto CVO | CVO*. [online] Available at: <https://www.ar-val.it/cvo/node/327/done?sid=268&token=1cdeb52407daac3b30d4e557fc60cfb1> [Accessed 14 Aug. 2018].

Dell'Acqua, A., Etro, L., Tetia, E. and Murria, M. (2015). IPO underpricing and after-market performance in Italy. *Journal of Economic & Financial Studies*, 3(03), p.01.

Draho, J. (2005). *The IPO decision*. Cheltenham: Edward Elgar, pp.1-10

Eckbo, B. (2007). *Handbook of corporate finance*. Amsterdam: Elsevier/North-Holland, pp.8-11

Etzion, D. and Pe'er, A. (2013). Mixed signals: A dynamic analysis of warranty provision in the automotive industry, 1960-2008. *Strategic Management Journal*, 35(11), pp.1605-1625.

Ferrari.com. (2018). *Official Ferrari website*. [online] Available at: <https://www.ferrari.com/> [Accessed 15 Aug. 2018].

FormulaPassion.it. (2018). *Ferrari nell'era dei mercati globali - Zoom - ManifestoMotore*. [online] Available at: <https://www.formulapassion.it/manifestomotore/zoom/ferrari-nellera-dei-mercati-globali-325237.html> [Accessed 21 Aug. 2018].

Il settore automotive nei principali paesi europei Ricerca promossa dalla 10a Commissione Industria, Commercio, Turismo del Senato della Repubblica. (2014). [ebook] Available at: https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg17/attachments/dossier/file_internets/000/001/188/Volume_Completo_Automotive_con_coper-tina.pdf [Accessed 11 Aug. 2018] pp. 29-35

Jenkinson, T. and Ljungqvist, A. (2001). *Going Public The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*. 2nd ed. Oxford, pp.127-138.

Jong, A., Huijgen, C., Marra, T. and Roosenboom, P. (2012). Why Do Firms Go Public? The Role of the Product Market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(1-2), pp.165-192.

Lamborghini.com. (2018). *Lamborghini - Official Website | Lamborghini.Com*. [online] Available at: <https://www.lamborghini.com/en-en/> [Accessed 21 Aug. 2018].

Loughran, T. and Ritter, J. (2002). Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?. *SSRN Electronic Journal*, pp. 1-33

Maksimovic, V. and Pichler, P. (2001). Technological Innovation and Initial Public Offerings. *Review of Financial Studies*, 14(2), pp.459-494.

Manzonetto, P. (1992). *Indicatori e indici nell'analisi di bilancio*. 4th ed. Milano: Franco Angeli, pp. 17-41

Mayer, C., Freixas, X. and Hartman, P. (2008). *Handbook of european financial markets and institutions*. 1st ed. Oxford: Oxford University Press, pp.3-28

Michaeli, R. and Shaw, W. (1994). The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories. *Review of Financial Studies*, 7(2), pp.279-319.

Miller, R. and Reilly, F. (1987). An Examination of Mispricing, Returns, and Uncertainty for Initial Public Offerings. *Financial Management*, 16(2), pp.33-38.

Mishkin, F., Eakins, S. and Forestieri, G. (2015). *Istituzioni e mercati finanziari*. 2nd ed. Milano: Pearson.

Official Porsche Website - Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG. (2018). *Official Porsche Website - Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG*. [online] Available at: <https://www.porsche.com/> [Accessed 21 Aug. 2018].

Olorenshaw, R. (2011). Luxury and the recent economic crisis. *Vie & sciences de l'entreprise*, 188(2), p.72.

Osservatoriofindomestic.it. (2018). [online] Available at: http://www.osservatoriofindomestic.it/media/Osservatorio_Auto_2018.pdf [Accessed 14 Aug. 2018].

Pagano, M., Panetta, F. and Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), pp.27-64.

Principi, P. (2015). *Enzo Ferrari*. 1st ed. San Lazzaro di Savena (Bologna): Area51 s.r.l. pp. 1-6

Repubblica.it. (2018). *Ferrari torna a chiedere i soldi al mercato*. [online] Available at: http://www.repubblica.it/economia/finanza/2017/11/09/news/ferrari_torna_a_chiedere_i_soldi_al_mercato-180657215/ [Accessed 21 Aug. 2018].

Ritter, J. (2011). Money Left on the Table in IPOs by Firm. *University of Florida*, pp.1-6

Ritter, J. and Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. *SSRN Electronic Journal*, pp. 1-45

Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), pp.187-212.

Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), pp.187-212.

Sentis, P. (2005). Introduction en Bourse. Quelles stratégies pour l'entreprise candidate. *Revue française de gestion*, 31(158), pp.225-244.

Spatt, C. and Srivastava, S. (1991). Preplay Communication, Participation Restrictions, and Efficiency in Initial Public Offerings. *Review of Financial Studies*, 4(4), pp.709-726.

Statista.com. (2018). • *Statista - The Statistics Portal for Market Data, Market Research and Market Studies*. [online] Available at: <https://www.statista.com/> [Accessed 16 Aug. 2018].

Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), pp.421-450.

Zarowin, P. (1990). Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(1), p.113.

Zingales, L. (1995). Insider Ownership and the Decision to Go Public. *The Review of Economic Studies*, 62(3), p.425.

Numero di parole (senza bibliografia): 13639