



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

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E FINANZA

PROVA FINALE

**"DELISTING E PERFORMANCE AZIENDALE: EVIDENZE
RACCOLTE DALLA LETTERATURA SCIENTIFICA"**

RELATORE:

CH.MO PROF. ELENA SAPIENZA

LAUREANDO: FILIPPO GOTTARDELLO

MATRICOLA N. 1188662

ANNO ACCADEMICO 2020 – 2021

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAP. 1: IL FENOMENO DEL DELISTING	5
1.1. Classificazione delisting	5
1.2. Il mercato americano.....	7
1.3. Il mercato continentale europeo e UK	8
1.4. Il delisting nel periodo 2008-2012.....	10
1.5. Il caso italiano	11
CAP. 2: MOTIVAZIONI TEORICHE AL DELISTING	14
2.1. Incentives related	14
2.1.1. Costi del delisting	14
2.1.2. Riduzione dei benefit del delisting	15
2.2. Agency costs	16
2.3. Struttura finanziaria ed elementi residuali	18
CAP. 3: EVIDENZE SUL MERCATO EUROPEO E PERFORMANCE SOCIETARIA ..	20
3.1. Premessa	20
3.2. Illustrazione modello Geranio, Zanotti	22
3.3. Illustrazione modello Croci, Del Giudice	25
CONCLUSIONI	28
BIBLIOGRAFIA	30

INTRODUZIONE

Il lavoro qui presentato tratta il fenomeno della privatizzazione societaria e alcune delle questioni che questo genere di operazioni solleva. L'approfondimento non ha come scopo quello di presentare delle risposte definitive, quanto più quello di illustrare alcuni dei riscontri che la letteratura ha nel tempo fornito. La mole di documenti scientifici disponibili e l'ampiezza dell'argomento trattato hanno richiesto una sostanziale selezione degli aspetti da approfondire, selezione che ha permesso di chiarirmi come strutturare la ricerca e come concatenare i diversi argomenti. Il lavoro introduce il lettore al fenomeno del delisting definendolo, analizzandone la natura e osservando le sue manifestazioni in diversi periodi e mercati. In questo capitolo, come in tutto il lavoro, si è cercato di dare rilevante importanza al mercato italiano, ma ciò non è stato sempre possibile a causa della letteratura scarna e della debolezza dimensionale del mercato stesso. Il lavoro procede, poi, illustrando quali siano le cause teoriche di delisting suggerite dalla letteratura, cercando di esporle anche alla luce di quanto appreso durante il percorso di studi. Infine, si propone l'illustrazione di due paper circa l'andamento del fenomeno sul mercato europeo nel periodo tra fine anni '90 e i primi anni 2000. Si è cercato quindi di capire se quanto suggerito dalla teoria economica trovasse riscontro nella pratica, ponendo particolare attenzione sulla performance operativa, sulle sue determinanti e sulla verifica delle ipotesi teoriche precedentemente illustrate. Anche in questo caso, per gli stessi motivi già descritti in precedenza, non è stato possibile approfondire direttamente il fenomeno sul mercato italiano, di cui si presentano solo alcuni dati resi disponibili dal discussion paper di CONSOB "Le OPA in Italia dal 2007 al 2019" (2020).

In sintesi: Il capitolo 1 fornisce una overview sul fenomeno e ne illustra i tratti salienti e le origini; il capitolo 2 presenta una trattazione teorica delle motivazioni che spingono le società a privatizzarsi; il capitolo 3 si serve di due modelli ripresi dalla letteratura per analizzare le cause del delisting e la performance societaria post-delisting nel mercato europeo. Seguono poi le conclusioni.

1. CAP. 1: IL FENOMENO DEL DELISTING

1.1. Classificazione delisting

Il delisting è un fenomeno che ha radici relativamente lontane nel tempo e su cui la comunità scientifica ha già ampiamente dibattuto in passato. La recente grande crisi finanziaria ha però stimolato l'interesse di molti ricercatori che sono tornati a produrre letteratura sull'argomento, testando nuove ipotesi e proponendo nuove tesi che hanno ampliato i risultati della ricerca prodotta già a partire dagli anni '80. Gran parte della letteratura oggi disponibile è anglosassone e prevalentemente statunitense, mentre invece sono pochi i lavori prodotti nell'Europa continentale, così come scarsi sono i contributi italiani sull'argomento.

Definiamo delisting il risultato di un insieme di azioni che portano il titolo azionario di una società a non essere più negoziato in una borsa valori.

La letteratura è solita distinguere i delisting in involontari e volontari.

Si definisce delisting involontario la rimozione di un titolo da un determinato mercato avvenuta per volontà dell'istituzione regolatrice del mercato stesso, che ne ordina il delisting.

Le fattispecie possibili sono il fallimento della società quotata o spesso la mancata *compliance* nei confronti dei regolamenti specifici, a cui ogni società deve adempiere per rimanere nel listino. Altre ipotesi possono essere la ristrutturazione finanziaria o la liquidazione della società.

Il delisting volontario, invece, si verifica quando è un soggetto diverso dall'ente regolatore a volere tale operazione. L'eterogeneità dei soggetti alla base di un'operazione di delisting volontario ne determina un insieme ampio di casistiche riscontrabili nella pratica, con cui è possibile creare una tassonomia dei delisting.

Seguendo l'esempio di Martinez e Serve (2017), è funzionale classificare i delisting volontari in due macro categorie.

La prima è quella dei "*delisting with no subsequent trading*" con cui si intendono tutte quelle operazioni che sono naturale conseguenza di acquisizioni, fusioni o genericamente di OPA (offerte di pubblico acquisto) finalizzate al delisting che puntano a privatizzare definitivamente la società.

Distinguiamo a tale fine, quattro diverse tipologie di delisting, riscontrate costantemente nella pratica. Esse sono:

- Il Leverage buy-out (LBO), che corrisponde a un'operazione di delisting effettuata prendendo denaro a prestito.
- Il Management buy-out (MBO), ovvero la situazione in cui il delisting è effettuato per volere del management della società stessa.

- Il Management buy-in (MBI), situazione simmetrica all'MBO, in cui a effettuare l'offerta di pubblico acquisto è il management di una società terza, spesso al fine di acquisire assets e know-how da una società concorrente.
- L'Institutional buy-out (IBO), in cui è un investitore istituzionale, come ad esempio un fondo di private equity, ad acquistare e delistare la società.

Nella pratica si è soliti agire per mezzo di una *shell company*, ovvero una società fondata al fine unico di portare a termine l'acquisizione o la fusione.

Diversi casi di Going Private Transaction (GPT) sono senz'altro compatibili con la possibilità che il delisting sia effettuato in seguito a un takeover ostile, una situazione che va oltre il controllo del management, che ne subisce le conseguenze.

La seconda macro categoria è quella dei "*delisting with subsequent trading*", che comprende decisioni come il cross-delisting (la scelta di società quotate in più mercati di ritirarsi da uno o più di essi, focalizzandosi su uno in particolare) o anche l'alternativa che in letteratura viene chiamata *going dark* o *deregistration*. Essa corrisponde all'ipotesi di lasciare i mercati regolamentati per continuare a scambiare i propri titoli su mercati con meno restrizioni.

Il fenomeno, come riportato da Martinez e Serve (2017), è diventato molto diffuso negli USA nei cosiddetti mercati Over-The-Counter (OTC).

Renneboog e Simons (2005) definiscono il delisting un fenomeno che si manifesta ad ondate ("[...] waves"). In un loro celebre paper (*Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*) osservano infatti che tra il 1980 e il 2003 esso abbia avuto un comportamento tutt'altro che omogeneo. Le ondate di cui parlano Renneboog e Simons, ma a cui fanno riferimento anche altri autori come Doidge (2015) e Danovi, Fabrizi, Bettinelli (2015), trovano giustificazione nel fatto che le serie storiche di dati sul delisting mostrano un andamento particolare, che alterna continuamente periodi espansivi a periodi restrittivi, le cui durate variano a seconda del mercato preso in considerazione e del periodo storico.

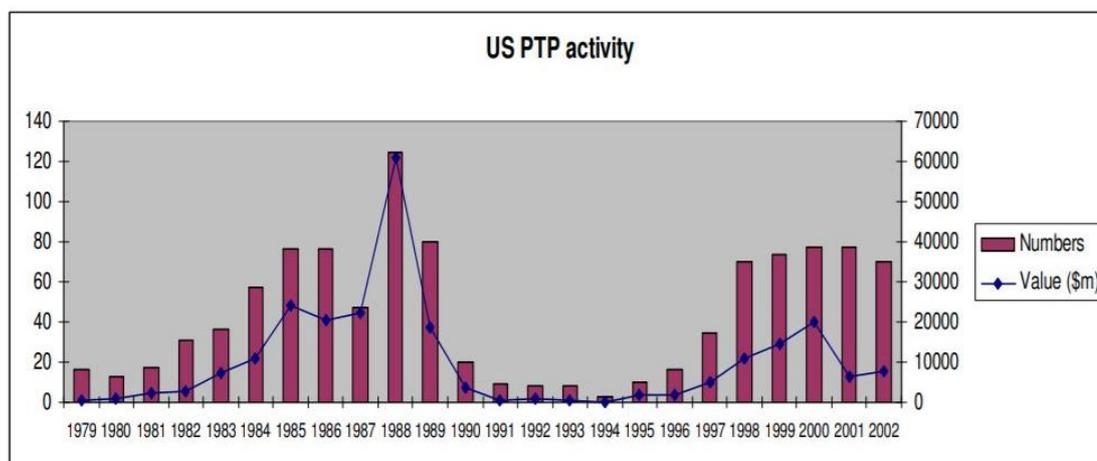
Come è evidente dai diagrammi elaborati da Renneboog e Simons (si vedano Fig. 1, Fig. 2 e Fig. 3), i delisting hanno avuto un picco tra il 1988 e il 1990 per poi calare sostanzialmente tra il 1991 e il 1995 in tutti i più grandi mercati geografici osservati. A partire dal 1996, però, una nuova ondata di privatizzazioni fa crescere sostanzialmente il dato fino ai primi anni 2000, quando il trend torna decrescente.

1.2. Il mercato americano

Nel caso del mercato americano, il delisting è un fenomeno che inizia negli anni '80. All'epoca circa il 57% delle aziende quotate erano oggetto di takeover ostili finalizzati all'acquisizione e alla ristrutturazione finanziaria (si veda Renneboog, Simons, 2005). L'ondata di delisting che si presentò allora fu principalmente dovuta al fatto che, in seguito al fallimento di molte operazioni di fusioni societarie, ci fu una diffusa capacità d'acquisto inutilizzata che portò a molti LBO e MBO. La causa però non fu solo questa. Danovi, Fabrizi e Bettinelli (2011), sempre rifacendosi al paper di Renneboog e Simons (2005), affermano che la prima ondata fu dovuta anche a carenze nella regolamentazione della *corporate governance* e a mancanza di incentivi a concentrarsi sulla creazione di valore societario. È condivisa l'idea che l'ondata rallentò negli anni successivi grazie alle forti pressioni pubbliche, a politiche per una nuova legge anti-takeover e grazie anche ad altri fattori come la contrazione del credito e una politica contro il debito. Va detto, inoltre, che il peggioramento dei rendimenti obbligazionari e un gran numero di bancarotte contribuirono a decelerare questo genere di operazioni.

I delisting conobbero un periodo di calma dovuto all'ambiente non particolarmente favorevole che si era prodotto dopo il picco di quotazioni nel 1989, fino a quando, a partire dal 1996, molte piccole società che si erano quotate seguendo "*la moda del periodo*" (Geranio, 2004, p. 21) cominciarono a soffrire di *low trading values* e rischiavano di essere delistate dal mercato per non riuscire ad adempiere completamente ad alcuni *requirements* imposti dal regolatore (si pensi ad esempio che per rimanere listati nel NASDAQ bisogna superare un limite minimo di transazioni effettuate giornalmente). Inoltre, tali piccole società soffrivano anche i crescenti *listing costs* imposti dalle nuove normative di *compliance* adottate nel periodo. Il Sarbanes-Oxley Act (SOX) emendato nel 2002, richiedeva che le società quotate redigessero i loro documenti contabili con più attenzione, affidandosi a specialisti esterni, e ciò fece alzare di molto i costi che le società dovevano sostenere per rispondere alle richieste di trasparenza del legislatore. L'alto numero di matricole entrate nel mercato ha poi permesso agli investitori di compiere una corposa selezione, che ha portato inevitabilmente alla permanenza sul listino di alcune società e all'abbandono di altre. Molte società quotate alla fine degli anni '90 soffrirono anche l'esplosione della bolla delle *dot-com* che portò al crollo della capitalizzazione di mercato e a molti fallimenti. Ciononostante l'ondata della seconda metà degli anni '90 ebbe un impatto sostanzialmente minore rispetto a quella degli anni '80 per quantità di denaro mobilitato (si veda Fig. 1).

Fig.1: Numero di public-to-private transactions (scala di sinistra) e il valore in milioni di USD (scala di destra)



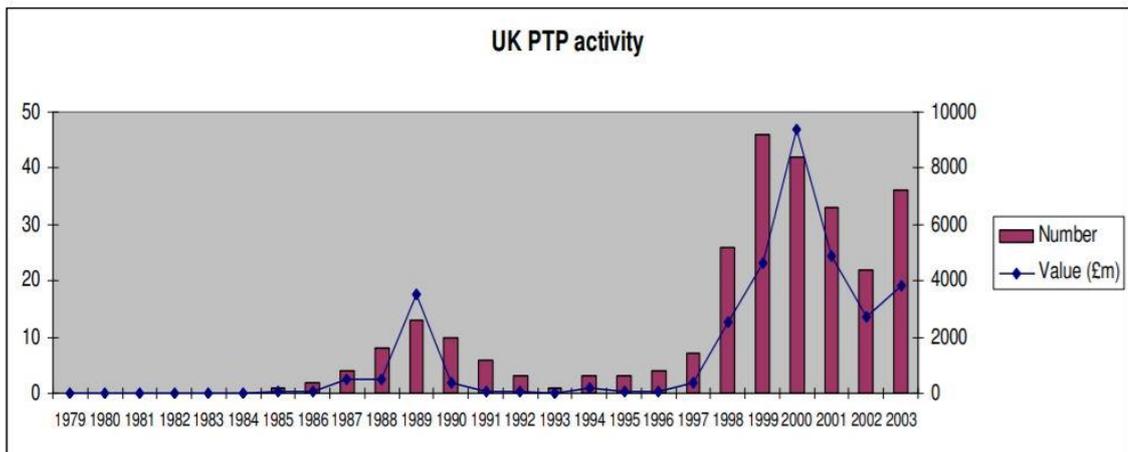
Fonte: Centre for Management Buyout research/ Barclays Private Equity/ Deloitte & Touche.

1.3. Il mercato continentale europeo e UK

Nell'analisi di Renneboog (2005) si nota come i mercati UK ed Europa Continentale seguano più o meno l'andamento delle ondate del mercato americano. Nonostante l'andamento sia simile accade spesso però che essi anticipino o ritardino di qualche periodo i comportamenti del mercato US, e che manifestino diversa intensità. Nel lavoro di Renneboog si può notare come nel Regno Unito l'ondata degli anni '90 sia stata sostanzialmente più intensa rispetto a quella degli anni '80, sia per numero assoluto di delisting che per equivalente monetario di titoli delistati (si veda Fig. 2). Tale andamento del mercato UK della seconda metà degli anni '90 si può giustificare con la grande sfiducia degli investitori nei confronti delle piccole società quotate nonché con la nascita di un mercato rilevante del private equity. Lo studio chiarisce anche come il fenomeno sia stato di entità molto minore nel mercato europeo durante gli anni '80. Infatti, mentre l'UK "tenne il passo" (Danovi, Fabrizi, Bettinelli, 2011, p.45) del mercato americano, il fenomeno emerse in maniera decisa nel mercato europeo solo a partire dal 1997. Renneboog spiega anche come sia difficile riassumere genericamente cosa stia alla base dell'andamento di delisting nel mercato europeo, a causa dell'eterogeneità dei mercati e quindi delle motivazioni sottostanti. Sicuramente la completa mancanza di una direttiva europea per la regolamentazione dei mercati (fino all'anno 2004) e fattori di natura culturale hanno influenzato l'andamento dell'ondata nei diversi Paesi dell'Unione. Come riportano Geranio e Zanotti (2015), in alcuni Paesi del Continente le riforme della legislazione su fusioni e acquisizioni societarie e la revisione del sistema fiscale hanno portato, insieme all'infittirsi della

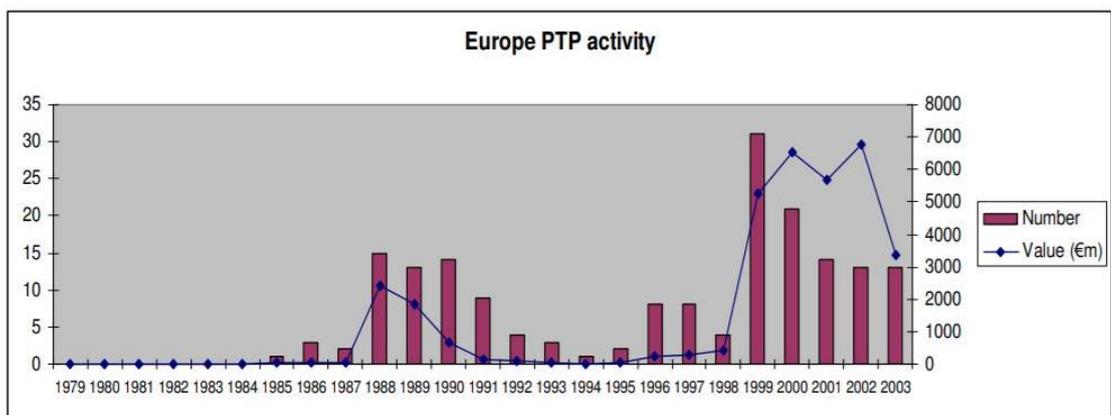
presenza di intermediari finanziari, alla nascita di un mercato delle Public To Private transactions (PTP). Ad oggi il mercato francese è sicuramente il più importante in termini di valore, seguono i mercati tedesco e quello olandese. Diversa è la situazione nel sud Europa, dove ad esempio Italia e Spagna hanno mercati dimensionalmente ridotti.

Fig.2: Numero di Public To Private transactions (scala di sinistra) e valore in milioni di GBP (scala di destra)



Fonte: Centre for Management Buyout research/ Barclays Private Equity/ Deloitte & Touche

Fig.3: Numero di Public To Private transactions (scala di sinistra) e valore in milioni di Euro (scala di destra)



Fonte: Centre for Management Buyout research/ Barclays Private Equity/ Deloitte & Touche

1.4. Il delisting nel periodo 2008-2012

Più recentemente l'andamento dei delisting è stato analizzato da Martinez e Serve (2017), le quali hanno illustrato come il periodo tra il 2008 e il 2012 abbia fatto registrare una nuova accelerazione del fenomeno in tutti i mercati globali, per un totale di oltre 6.000 operazioni portate a termine in 42 Paesi diversi. In particolare il numero di società quotate è diminuito notevolmente negli USA e in UK, mentre non ha avuto lo stesso comportamento monotono il dato europeo, oscillante nel periodo in analisi.



Fonte: Rielaborazione da MARTINEZ, I., SERVE S., 2017, Reason for delisting and consequences: a literature review and research agenda, *Journal of Economic Surveys*

Nello stesso paper, Martinez e Serve osservano che il New listing rate, definito come $(New\ lists - Delisting) / Listed\ Firms$, è stato costantemente negativo in USA e UK, mostrando dunque che il numero di delisting crea ogni anno un deficit di imprese quotate, più che compensando il numero di new listed firms (il *new listing flow*, come lo chiamerebbe Doidge, è dunque negativo). Come nel caso precedente l'area continentale europea alterna New listing rates negli intorni destro e sinistro di zero.

Year	2012	2011	2010	2009	2008
New lists (% of new lists/listed firms)					
Continental Europe	154 (1.9%)	469 (5.8%)	355 (4.7%)	156 (1.9%)	513 (6.0%)
UK	124 (5.0%)	164 (6.3%)	188 (7.0%)	85 (3.0%)	185 (5.6%)
USA	152 (4.2%)	128 (3.4%)	167 (4.3%)	103 (2.6%)	106 (2.5%)
Delisted firms (% of delistings/listed firms)					
Continental Europe	358 (4.5%)	385 (4.8%)	238 (3.2%)	245 (2.9%)	291 (3.4%)
UK	244 (9.9%)	245 (9.4%)	313 (11.7%)	397 (14.2%)	405 (12.3%)
USA	268 (7.4%)	293 (7.9%)	320 (8.3%)	355 (8.9%)	393 (9.2%)
New list rate (new lists-delistings)/listed firms					
Continental Europe	-2.6%	1.0%	1.6%	-1.1%	2.6%
UK	-4.8%	-3.1%	-4.7%	-11.2%	-6.7%
USA	-3.2%	-4.4%	-3.9%	-6.3%	-6.7%

Fonte: Rielaborazione da MARTINEZ, I., SERVE S., 2017, Reason for delisting and consequences: a literature review and research agenda, *Journal of Economic Surveys*

L'autore americano Doidge (2015) ha parlato espressamente di “*US listing gap*”, intendendo con questo concetto l'evidenza che a partire dal 1996 (anno di picco delle quotazioni nel mercato americano) il numero di listing fosse crollato costantemente fino al 2012, portando a un saldo negativo dei titoli quotati, spiegato secondo le sue tesi sia dal basso tasso di quotazione, sia dall'alto tasso di delisting. Secondo Doidge dal 1996 un notevole aumento di fusioni societarie con target società quotate spiega, insieme al *going dark* e alle conseguenze dell'implementazione del Sarbanes-Oxley Act, gran parte del listing gap.

1.5. Il caso italiano

Geranio (2004), rielaborando i dati CONSOB della relazione sull'anno 2003, ha illustrato l'andamento dei delisting nel periodo 1996-2003 permettendoci di sovrapporre i dati italiani con quelli raccolti da Renneboog (2007) sui mercati anglosassoni e con il dato continentale europeo.

Nel periodo in questione, il biennio 1998-1999 si può classificare come una fase di hot market, in cui il delta listing era positivo e uguale rispettivamente a +10 e +21.

Al contrario il biennio 2001-2002 presenta un'inversione di tendenza con delta listing uguali a -3 e -6. Come sottolinea Geranio, il delta= -13 nel 2003 non è dovuto a una fase di cold market (poiché nel 2003 si segnalò una ripresa dei listini), bensì il dato è da intendersi come un contuum alle operazioni iniziate del 2002 che per tempi tecnici sono state completate solamente nell'anno successivo. Il mercato italiano sembra dunque abbia ricalcato in quel periodo gli andamenti del mercato UK, anticipando il trend del mercato continentale di un anno. Dati di un più recente studio CONSOB (2020) evidenziano, per quanto riguarda il mercato azionario italiano, un numero altalenante di delisting tra il 2007 e il 2019. Nonostante la limitatezza del mercato stesso in termini dimensionali, soprattutto per il basso numero di titoli quotati se confrontato con i grandi mercati anglosassoni o con altre importanti piazze europee, lo studio CONSOB mette in luce diversi aspetti interessanti.

Per prima cosa nel periodo citato il rapporto tra offerte pubbliche di acquisto con delisting programmato e il numero totale di offerte di pubblico acquisto è stato, a seconda di come lo si voglia calcolare¹, compreso tra il 62,6% e il 73,6%, con picchi superiori al 90% nel 2008, nel 2010 e nel 2019. Nel periodo le OPA con delisting programmato sono state 109, di cui 103 sono andate a buon fine. Il controvalore totale delle società oggetto di delisting è stato di 85,5 mld di euro.

¹ La differenza tra le due proporzioni è dovuta al fatto che nella seconda siano state scomutate le offerte parziali e su azioni non quotate su MTA, MIV, AIM.

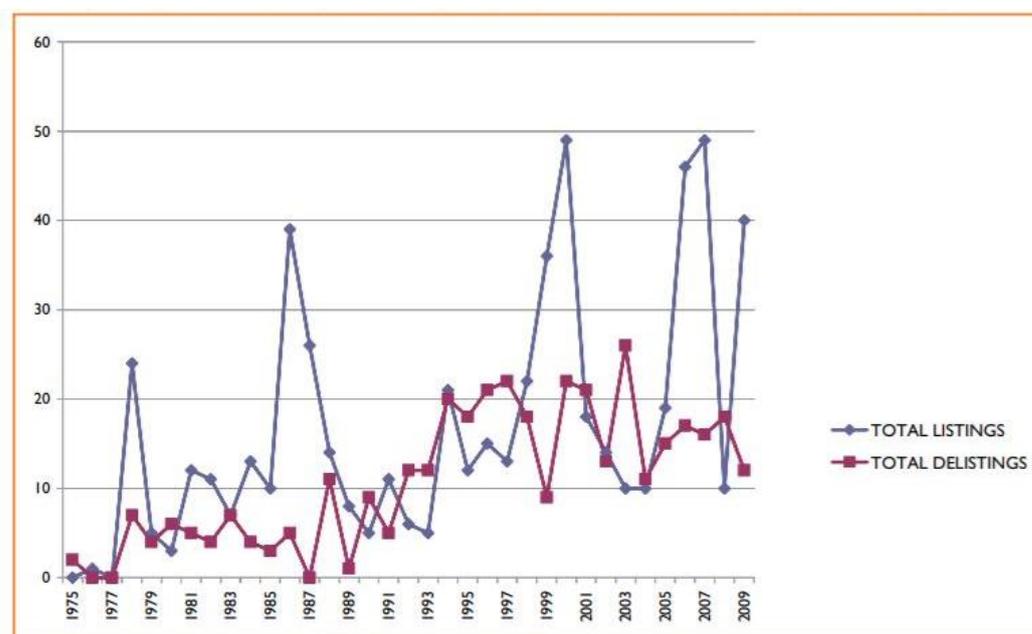
Il valore medio dei delisting è poi cresciuto nella seconda parte del periodo preso in considerazione.

Infatti, se fra il 2007 e il 2013 a fronte di 56 delisting il controvalore è stato di circa 26 mld di euro, tra il 2013 e il 2019 a fronte di 37 operazioni il controvalore complessivo superava i 59 mld di euro. Scomputando l'operazione di delisting del titolo Luxottica, che per le sue dimensioni influenza pesantemente il dato, si ottiene comunque che *“il valore medio dei delisting negli ultimi 6 anni rimane pari al doppio circa del periodo precedente”*, p. 44.

Ulteriori dati raccolti fino al 2019 evidenziano come anche l'AIM, junior market del listino italiano *“non sia estraneo alla tendenza di going private registrata sul mercato regolamentato”*, p. 45. Anche altri autori come Pour e Lasfer sottolineano tale tendenza, riscontrata anche nell'AIM londinese (si veda Pour, Lasfer, 2013).

Osservando la serie storica dei delisting dal mercato italiano e sovrapponendola a quella dei nuovi listing si può notare come le due serie di dati si muovano simmetricamente, facendo pensare a una correlazione negativa tra le due variabili (si veda Fig. 4).

Fig. 4: Delisting e Listing nel mercato italiano tra il 1975 e il 2009



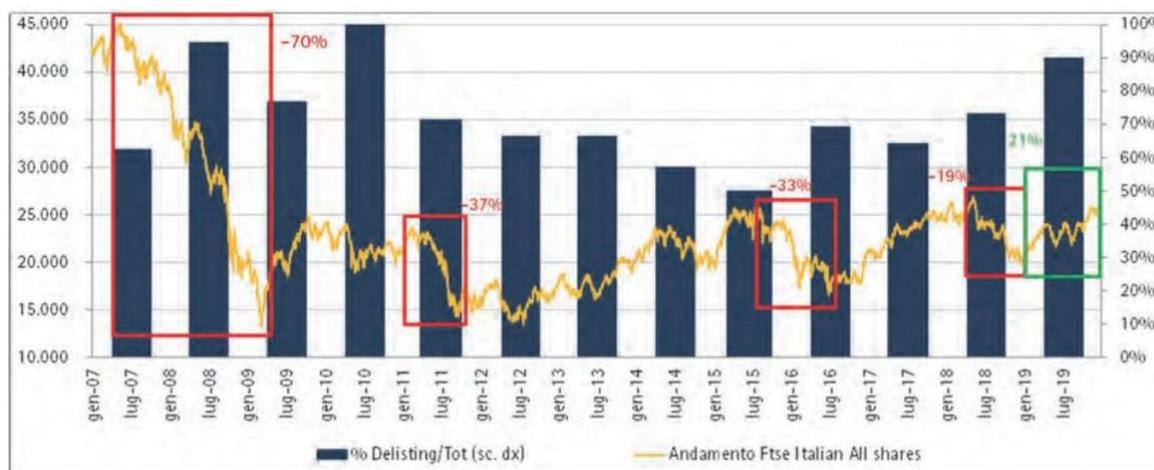
Fonte: DANОВI, A., BETTINELLI, C., FABRIZI, E., 2011, *Going private in Italy. Characteristics and motivations of PtP transactions*.

Effettivamente, come fanno notare Danovi, Fabrizi e Bettinelli (2011), è ragionevole pensare che un andamento del genere non sia casuale, bensì causato dall'influenza che l'andamento di dati macroeconomici possa avere sui mercati e che ciò sia anche la causa del comportamento "ad ondate" del fenomeno.

La correlazione negativa a cui si fa riferimento è quella che lega le offerte finalizzate al delisting e l'andamento del mercato finanziario. Si osserva infatti che le società nei periodi di bear market siano più propense a privatizzarsi perché attratte dai prezzi bassi dei listini (Geranio, 2004).

Al contrario nei periodi di hot market spesso succede che anche società non interessate all'ipotesi della quotazione decidano invece di procedere con l'IPO al fine di raccogliere del capitale a basso costo sfruttando il momento finanziariamente favorevole e spesso con la prospettiva di delistarsi al finire del momento di euforia dei mercati (Yung, Colak, Wang, 2008). Anche il mercato italiano non faceva eccezione a questo fatto stilizzato, tanto che l'andamento del rapporto delisting/OPA era cresciuto notevolmente sia tra il 2007 e il 2008, in seguito alla grande crisi finanziaria, sia in diversi periodi successivi in cui l'Ftse Italian All Share aveva avuto prolungati periodi di perdita. Lo stesso non si può dire per quanto successo tra il 2015 e il 2019, periodo in cui, nonostante l'andamento tutt'altro che negativo dei mercati, l'incidenza dei delisting è notevolmente aumentata. Citando lo studio CONSOB infatti: *"nel mercato italiano il recente trend di delisting non ha una chiara correlazione negativa con l'andamento del mercato secondario"*, p. 41.

Fig.5: Incidenza del delisting e andamento dei mercati



Fonte: PICCO, F., PONZIANI, V., TROVATORE, G., VENTORUZZO, M., 2021, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019*, CONSOB

2. CAP. 2: MOTIVAZIONI TEORICHE AL DELISTING

Come messo in luce dal lavoro di Bancel e Mittoo (2009), le società che decidono di quotarsi lo fanno per una pluralità di motivi, i quali differiscono anche a seconda delle dimensioni e della ownership della società stessa.

Allo stesso modo le motivazioni che sottendono alla operazione di privatizzazione di una società dal mercato borsistico sono diverse e dipendenti dalla fattispecie analizzata. La letteratura scientifica si è posta il problema di chiarire quali esse siano e le modalità con cui lo ha fatto sono quelle imposte dal metodo scientifico: formulazione delle ipotesi, discussione della tesi a confronto con i dati, conclusione delle evidenze raccolte.

Analizzando le ipotesi messe sul tavolo da diversi papers si nota che esiste una tipicità delle ipotesi, nel senso che una moltitudine di esse sono trasversali ad ogni autore, qualsiasi sia il mercato analizzato, o il periodo scelto per l'analisi. Seguendo l'esempio di Tutino, Panetta, Laghi (2012) si è deciso di illustrare il fenomeno suddividendo in tre gruppi i differenti incentivi per effettuare una going private transaction.

- Il primo gruppo è quello delle “motivazioni tradizionali” o anche “Incentive related”, così definite perché conseguenza di costi e benefici diretti dell'operazione.
- Il secondo gruppo comprende le motivazioni legate all'agency theory.
- Il terzo gruppo raccoglie le ipotesi che fanno riferimento a una variazione nella struttura finanziaria della società.

Infine si presenta una sezione che raccoglie gli elementi residuali, che non trovano collocazione nella categorizzazione sopracitata, ma che sono regolarmente riportati in letteratura.

2.1. Incentives related

2.1.1. Costi del delisting

Nel momento in cui una società decide di approdare su un listino questa si prepara ad affrontare dei costi al fine di far scambiare i propri titoli all'interno di un mercato regolamentato. Una parte di questi costi sono costi prevedibili nel momento in cui si decide per la quotazione, altri invece sono costi indiretti, i quali hanno la caratteristica di essere scarsamente o per niente prevedibili. Il primo costo da affrontare successivamente alla presentazione dell'IPO è la commissione da pagare alla istituzione organizzatrice del listino. Diverse stime sono state avanzate nel tempo da molti ricercatori, fra cui si citano quelle di DeAngelo (1984), Geranio (2004), e Renneboog, Simons, Wright (2007). Tuttavia in questa sede si preferisce indicare la

voce di spesa senza analizzarne l'aspetto quantitativo, ciò infatti richiederebbe un elevato livello di approfondimento, considerate le stime sostanzialmente diverse proposte dagli autori. A questo genere di costi si associano quelli necessari a mantenere il giusto rapporto con gli investitori e più in generale a riorganizzare la società per renderla più adatta ad operare sul mercato e più efficiente. Come sottolinea Geranio (2004) infatti, la riorganizzazione non può corrispondere solo alla creazione di un ufficio investor relation, ma deve corrispondere a un vero e proprio "*cambiamento di mentalità*".

Un ulteriore costo di natura indiretta è quello legato alla spesa per la produzione dei documenti contabili richiesti dal regolatore del mercato (cd. *Audit fees*). Ogni listino prevede nel suo regolamento che venga reso disponibile agli investitori un elenco tassativo di documenti contabili con cadenza regolare, affinché gli investitori possano in ogni momento conoscere la situazione contabile societaria.

Specialmente con l'aumento della regolamentazione dei mercati questo costo è diventato sempre più consistente, nel caso del mercato americano ad esempio, l'adozione del Sarbanes Oxley act ha aumentato di molto i costi per la produzione di tali documenti, sulla base di nuovi standard di trasparenza, diventati necessari a seguito di alcuni scandali finanziari negli Stati Uniti. Secondo Doidge (2009), SOX è tra le maggiori cause dell'alto numero di delisting dal mercato americano.

A soffrire maggiormente di questi costi diretti sono le piccole e medie imprese. Esse, per via delle loro dimensioni, pagano proporzionalmente di più poiché incapaci di sfruttare le economie di scala che potrebbero abbattere considerevolmente tali costi, i quali pesano percentualmente molto sul conto economico.

Alcuni autori ritengono che i soli listing cost non siano sufficienti a far propendere per il delisting, ma siano piuttosto una concausa, altri come DeAngelo (1984) e Renneboog (2005) pensano invece che i listing costs "[...] *can be alone significant*".

2.1.2. Riduzione dei benefit del delisting

Quando una società decide di andare sul mercato lo fa principalmente per raccogliere capitale di rischio a un prezzo agevole e godere della visibilità data dalla quotazione (si veda Bancel e Mittoo, 2009). Spesso però i benefit attesi dall'assemblea che ha deliberato la quotazione, non trovano fattualità.

È il caso della cosiddetta "*undervaluation hypothesis*". Con questa si intende in letteratura il caso in cui a seguito della quotazione, il titolo soffra di una strutturale sottovalutazione che si manifesta ed è causata da un diffuso disinteresse del mercato, il quale può essere a sua volta

dovuto a molteplici motivazioni. Una delle spiegazioni fornite dalla letteratura indica alla radice del problema la differenza di informazioni disponibili al management e agli investitori, i quali in preda a incertezza, non tengono in considerazione l'acquisto azionario. Alla base di questo fenomeno c'è spesso un management poco esperto che sottovaluta le necessità di *disclosure* del mercato, non risponde alla richiesta di programmazione e budgeting degli investitori e finisce per allontanare capitali dalla società. Si pensi ad esempio ai casi in cui la proprietà, storicamente familiare, è incapace e riluttante a comunicare con gli investitori, compromettendo inevitabilmente il progetto di quotazione.

La società si troverà, quindi, ad affrontare anche problemi di liquidità del proprio titolo e la scarsità di transazioni porterà il prezzo a fluttuare, rendendo inutilizzabile lo strumento dell'offerta di pubblico scambio (OPS) per effettuare fusioni od acquisizioni (si veda Geranio, 2004). Come illustra Geranio, la dimensione societaria può essere a livello teorico un'altra causa di sottovalutazione del titolo. Le small cap, almeno sul mercato italiano, sono tipicamente in grado di raccogliere una quantità di capitale più che sufficiente con l'IPO, ma accade che queste vengano "dimenticate" dagli investitori nei periodi successivi. Ciò accade perché le società in questione soffrono di alcune patologie legate alla loro dimensione, che le rendono inappetibili al mercato. Questo perché esse hanno, come indica il nome, un capitale limitato e gli investitori istituzionali "*sono disposti a investire in un singolo titolo a condizioni che abbia massa critica minima tale da giustificare i costi di analisi e informazione necessari a gestire l'investimento*", p. 9. Inoltre, le partecipazioni che ne scaturirebbero sarebbero di proporzioni tali da dover essere notificate all'ente regolatore (si tenga presente che nel caso italiano vanno notificate alla CONSOB tutte le partecipazioni che superino il 2% del capitale), allungando notevolmente i tempi dell'operazione. Si tenga in considerazione poi che società piccole hanno un management più debole e meno organizzato, che quindi amplifica i problemi di quotazione, ricadendo nel caso sopracitato.

2.2. Agency costs

Già Adam Smith affermava che è impossibile avere cura del capitale di altri come si ha cura del proprio, cogliendo in pieno quale fosse il problema delle società a proprietà dispersa, che devono trovare un equilibrio tra chi conferisce il capitale di rischio (shareholders) e chi lo gestisce, prendendo decisioni operative all'interno dell'impresa (management). L'agency theory porta gli shareholders di diverse società a contemplare l'ipotesi del delisting al fine di arginare alcuni problemi che tipicamente si presentano in queste situazioni. Lo stesso Jansen ipotizzò nel 1986 un declino progressivo della public company causata dal conflitto di interessi

tra le parti che la compongono e la conseguente inefficienza organizzativa (si veda Doidge, 2015).

Il delisting è per definizione la soluzione ai problemi di asimmetria informativa: l'Opa totalitaria del management, o l'entrata in società in un fondo di private equity, porta inevitabilmente a sovrapporre le figure del manager e del socio, riallineando gli incentivi.

Come si può leggere dall'analisi svolta da Renneboog (2005), però, non è assolutamente evidente il nesso di causalità tra ownership structure e redditività di una società. Esempio evidente di ciò sono le SIPO, Second initial public offer, promosse da società che fanno ritorno al mercato azionario dopo esserne momentaneamente uscite in passato.

Un ulteriore vantaggio che si sviluppa nel caso di GPT è quello che fa riferimento all'incentivo di monitorare le azioni del management. Come scritto da DeAngelo (1984) e ripreso da Renneboog (2007), la frammentazione della proprietà crea problemi di incentivi per gli shareholders, per i quali non vale la pena spendere risorse per monitorare l'attività del management poiché detengono una parte risibile del capitale e fanno free-riding avvantaggiandosi del fatto che siano altri a occuparsi del monitoring. La sovrapposizione tra proprietà e management, o comunque un'operazione di IBO che possa portare a una o più partecipazioni cospicue, fa sì che per gli shareholders di maggioranza torni l'incentivo a monitorare l'attività del management. In sostanza, l'attivismo dello shareholder è incentivato laddove la partecipazione è più importante.

La letteratura fa poi riferimento alla cd. "*free cash flow hypothesis*". L'idea in questo caso è che un LBO porterebbe a responsabilizzare il management, il quale, consapevole delle risorse prese a debito, comincerebbe a selezionare con più attenzione progetti che generano FCF positivi, evitando progetti a breve termine che distruggono ricchezza e portano all'arricchimento personale (cd. "*empire building*"). Come scrive Jensen (1986), in questo caso è il debito stesso a monitorare il comportamento del management.

Vale la pena sottolineare che la diversa struttura di ownership che differenzia le società europee da quelle anglosassoni, determina problemi di agency theory molto più profondi in queste ultime. Basti pensare che in media nelle società quotate nei mercati europei, gli stockholders di maggioranza possiedono quote che sono proporzionalmente circa il doppio rispetto a quelle dei loro equivalenti possessori di azioni quotate sui mercati anglosassoni.

Come riportato da Croci, Del Giudice (2014), dette spiegazioni del delisting legate a problemi di agency theory difficilmente si adattano al contesto societario europeo.

2.3. Struttura finanziaria ed elementi residuali

Infine, riferendosi alla categoria di motivazioni legate alla struttura finanziaria, si cita il motivo dovuto allo scudo fiscale.

Si sa che il dibattito sull'influenza della struttura finanziaria sul valore di un'azienda risalgia a Modigliani e Miller, i quali nel 1958 dimostrarono che in un ambiente *frictionless*, non c'è differenza tra finanziare una azienda tramite equity o tramite debito, poiché quello che conta è che i progetti che essa sceglie di perseguire creino valore piuttosto che ne assorbano.

I mercati reali, però, non sono ambienti senza frizioni come quelli teorizzati da Modigliani e Miller e lasciano quindi spazio a iniziative di ingegneria finanziaria. È questo il caso della “*tax benefit hypothesis*”. Questa teoria si basa sul fatto che gli interessi sul debito di una società sono deducibili dal reddito imponibile e la loro deducibilità genera un risparmio di imposta. Tale risparmio è ovviamente suscettibile della aliquota marginale dello Stato in cui sono quotati i titoli in questione. In ogni caso, la deducibilità aumenta i FCF dei progetti aziendali e quindi il valore per gli shareholders. Possiamo dunque considerare questi benefici fiscali un ulteriore elemento a favore per intraprendere un'operazione di LBO.

Un'ulteriore motivazione raccolta dalla letteratura è la cosiddetta incapacità di condividere il rischio idiosincratico. Quest'ipotesi si basa sul fatto che quotarsi su un mercato permetta a una società di raccogliere capitali a un prezzo più basso di quello che le verrebbe offerto se si rivolgesse a un qualsiasi intermediario finanziario, rimanendo però privata. Ciò è possibile perché la quotazione permette agli investitori di acquistare titoli, conferendo capitale di rischio, ma allo stesso tempo diversificare il rischio di portafoglio. Nel momento in cui il rischio idiosincratico della società quotata è basso, ecco che essa non gioverà più della diversificazione che la portava a raccogliere capitali a basso prezzo, bensì troverà conveniente prendere a prestito capitale di rischio da un intermediario ad un prezzo più basso rispetto a quello richiesto dal mercato azionario.

Un altro motivo per privatizzarsi, spesso citato in letteratura, è quello legato al rischio di *hostile takeover*. In periodi di bear market in cui i prezzi dei listini sono particolarmente bassi, può risultare vantaggioso per degli investitori provare delle scalate ostili per impossessarsi della maggioranza delle azioni aziendali a prezzo più basso del loro reale valore. In questi casi molte aziende decidono di uscire dal mercato per essere certe di mantenere la governance stante. Tale pratica è molto comune nei mercati anglosassoni, mentre è sostanzialmente assente nel mercato italiano (CONSOB, 2020).

Talvolta può accadere che in seguito alla decisione di quotarsi in un periodo di hot market, al fine di raccogliere capitale agevolmente, si decida di sfruttare un periodo di bear market per effettuare un delisting, registrando un guadagno in conto capitale. Tuttavia, come sottolinea Geranio (2004), questa teoria non è pensabile come una vera e propria strategia a priori scelta da parte della società, poiché è ovviamente impossibile stabilire quando sarà il momento adatto per uscire dal mercato. Quest'opzione si configura più come un'alternativa estemporanea, una opportunità che si presenta al controlling shareholder, che può sfruttarla a suo favore.

Infine, bisogna ricordare che quotarsi significa spesso rivedere le proprie politiche di sviluppo ed anche le politiche di remunerazione degli shareholders. Il mercato, infatti, tende a penalizzare le strategie di lungo periodo perché spesso comportano un taglio dei dividendi al fine di alimentare con l'autofinanziamento i progetti aziendali. Il management potrebbe essere spinto, in questi casi, a scegliere progetti di breve termine anche se poco remunerevoli al solo fine di soddisfare le richieste dei propri creditori, vale a dire gli shareholders. Bisogna sempre ricordare, infatti, che la società quotata è fortemente dipendente dalle risorse raccolte sul mercato e per questo il suo comportamento è indirizzato al fine di assecondare la volontà dei soci, per evitare, talvolta anche per motivi ingiustificati, di perdere grandi quantità di capitale. Ad esempio accade spesso che alcune società si allontanino temporaneamente dal mercato per poter eseguire operazioni di ristrutturazione societaria senza subirne la pressione (Geranio, 2004).

L'alternativa del private equity rimane poi un'opzione intrapresa da tutte quelle società che cercano nuovi capitali congiuntamente a un progetto di sviluppo di lungo periodo e a una migliore concentrazione del management sul core business societario.

3. CAP. 3: EVIDENZE SUL MERCATO EUROPEO E PERFORMANCE SOCIETARIA

3.1. Premessa

Analizzando il problema del delisting è in molti casi impossibile misurare direttamente quali siano i risultati economici delle società che hanno deciso di privatizzarsi poiché, una volta uscite dal mercato, esse non sono più tenute a presentare alcun documento contabile né a comunicare agli investitori i risultati di periodo. Per ovviare a questo problema, che potenzialmente avrebbe potuto compromettere ogni tentativo di analisi, è pratica comune utilizzare i CAARs come proxy del futuro risultato delle società.

I CAARs (lit.: *Cumulative Abnormal Average Returns*) si riferiscono a una specifica finestra temporale e sono calcolati come segue:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t} | \Omega_{i,t-1}]$$

Si calcolano gli Average returns (AR) facendo la differenza tra il rendimento osservato del titolo i al tempo t meno il valore atteso del rendimento del titolo condizionale alle informazioni Ω disponibili riguardo al titolo al tempo $t-1$.

$$CAR_i = \sum_{t=T_1+1}^{T_2} AR_{i,t}$$

Si calcolano i Cumulative Abnormal Returns (CAR) come la sommatoria degli Abnormal Returns dal tempo t al tempo T_2 .

$$CAAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i$$

Infine, calcolando la media dei CAR di un insieme di N titoli si ottengono i Cumulative Abnormal Average Returns (CAAR).

In letteratura si è soliti indicare la *event window* fissando a 0 il giorno del delisting, indicando con numeri positivi i giorni successivi e con numeri negativi quelli antecedenti.

Con CAAR (-1, +1) si intenderà quindi la media delle differenze tra i rendimenti osservati e i rendimenti attesi misurati tra gli istanti di tempo -1 e +1.

Un altro strumento utilizzato in letteratura sono i premi (spesso indicati come *raw premiums*). Essi, a differenza dei CAARs, non tengono presente delle attese per il futuro, ma calcolano il

rendimento utilizzando la differenza tra il prezzo dell'azione prima dell'annuncio della vendita (in t_0-n) e il prezzo offerto dal compratore in t_0+n .

Sostanzialmente CAARs e premi sono due misure simili, ma non perfette sostitute, per misurare la ricchezza generata da un'operazione di buy-out.

Ma da cosa è generata tale ricchezza? Come illustrato da DeAngelo (1984), il premio riconosciuto agli shareholders è giustificato dal fatto che essi posseggano alcuni diritti derivati dalla proprietà di azioni societarie che rendono indispensabile la loro collaborazione per il buon risultato dell'operazione di privatizzazione.

Tali diritti, riportati nel lavoro di Boubaker (2014) e ripresi dalla formulazione originale di DeAngelo sono: il diritto di voto e di influenzare le decisioni societarie, il diritto di rifiutare le proposte di acquisto verso le proprie azioni, il diritto di rivolgersi alla giustizia per denunciare pratiche societarie illecite. In sostanza, usando le parole di DeAngelo, *“è l'abilità di ritardare o di fermare una going private transaction che rende possibile agli stockholder di minoranza di estrarre parte dei profitti dell'operazione”* (DeAngelo, 1984, p. 377).

CAARs e premi sono, dunque, strumenti fondamentali utilizzati negli studi per misurare il risultato di un'operazione di privatizzazione, ma l'informazione che portano può essere sfruttata anche in altro modo. Solitamente, infatti, la letteratura si serve di queste variabili per testare le ipotesi sui motivi alla base delle GPT.

L'idea in questo caso è quella di utilizzare i CAARs come variabile dipendente di un'analisi di regressione multivariata per verificare se effettivamente determinate variabili influiscano significativamente e nel modo che ci si aspetta nel determinare la scelta di una società quotata di continuare a operare nel mercato. Osservando i CAARs, infatti, si osserva in qualche modo una misura del futuro risultato aziendale e, utilizzando alcune variabili suggerite dalla teoria economica, si vuole capire quanto e se le variabili supposte influiscano su tale risultato. In questo modo si è in grado di misurare quanto esso sia sensibile a determinati fattori e se lo sia significativamente. Così facendo si ha a disposizione uno strumento con cui giudicare se le variabili scelte influenzino il futuro societario e nondimeno se possano essere causa di operazioni di privatizzazione.

In letteratura sono presenti moltissimi lavori che provano a eseguire un'analisi di questo tipo, elaborando modelli da sottoporre al vaglio dei dati. Tuttavia la grande maggioranza di questi utilizza tecniche econometriche e statistiche avanzate, che non rendono possibile la loro illustrazione analitica in questo documento. Alla base della scelta di escludere tali lavori da questo elaborato sta la decisione di non voler presentare solamente i risultati dei paper scientifici analizzati, bensì la volontà di provare ad approfondire, con le conoscenze a disposizione, la struttura e la composizione dei modelli proposti. A tal proposito la ricerca bibliografica svolta

ha portato a scegliere due modelli, elaborati rispettivamente da Geranio, Zanotti (2015) e Croci, Del Giudice (2014).

Gli studi in questione, oltre ad analizzare due diversi campioni di società delistate da diverse borse europee, propongono modelli la cui formulazione permette una trattazione che vada oltre il semplice *results reporting* a cui costringerebbero altri modelli più elaborati. La complementarità delle argomentazioni proposte dai due modelli ha permesso di trarre conclusioni interessanti, e la chiarezza espositiva degli stessi ne ha permesso una trattazione più dettagliata. Nel modello Geranio, Zanotti l'intento sarà quello di individuare quali variabili influenzino i CAARs, misura che utilizziamo come approssimazione del futuro risultato aziendale. Successivamente, nella porzione del modello Croci, Del Giudice che si è deciso di presentare, il fine sarà quello di indagare quali siano gli effetti delle variabili prese in considerazione sull'effettiva performance operativa delle società privatizzate. In questo secondo modello, infatti, gli autori hanno raccolto i dati del ROA delle società del campione in diversi momenti successivi alla privatizzazione, rendendo possibile un'analisi di questo tipo.

3.2. Illustrazione modello Geranio, Zanotti

Lo studio di Geranio e Zanotti esamina un campione di 106 società privatizzate tra il 2000 e il 2005. Il campione è formato da società europee, specificatamente società italiane, francesi, tedesche, olandesi e spagnole. Il campione racchiude circa il 63% delle operazioni avvenute nel periodo ed è rappresentativo di circa il 53% del valore delle società privatizzate.

Come evidenziato anche dalle statistiche riportate nel capitolo precedente, molte operazioni all'interno del campione sono avvenute nel biennio 2002-2003.

Lo studio ha calcolato che in media il CAAR è stato pari al 18,78%, calcolato in un periodo di tempo di 61 giorni centrato nella data di annuncio del delisting.

Inoltre, più dell'80% del campione ha fatto registrare un CAAR positivo.

Gli autori hanno seguito un processo stepwise per eseguire la regressione, hanno cioè proceduto aggiungendo per gradi possibili variabili esplicative suggerite dalla teoria economica, testandone di volta in volta la significatività.

La prima equazione di modello è:

$$CAAR = \alpha + \beta_1 \text{delta} + \beta_2 \ln MV + \beta_3 VOA + \varepsilon$$

Le variabili prese in considerazione sono:

- *delta*, misurata come la differenza tra il logaritmo dei rendimenti del prezzo del titolo azionario nella finestra di tempo (-310, -50) e il logaritmo del rendimento dell'indice di mercato nello stesso periodo. Poiché il prezzo di un titolo mostra letteralmente quanto esso sia apprezzato, ci aspettiamo che un'azione sia scambiata a basso prezzo quando sottovalutata, e che dunque ci sia una relazione negativa tra *delta* e CAAR.
- *Ln MV* è una misura della dimensione societaria, vale a dire il logaritmo naturale del market value della società alla data dell'ultimo bilancio approvato prima dell'annuncio di delisting.
- *VOA* è il volume di transazioni eseguite sul titolo in un periodo di 6 mesi compreso tra (-360,-180). Per entrambe le variabili ci si attende una relazione negativa con CAAR. Nel primo caso, se come suggerito dalla teoria le small companies sono meno prese in considerazione dal mercato, allora queste dovrebbero ottenere un più alto risultato una volta delistate. Allo stesso modo, nel caso della variabile VOA, società i cui titoli hanno basso turnover dovrebbero trarre grande beneficio dalla privatizzazione.

I risultati mostrano un $R^2 = 18,5\%$, suggerendo cioè che gran parte della variabilità campionaria non è spiegata dal modello. In questo caso l'unica variabile significativa all'1% è *delta*.

Nella seconda equazione si decide dunque di aggiungere altre **4 variabili**:

$$CAAR = \alpha + \beta_1 \textit{delta} + \beta_2 \textit{lnMV} + \beta_3 \textit{VOA} + \beta_4 \textit{PEA} + \beta_5 \textit{CashFlow} + \beta_6 \textit{Leverage} + \beta_7 \textit{Listingcost} + \varepsilon$$

Le variabili aggiunte sono:

- **PEA**: è il *price earning ratio* del titolo misurato nel periodo (-360, -180). Il *price earning ratio* è calcolato come il rapporto tra prezzo dell'azione e EPS. Solitamente un alto P/E indica che il titolo è venduto a un prezzo più basso del suo reale valore, ed è dunque sottovalutato. D'altro canto, però, un elevato P/E può significare anche che il titolo viene pagato molto dagli investitori perché esso ha ampie possibilità di crescita nel futuro, nonostante al momento gli EPS siano bassi. Poiché questi effetti sono discordi, non sappiamo prefigurarci se la relazione tra *PEA* e CAAR sarà negativa o positiva.

- **Cash flows:** è misurata da cash flow/vendite come risultante dall'ultimo bilancio consolidato. Tale variabile è stata inserita per testare l'ipotesi secondo cui società con elevati cash flow beneficiano maggiormente di operazioni di privatizzazione. È ragionevole pensare, infatti, che società con sostanziosi cash flow diano maggiori opportunità al management di allocare le risorse in modo da garantirsi un vantaggio personale piuttosto che creando valore per l'azienda. Ci aspettiamo quindi che la relazione tra Cash flows e CAAR sia positiva.
- **Leverage:** è calcolata come il leverage ratio rispetto al capitale totale aziendale. In questo caso sappiamo che l'impatto della variabile sui CAAR sarà negativo, abbiamo visto infatti che il mercato non apprezza società molto indebitate e che al contrario, un basso livello di debito è considerato un incentivo alla privatizzazione, perché consente di prendere a prestito le risorse necessarie per attuarla.

Infine utilizziamo i **Listing Costs** dai quali ci attendiamo un rapporto positivo con i CAAR.

Analizzando i risultati della regressione osserviamo, però, che *delta* è ancora l'unica variabile significativa.

Nel modello vengono quindi aggiunte **due variabili dummy**:

$$CAAR = \alpha + \beta_1 \text{delta} + \beta_2 \ln MV + \beta_3 VOA + \beta_4 PEA + \beta_5 \text{CashFlow} + \beta_6 \text{Leverage} \\ + \beta_7 \text{Listingcost} + \beta_8 \text{dummyBuyer} + \beta_9 \text{dummyIpo} + \varepsilon$$

DummyBuyer assume valore 1 quando l'acquirente della società è un intermediario finanziario o un fondo, e 0 altrimenti.

DummyIpo assume valore 1 se la società si era quotata nell'arco dei 5 anni precedenti, e 0 altrimenti.

I risultati segnalano che entrambe le *dummy* aggiunte sono significative a un livello di significatività del 5%.

Sembrerebbe, dunque, esserci evidenza che società quotate più recentemente tendano a avere migliori risultati una volta privatizzate. Secondo gli autori ciò potrebbe essere dovuto al fatto che queste società abbiano deciso di quotarsi in un momento troppo precoce della loro vita, e che agli occhi degli investitori rappresentino ottimi target di buyout per via delle loro opportunità di crescita.

Nel caso di *DummyBuyer*, anch'essa significativa, l'idea è che il mercato sia in grado di valutare le acquisizioni strategiche portate a termine da intermediari e fondi, a cui esso riconosce un valore maggiore, dovuto al livello di expertise dell'acquirente.

In sintesi, i risultati dello studio mostrano solidamente che la sottovalutazione del titolo è una causa significativa di delisting. Si osserva, infatti, che una bassa performance del titolo nel periodo prima dell’annuncio del delisting sia legato a un più alto CAAR dopo l’annuncio. Diverse sono invece le variabili che non hanno impatto significativo sul campione, variabili cioè il cui contributo è dovuto alla variabilità campionaria.

3.3. Illustrazione modello Croci, Del Giudice

Il secondo modello che si prende in considerazione è quello proposto da Croci e Del Giudice nel paper “*Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe*”, 2014.

Il lavoro utilizza un campione di 429 società delistate tra il 1997 e il 2005 dai mercati europei e si pone come scopo, tra gli altri, quello di esaminare e spiegare le variazioni di performance in periodi successivi al delisting.

Si riportano ora alcune statistiche descrittive, organizzate in tre colonne, in cui ciascuna indica dati raccolti in periodi diversi. Fissato con t_0 il periodo in cui avviene l’operazione, osserviamo i dati in $t-1$, $t+1$ e $t+3$.

	Year -1			Year +1			Year +3		
	Obs.	Mean	Median	Obs.	Mean	Median	Obs.	Mean	Median
Voting Rights	429	38.200	29.400						
Stock Performance	385	0.053	0.040						
Total Assets	429	694.639	168.95	429	700.966	164.490	322	627.537	136.890
Tangible Assets	429	0.299	0.197	429	0.165***	0.031***	328	0.159***	0.038***
Leverage	429	0.192	0.120	429	0.288***	0.221***	347	0.313***	0.257***
Cash Reserves	429	0.105	0.052	429	0.060***	0.012***	288	0.077***	0.023***
ROA	429	0.048	0.050	429	0.013***	0.000***	361	0.016***	0.003***

Fonte: CROCI, E., DEL GIUDICE, A., 2014, Delisting, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe, *European Financial Management*

Come sottolineano gli autori, sono evidenti “variazioni significative” se confrontiamo orizzontalmente i dati. Nell’ordine notiamo che:

I Tangible Assets, vale a dire la frazione di Total Assets tangibili, diminuiscono drasticamente nell’anno successivo alla privatizzazione, rimanendo molto bassi anche nel periodo $t+3$.

Il Leverage, con cui si indica il Leverage ratio, cresce nel tempo, confermando l’ipotesi teorica che le società preferiscono indebitarsi lontano dai listini, poiché il mercato è particolarmente sensibile a crescenti livelli di indebitamento.

Il ROA, misura della performance operativa della società, è significativamente peggiore in $t+1$, e rimane basso in $t+3$. Si è dunque portati a pensare che il delisting non aumenti in media il risultato operativo.

Dal campione in esame è calcolato un CAAR=21,82% nella event window (-30, +30), coerente con quello calcolato nel lavoro precedente da Geranio e Zanotti. Trova solida conferma anche la “*undervaluation hypothesis*” già proposta e discussa precedentemente.

Al fine di analizzare la variazione nelle performance operative in seguito al delisting, lo studio propone un’analisi di regressione organizzata in questo modo:

L’idea è quella di utilizzare diverse misure per valutare il cambiamento di performance. Il primo parametro che intuitivamente viene da utilizzare parlando di performance operativa è quello del ROA. Nel caso di specie si utilizza un deltaROA definito come ROA in t+1 – ROA in t-1. Gli autori mostrano, però, che utilizzare solo questa misura sarebbe sbagliato poiché essa non distingue tra cambiamenti attesi e non attesi della performance. Usando le parole degli autori: “*la valutazione economica e statistica di significatività della variazione di performance pre- e post- delisting richiede che le misurazioni siano aggiustate secondo alcuni benchmark*”, p. 387.

Per fare ciò sono proposte due variabili, così definite:

Il Adj.deltaROA1 calcolato come deltaROA a cui viene sottratta la variazione del ROA mediano nella lista di titoli quotati nel Paese dell’impresa target e facenti parte dello stesso settore.

Il Adj.deltaROA2 calcolato come la differenza tra il deltaROA di una società del campione e una società simile per dimensione, SIC² code, paese e performance.

Ciascuna di queste tre misure è stata utilizzata come variabile dipendente per una analisi di regressione multivariata, in cui sono state regredite le seguenti variabili esplicative:

- *Voting Rights*: è la frazione di diritti di voto controllati dall’azionista di maggioranza prima della privatizzazione.
- *Cash Reserves*: è l’ammontare di liquidità e mezzi equivalenti disponibili alla società.
- *Tangible Assets*: è l’ammontare di asset tangibili.
- *Ln (Total Assets)*: è il logaritmo naturale del valore totale degli asset.
- *Ind. Adj. ROA* è il ROA (calcolato come EBIT/Total Assets) aggiustato per il valore mediano della performance del settore in cui opera la società.
- *Leverage*: è il rapporto tra totale debiti e Total Assets.
- *LTIR* è il tasso di interesse pagato dai bond a 10 anni il giorno dell’annuncio del delisting.

² Standard Industrial Classification code, ndr.

- *Controlling shareholder*: è una dummy che assume valore 1 quando la privatizzazione è conclusa dall'azionista di maggioranza e 0 altrimenti.
- *UK*: è una dummy che assume valore 1 se la società delistata è inglese e 0 altrimenti.

Nonostante molte variabili esplicative non siano significative, il modello porta comunque ad avanzare alcune conclusioni.

I risultati dell'analisi mostrano che la dummy *Controlling shareholder* non è mai significativa, se non per spiegare Adj.deltaROA1, ma solo nella finestra di tempo (t-1, t+1) ed a un livello di significatività del 10%.

Ciò fa pensare che non ci sia associazione tra la performance post delisting e l'identità del soggetto che ha promosso tale operazione.

La dimensione societaria è rilevante quando utilizzata per spiegare deltaROA, perde invece di significatività quando si provano a spiegare misure più sofisticate, vale a dire Adj.deltaROA1 e Adj.deltaROA2.

Il livello di indebitamento precedente al delisting, indicato dalla variabile *Leverage*, influisce negativamente sul risultato operativo.

Nel medio periodo invece (t+3) c'è scarsa evidenza che le variabili utilizzate riescano a spiegare le differenze di performance operative.

Sostanzialmente, dal campione dello studio emergono conclusioni simili a quelle che Guo, Hotchkiss, Song, nel paper "*Do buyouts (still) create value*", 2011, hanno trovato sul mercato americano. Le evidenze raccolte mostrano anche in questa analisi che le operazioni di buyout creano in media grande valore per gli investitori e per gli azionisti che decidono di vendere le azioni della società privatizzanda. Nonostante ciò possa indurre a pensare ad un aumento della performance operativa, i dati scoraggiano l'avvallamento di questa ipotesi alimentando la convinzione che i guadagni siano dovuti ad altre cause.

Per quanto riguarda il mercato italiano, la scarsità di dati e la mancanza di letteratura non rendono possibile illustrare un'analisi simile a quelle sopracitate. Il documento Consob "*Le OPA in Italia dal 2007 al 2019, 2020*" contiene però alcuni dati allo stesso modo interessanti.

In particolare, tra il 2007 e il 2019, le operazioni portate a termine che dichiaravano come finalità il delisting hanno avuto un premio medi pari a 14,8% nella finestra temporale (0, +1) e pari al 20,4% nella finestra temporale (0, +30). La numerosità campionaria è di 35 operazioni.

Il documento riporta poi che le offerte di delisting sono rivolte a titoli che mediamente mostrano un rendimento negativo e pari al -11,8% nell'anno precedente all'offerta di acquisto, il che potrebbe portare a confermare anche per il mercato italiano l'ipotesi secondo cui scarse performance e sottovalutazione del titolo sono la causa principale di privatizzazione.

CONCLUSIONI

Sembra essere comunemente accettato l'andamento ad ondate del delisting, che in vari periodi e con diverse intensità si sono diffuse a partire dal mercato americano negli anni '80, per arrivare in UK nel 1985 e diventando un fenomeno rilevante anche in Europa con l'ondata di fine anni '90. Nel più recente periodo, tra il 2008 e il 2012, c'è stata un'evidente accelerazione del fenomeno, evidenziata dai dati raccolti in tutti e tre i mercati geografici osservati nel lavoro di Martinez e Serve (2017).

Analizzando paper di diversi autori si nota come le ipotesi presentate dalla letteratura per spiegare le motivazioni alla base delle privatizzazioni siano sostanzialmente le stesse, qualsiasi sia il mercato preso in considerazione e il periodo analizzato. A tal proposito si può certamente dire che le ipotesi legate all'agency theory trovino meno corrispondenza nei mercati europei, a causa della struttura organizzativa sostanzialmente diversa delle società europee rispetto a quelle anglosassoni. Provando ad analizzare quali fossero le determinanti dell'allontanamento di alcune società dai mercati, lo studio di Geranio e Zanotti sembrerebbe suggerire *l'undervaluation hypothesis* come ipotesi più solida per spiegare le motivazioni al delisting dal mercato europeo. Società con basso capitale conferito, e con scarsi livelli di comunicazione tra management e investitori, sono strutturalmente sottovalutate dal mercato e la conseguente scarsa liquidità dei titoli azionari porta i soci a scegliere di privatizzarsi. Molte delle altre ipotesi avanzate dalla teoria sembrano scarsamente significative utilizzando i modelli qui presi in considerazione. C'è evidenza, invece, che le operazioni di delisting creino grande valore per gli azionisti con CAAR che superano, nel modello di Croci, Del giudice, la soglia del 20%. Storicamente la creazione di tale valore si lega al fatto che i soci di minoranza posseggano alcuni diritti fondamentali il cui esercizio potrebbe ritardare o annullare l'operazione di privatizzazione. Per questo motivo ad essi è riconosciuto un premio nel momento della vendita delle azioni. Contrariamente a quanto si potrebbe pensare, l'analisi del modello Croci, Del Giudice evidenzia che l'allontanamento dalla Borsa non è in media seguito da un aumento della performance operativa. La stessa performance operativa, misurata dal ROA e da due ulteriori indici più sofisticati utilizzati nel modello, non mostra un incremento nei periodi successivi alla privatizzazione. Inoltre il confronto orizzontale dei dati raccolti dal campione evidenzia una sostanziale diminuzione del ROA sia nell'anno successivo alla privatizzazione, sia nel periodo t+3, a distanza cioè di 3 anni dal delisting. Il livello di indebitamento precedente al delisting sembrerebbe influire negativamente sul futuro risultato operativo, tuttavia nessuna delle variabili esplicative utilizzate per spiegare il risultato operativo nell'analisi di regressione, è risultata significativa nel lungo periodo (t+3).

Sicuramente la scelta di aver selezionato due modelli particolari dalla letteratura indebolisce i risultati ottenuti perché obbliga a considerare le conclusioni tratte come circoscritte ai casi specifici presi in considerazione. Se si considerassero i risultati ottenuti come assoluti, si rischierebbe di allargarli ingiustificatamente ad altre società o mercati, magari effettivamente estranei a questo genere di correlazioni.

D'altro canto però, la scelta fatta ha permesso un approfondimento decisamente superiore dei modelli trattati, permettendo di entrare nelle specificità delle analisi e seguendo un metodo per molti aspetti scientifico. Presentare due modelli e analizzarne la composizione ha consentito infatti di testare le ipotesi specifiche presentate nell'elaborato, capendo le variabili inserite nel modello e le misure che gli autori hanno deciso di utilizzare, adattando quindi il modello alle ipotesi. Al contrario, la presentazione di un numero più ampio di paper avrebbe probabilmente messo in luce risultati più significativi, pagando però il prezzo di non approfondire abbastanza la relazione tra ipotesi illustrate nell'elaborato e variabili contenute nei modelli. Si può dire quindi di aver fatto una "scelta di campo", col fine di massimizzare la coerenza del lavoro e la sua analiticità.

BIBLIOGRAFIA

BANCEL, F., MITTOO, U.R., 2009, Why Do Europeans Firms Go Public?, *European Financial Management*, Vol. 15, No. 4, 2009, pp. 844–884.

BOUBAKER, S., CELLIER, A., ROUATBI W., 2014, The sources of shareholder wealth gains from going private transactions: The role of controlling shareholders, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 43 (2014), pp. 226–246.

CROCI, E., DEL GIUDICE, A., 2014, Delisting, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe, *European Financial Management*, Vol. 20, No. 2, pp. 374–405.

DANOVI, A., BETTINELLI, C., FABRIZI, E., 2011, *Going private in Italy. Characteristics and motivations of PtP transactions.*

DEANGELO, H., DEANGELO, L., RICE, E.M., 1984, Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth, *The Journal of Law & Economics*, Vol. 27, No. 2, pp. 367- 40, The University of Chicago Press.

DOIDGE, C., KAROLYI, G.A., STULZ, R.M., 2015, *The US listing gap*, Cambridge, NBER Working Paper No. 21181.

JENSEN, M.C., 1986. Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76 (2), 323-329.

GERANIO, M., 2004, *I delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze*, Milano.

GERANIO, M., ZANOTTI, G., 2015, *Equity markets don't fit all companies: An analysis on public-to-private deals in continental Europe.*

GUO, S., HOTCHKISS, E.S., SONG, W., 2011, Do Buyouts (still) create value? *The Journal of Finance*, Vol. 66 No. 2, pp. 479-517.

MARTINEZ, I., SERVE S., 2017, Reason for delisting and consequences: a literature review and research agenda, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 31, No. 3, pp. 733-770.

PICCO, F., PONZIANI, V., TROVATORE, G., VENTORUZZO, M., 2021, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019*, CONSOB.

POUR, E.K., LASFER, M., 2013. Why do companies delist voluntary from the stock market? *Journal of Banking and Finance*, 37, 4850-4860.

RENNEBOOG, L., SIMONS, T., 2005. Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs, IBOs. ECGI Finance Working Paper N.94/2005.

RENNEBOOG, L., SIMONS, T., WRIGHT, M., 2007. Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation. *Journal of Corporate Finance*, 13 (4), 591-628.

TUTINO, M., PANETTA, I.C., LAGHI, E., 2012, *All you need is cash? Empirical evidence on key factors in delisting process in Italy*, 3rd Annual International Conference on Accounting and Finance.

YUNG, C., COLAK, G., WANG, W., 2008, Cycles in the IPO market, *Journal of Financial Economics*, No: 89 (2008), pp. 192– 208.