



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

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"IPO E I CONFLITTI DI INTERESSE O RELATED PARTY
TRANSACTIONS: CASO FERRARI"**

RELATORE:

CH.MO PROF. AMEDEO PUGLIESE

LAUREANDO/A: GIOVANNI SAMBUGARO

MATRICOLA N. 1136072

ANNO ACCADEMICO 2018-2019

Il/La candidato/a, sottoponendo il presente lavoro, dichiara, sotto la propria personale responsabilità, che il lavoro è originale e che non è stato già sottoposto, in tutto o in parte, dal/dalla candidato/a o da altri soggetti, in altre Università italiane o straniere ai fini del conseguimento di un titolo accademico. Il/La candidato/a dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati ai fini della predisposizione dell'elaborato sono stati opportunamente citati nel testo e riportati nella sezione finale 'Riferimenti bibliografici' e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo al documento originale"

INDICE

INTRODUZIONE:	pag 4
CAP 1 LE INITIAL PUBLIC OFFERINGS (IPO) DELLE IMPRESE	pag 7
Par1.1: LE IPO NELLA LETTERATURA AZIENDALE	pag 7
Par1.2: SCELTA DEL MERCATO E REQUISITI	pag 9
Par1.3: PROCEDURA DI UNA IPO	pag 15
Par1.4: CROSS LISTING	pag 17
CAP 2 IL RISCHIO POSTO DALLE RELATED PARTY TRANSACTIONS	pag 21
Par2.1: COSA E QUALI SONO LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE	pag 21
Par2.2: REGOLAMENTAZIONE ITALIANA DELLE OPC	pag 24
CAP 3 CASO FERRARI	pag 27
Par3.2: L'IPO DI FERRARI	pag 27
Par3.3: RELATED PARTY TRANSACTIONS DI FERRARI	pag 29
Par3.4: PRIMA E DOPO LA QUOTAZIONE	pag 30
CONCLUSIONI	Pag 36
BIBLIOGRAFIA	pag 38

INTRODUZIONE

La scelta di quotarsi per un'azienda è una decisione difficile che deve essere ben ponderata. Questo documento si occuperà di un caso particolare e molto rilevante, quello dell'IPO¹ emessa da Ferrari. Il caso risulta interessante perché oltre ad essere protagonista un'azienda di enorme valore, dà l'occasione di analizzare una serie di decisioni e di vicissitudini che hanno caratterizzato la vicenda. Infatti Ferrari ha optato per una quotazione multipla alla Borsa di New York e alla Borsa di Milano, e quindi ad una operazione di cross listing che può permettere una maggiore raccolta di capitali. Questo caso dà l'opportunità di analizzare i conflitti di interesse o *related party transactions*² che possono emergere da un'IPO e spin off di un'azienda. Infatti l'azienda contestualmente all'IPO si è anche scissa da FCA e ciò fa venire alla luce una serie di r.p.t., che l'impresa è tenuta a pubblicare agli investitori. Il rischio è quello dell'espropriazione degli azionisti di minoranza, cioè nell'abuso dei poteri degli azionisti di maggioranza allo scopo di deviare le ricchezze aziendali a danno delle *minorities*³. Lo scopo di questa tesi è quello di comprendere approfonditamente le motivazioni che hanno spinto Ferrari a lanciare un'IPO sul mercato, dato che comunque l'azienda stava godendo di buona salute e poteva sembrare una mossa azzardata. Seguirò un approccio che partendo dall'analisi generale, in cui descrivo il fenomeno comune, arriva ad analizzare il caso in questione; questo in modo da riuscire a contestualizzare la vicenda e averne una visione più chiara.

Il lavoro pertanto sarà suddiviso in tre capitoli, di cui i primi due saranno di descrizione generale degli eventi di cui discuterò (IPO, cross listing, *related party transactions*.), mentre nell'ultimo capitolo andrò a parlare di essi in riferimento al caso Ferrari.

Nel primo capitolo verrà data una breve definizione di IPO e delle motivazioni che stanno dietro a questa scelta. Saranno descritti gli step necessari per immettere un' IPO sul mercato e verranno descritti i vantaggi che questa operazione consente di ottenere, in termini di reperimento di capitale e di pubblicità dell'azienda. Saranno analizzati anche gli svantaggi, dati i costi elevati per iniziare una procedura della complessità di questo tipo; infatti l'azienda si affiderà probabilmente a dei consulenti e a degli intermediari per completare questa operazione. Ci sono poi tutta una serie di oneri informativi che devono essere trasmessi ai possibili investitori per poter venire quotati. Sarà analizzato infine l'aspetto del cross listing, le sue motivazioni e i vantaggi che può portare, oltre che i costi. Quotarsi in più Borse può infatti aumentare la visibilità e la capacità di reperire capitali, però spesso ogni Paese ha una

¹ IPO acronimo di initial public offert.

² Il termine potrà essere trovato nella forma abbreviata r.p.t.

³ Quote di capitale degli azionisti di minoranza (Glossario Borsa Italiana).

propria regolamentazione, e in particolare sarà interessante osservare i requisiti richiesti dalla Borsa di Milano dove si è quotata per la seconda volta Ferrari.

Nel secondo capitolo verrà trattato il tema delle related party transactions. Sarà interessante dare inizialmente una panoramica generale riguardo a che cosa consistono e ai possibili danni che possono creare se frutto di relazioni non genuine, in cui vengono compiuti gli interessi di pochi soggetti. Verranno citati alcuni casi aziendali negativi per dare l'idea delle conseguenze che possono portare. Si passerà ad osservare in particolare quali sono le conseguenze per gli azionisti di minoranza, in quanto sono la categoria con meno poteri e possono subire le azioni a favore degli azionisti di maggioranza. Ci si occuperà infine della regolamentazione in Italia riguardo a questo tema.

Nel terzo capitolo sarà studiato il caso Ferrari. Verranno inizialmente descritte le motivazioni che hanno spinto Ferrari alla quotazione, mettendo in luce i vantaggi che le ha consentito di ottenere in termini di opportunità di investimento e di visibilità.

Saranno descritte successivamente le related party transactions che si sono venute a formare in seguito all'IPO con annesso spin off da FCA. Sarà interessante infatti osservare gli intrecci tra queste due società, data la condivisione di parte del management e della proprietà. Infine sarà valutata la convenienza di questa operazione confrontando dai bilanci dell'azienda i risultati economico-finanziari degli anni precedenti e successivi all'IPO, in modo da trarre delle conclusioni oggettive a questo caso.

CAPITOLO 1:

LE INITIAL PUBLIC OFFERINGS (IPO) DELLE IMPRESE

1.1 LE IPO NELLA LETTERATURA AZIENDALE

Per Initial Public offering(IPO) si intende una “particolare tipologia di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione finalizzata all'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato”(Glossario Borsa Italiana). Esistono tre diverse tipologie di IPO: OPS(offerta pubblica di sottoscrizione), OPV(offerta pubblica di vendita) e OPVS(offerta pubblica di vendita e sottoscrizione).

Per OPS si intende la collocazione sul mercato primario⁴ di nuove azioni; per OPV invece sono gli azionisti a vendere le azioni di loro proprietà; per OPVS si intende infine un'operazione congiunta di OPS e OPV in cui vengono sia lanciate sul mercato nuove azioni, sia venduta una parte in possesso agli azionisti. La differenza sta nel fatto che attraverso la sottoscrizione di nuove azioni si ha una raccolta di nuovo capitale disponibile per l'azienda emittente, mentre con un'offerta pubblica di vendita si ha solo un cambio di parte della proprietà, poiché non sono state immesse nuove azioni e sono gli offerenti a raccogliere la liquidità.

La scelta di lanciare un'IPO sul mercato è una decisione che deve essere ben ponderata da parte dell'azienda perché comporta sia una serie di costi che di benefici. I costi indicati da Pagano (1986) che l'impresa deve sostenere sono:

- Selezione avversa: i possibili acquirenti delle azioni emesse attraverso un'IPO non conoscono perfettamente il valore dell'azienda che vuole quotarsi, essendo esterni ad essa. Questo può causare il fenomeno dell'underpricing, cioè dell'emissione di azioni ad un prezzo inferiore a quello del loro reale valore (Rock, 1986). Nel suo scritto *Winners's Curse* Rock distingue due categorie di investitori, gli investitori informati e i non informati. Se l'azienda emettesse azioni con un prezzo di emissione maggiore del proprio valore, solo i non informati potrebbero acquistarle, non conoscendo precisamente il loro valore; di conseguenza questo porterebbe gli investitori non informati ad abbandonare il mercato. La domanda risulterebbe però troppo bassa essendo composta solo dagli investitori informati. Pertanto l'azienda emittente preferirà assegnare un prezzo alle azioni inferiore al valore di mercato(underpricing), così da attrarre entrambe le categorie.
- Costi fissi dovuti alle spese e tasse per completare un'operazione di tale portata; questi costi non crescono proporzionalmente con il crescere della dimensione dell'azienda, e per questo motivo aziende più piccole, con una minore disponibilità

⁴ Mercato in cui ha luogo l'offerta di titoli di nuova emissione (Glossario Borsa Italiana)

economica, avranno una difficoltà maggiore a quotarsi e pertanto una probabilità minore di effettuare questa operazione (Ritter, 1987).

- Mancanza di riservatezza: essa è dovuta al timore di rivelare informazioni importanti riguardo al proprio business a causa degli obblighi informativi che comporta un'IPO. Inoltre le aziende che si quotano sono esposte ad un maggior controllo delle autorità per l'aspetto legale e della tassazione (Pagano, 1986).

I benefici individuati da Pagano sono invece:

- Fonte di finanziamento alternativa al capitale di debito: probabilmente risulta la ragione principale del lancio di un'IPO. Infatti permette di raccogliere una quantità ingente di risorse dal mercato, particolarmente appetibili per quelle aziende che hanno intenzione di compiere grossi investimenti nel periodo seguente.
- Maggiore potere contrattuale verso le banche: guadagnando una fonte alternativa di finanziamento rispetto al debito bancario, le imprese che si quotano riescono ad abbassare la loro "dipendenza" da esse, riuscendo oltre che a ottenere una grande fonte di capitale, ad abbassare il costo del debito (Rajan, 1992).
- Possibilità agli azionisti di investire e disinvestire più facilmente, oltre che di diversificare il proprio portafoglio: attraverso la quotazione l'azionista può infatti vendere le proprie azioni in Borsa, con costi di transazione minori rispetto all'analogia situazione di una società privata, in cui deve attivarsi autonomamente e andare alla ricerca di una controparte interessata. Inoltre gli azionisti della società hanno la possibilità di diversificare il proprio portafoglio in maniera diretta o indiretta. La prima è ottenuta disinvestendo dalla società e investendo in altri asset in maniera agevole; la seconda investendo i capitali raccolti dall'IPO in partecipazioni di altre aziende. Detto ciò, da aziende maggiormente rischiose, dovremmo aspettarci una maggiore probabilità di quotazione (Pagano, 1986).
- Monitoraggio: la quotazione in borsa provvede ad accrescere la responsabilità dei manager dell'azienda, sia creando il pericolo di scalate ostili, sia sottoponendo al giudizio del mercato le decisioni manageriali. Per scalate ostili si intende l'acquisto da parte di un soggetto esterno di quote della società, ai fini di assumerne il controllo. Un forte incentivo potrebbe appunto derivare dalla presenza di un'azienda poco valorizzata dal management in carica, che offre l'occasione di prendere il controllo della società ad un costo basso, data la sua svalutazione, così da sostituirne il management con soggetti più adeguati e conferirle il valore che si merita. Inoltre si ha l'opportunità di creare dei parametri con cui controllare l'operato dei manager, come attraverso l'indicizzazione del salario al valore delle azioni in Borsa o attraverso l'offerta di azioni proprie (Holmström and Tirole, 1993; Schipper and Smith, 1986).
- Conoscibilità dell'azienda: la quotazione dell'impresa è un evento che ne pubblicizza il nome e la rende conoscibile ad una vasta platea di investitori che precedentemente potevano non essere a conoscenza della sua esistenza (Merton, 1987).
- Cambio di controllo: l'IPO può essere uno step per massimizzare il valore di vendita della propria azienda. Infatti attraverso la quotazione il proprietario può modificare la proporzione tra azioni con diritto di voto e senza. Poiché il mercato delle azioni con diritto di voto non è perfettamente competitivo come quello delle azioni individuali, in quanto solo pochi individui sono interessati ad averi poteri di controllo in un'azienda,

questa modifica delle proporzioni consente di estrarre un maggior surplus dal potenziale acquirente dell'azienda (Zingales, 1995).

- Finestra di opportunità: se ci sono dei periodi in cui aziende simili alla propria sono sopravvalutate dal mercato, questo potrebbe essere il momento giusto per quotarsi e raccogliere una grande quantità di capitali (Ritter, 1991).

1.2 SCELTA DEL MERCATO E REQUISITI

Prima di procedere con la quotazione per un'azienda è importante scegliere il mercato più appropriato, in conformità ai propri obiettivi e alle proprie caratteristiche. Innanzitutto dovrà valutare in quale Paese quotarsi; Pagano(2002) afferma l'importanza della localizzazione geografica per trovare un mercato che possa offrire le migliori opportunità di quotazione in termini di: regolamentazione, reputazione, interesse per la propria offerta di prodotti e servizi, costi, possibilità di raccolta di capitali. Dopo questo punto, dovrà valutare in quale tipologia di mercato chiedere la possibilità di essere ammessa, considerando le sue caratteristiche in termini di dimensioni, settore di riferimento, margini di crescita, posizione di mercato. Si possono individuare due macro-tipologie di imprese che caratterizzano il mercato: le Value Stock e le High Growth Stock (Borsa Italiana, 2001).Le Value Stock sono società già affermate nel mercato, presenti in settori tradizionali, in grado di produrre utili e con una tendenza a procedere attraverso attività di acquisizioni e fusioni. Le High Growth Stock invece sono aziende di recente costituzione e con un elevato potenziale di crescita, presenti in settori tecnologici e che hanno un elevato bisogno di finanziamenti per procedere nel loro piano di sviluppo.

Iosio (2011) individua tre ambiti di attività in cui la società dovrà intervenire per essere ammessa alla quotazione:

- aziendale: rispetto dei requisiti formali e sostanziali richiesti per la quotazione, i quali verranno approfonditi in questo paragrafo;
- strategico-manageriale: stesura di un piano industriale, adozione di metodologie di previsione dei risultati aziendali futuri e di sistemi di reporting delle attività. Questo allo scopo di responsabilizzare l'azienda per i risultati ottenuti e per incentivarla nell'assunzione di processi efficienti ed efficaci;
- statutario-governativo: conformità alle disposizioni del Testo Unico della Finanza (TUF), e ai principi di best practise di corporate governance predisposti dal codice di autodisciplina di Borsa Italiana. Un esempio può essere l'allineamento delle maggioranze assembleari con i livelli stabiliti dalla normativa (art 126 TUF).

I principali mercati offerti da Borsa Italiana sono MTA e AIM Italia (www.borsaitaliana.it) e la possibilità di ammissione è subordinata al rispetto congiunto di requisiti formali e sostanziali. Per requisiti formali si intendono le caratteristiche tecniche specifiche che l'emittente deve possedere in modo da garantire la tutela del mercato; si tratta ad esempio dei requisiti relativi alla certificazione del bilancio, alla governance, alla capitalizzazione e al flottante. Tra i requisiti formali di ammissione è compreso la pubblicazione e il deposito dei

bilanci degli ultimi tre esercizi annuali, di cui uno almeno corredato da un giudizio della società di revisione. I requisiti sostanziali si riferiscono invece alle qualità dell'azienda in termini di prospettive di crescita, bontà dei processi e trasparenza. Essi sono: l'orientamento alla creazione del valore, il possesso di una strategia chiara che venga illustrata nel piano industriale da consegnare, un buon posizionamento competitivo sul mercato, una struttura finanziaria equilibrata, una marginalità dei ricavi in crescita, un'autonomia gestionale, un'organizzazione manageriale dell'azienda (Glossario Borsa Italiana). Tutti questi requisiti rappresentano dei costi, per questo la società dovrà valutare attentamente la convenienza della quotazione.

Il mercato MTA si rivolge principalmente alle imprese di media e grande capitalizzazione, alla ricerca di risorse per finanziare un progetto di crescita. Al suo interno si trova inoltre il segmento STAR dedicato alle società che rispettino requisiti di eccellenza in termini di liquidità, trasparenza informativa e corporate governance. Le aziende quotate nel mercato MTA sono rappresentate da una serie di indici FTSE, suddivisi per caratteristiche e dimensioni delle imprese prese in considerazione da esso. Essi permettono di misurare le performance dei principali settori industriali e segmenti di mercato. Essi sono (www.borsaitaliana.it):

- FTSE Italia All-Share : rappresenta i titoli delle società appartenenti agli indici FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap ed FTSE Italia Small Cap;
- FTSE MIB : misura le prestazioni dei primi 40 titoli italiani per dimensione e liquidità;
- FTSE Italia Mid Cap : rappresenta i 60 titoli delle società con maggior capitalizzazione, escludendo i componenti del FTSE MIB;
- FTSE Italia Small Cap : è composto dalle altre azioni, al di fuori dell'indice FTSE MIB e del FTSE Italia Mid Cap, che rispettano requisiti minimi di liquidità e flottante.
- FTSE Italia Micro Cap : tutte le azioni non rappresentate dall'Indice FTSE Italia All-Share per carenza di liquidità;
- FTSE Italia STAR : rappresenta le società appartenenti al segmento STAR. Contemporaneamente le società STAR fanno parte anche degli altri indici, a seconda della loro dimensione e liquidità;
- Indici settoriali : le società sono comprese anche in indici settoriali, a seconda della loro attività;

Tra i requisiti formali per essere ammessi al mercato MTA ci sono il possesso di una capitalizzazione minima di 40 milioni di euro e di un flottante di almeno il 25% (35% per le STAR), mentre per i requisiti sostanziali vengono richiesti: una chiara visione strategica, un buon posizionamento competitivo, la sostenibilità finanziaria e l'autonomia gestionale. Una visione più completa dei requisiti è disponibile alle tab. 1.1 e 1.2.

Il mercato AIM Italia è invece dedicato alle PMI dinamiche e competitive in cerca di attrarre capitali per sostenere un piano di crescita e sviluppo. AIM Italia è rivolta principalmente a investitori e a classi di operatori che adottano orizzonti di investimento di medio periodo quali (Lambiase, 2016): investitori istituzionali, investitori professionali, family office⁵, private bankers⁶. Viene offerto un percorso semplificato con requisiti minimi in modo che start up con idee ambiziose possano essere finanziate. La semplificazione è permessa grazie a diverse agevolazione, tra cui (Borsa Italiana, 2018):

- Flessibilità regolamentare: il percorso di quotazione risulta semplificato e i tempi di realizzo sono ridotti;
- Burocrazia ridotta: non è richiesto il Prospetto Informativo, documento che sarà ripreso nel paragrafo successivo;
- Semplicità di accesso: non è richiesto un numero di anni di esistenza o una capitalizzazione minima della società

Si tratta di un mercato molto importante per l'Italia, in quanto le PMI forniscono i due terzi circa del valore aggiunto dell'intero settore (il secondo a livello europeo) e quasi l'80% degli occupati (Borsa Italiana, 2013).

⁵ strutture indipendenti, organizzate per fornire soluzioni integrate ad un patrimonio aziendale o familiare (Milano Finanza, 2017).

⁶ consulente economico/finanziario che assiste il cliente nella scelta delle migliori soluzioni finalizzate alla valorizzazione del patrimonio del cliente (Advisor Online).

	MTA		AIM Italia
	STANDARD	STAR	
Flottante	25%	35%	10%
Bilanci certificati	3	3	1 (se esistente)
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani o internazionali
Offerta	Istituzionale / retail	Istituzionale / retail	Principalmente istituzionale - Min 5 Investitori Istituzionali che coprono il 10% del flottante
Altri documenti	Prospetto informativo	Prospetto informativo	Documento di ammissione
	SCG	SCG	
	Piano Industriale	Piano Industriale	
Market cap (€)	Min €40 mil	Min €40 mil – Max 1 bn	Nessun requisito formale
CDA (n. indipendenti)	Raccomandato (codice di corporate governance)	Obbligatorio (N. nel Regolamento)	Nessun requisito formale
Comitato Controllo e Rischi	Raccomandato (codice di corporate governance)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Comitato Remunerazione	Raccomandato (codice di corporate governance)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Incentivi al Top Management	Raccomandato (codice di corporate governance)	Obbligatorio (remunerazione legata a performance)	Nessun requisito formale
Investor Relator	Raccomandato	Obbligatorio	Non obbligatorio
Sito web	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale Advisor	Sponsor/Global Coordinator	Sponsor/Global Coordinator	Nomad

Tab. 1.1 Requisiti formali in fase di IPO. Confronto dei mercati. Fonte: Borsa Italiana. [Ultimo accesso: 12-08-2019].

	MTA		AIM Italia
	Standard	Segmento STAR	
Corporate Governance	Comply or explain	Parzialmente obbligatorio	Facoltativo
Specialist	Facoltativo (liquidity provider)	Obbligatorio (liquidity provider / 2 ricerche / incontri con investitori)	Obbligatorio (liquidity provider)
Disclosure	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (TUF e Regolamento Emittenti)	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (TUF e Regolamento Emittenti)	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (Regolamento AIM)
Related parties	Procedure e obblighi informativi	Procedure e obblighi informativi	Procedure semplificate e obblighi informativi
Quarterly data	Non obbligatorio	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre	Non obbligatorio
Half year data	Sì – entro 90 giorni da chiusura semestre	Sì – entro 60 giorni da chiusura semestre	Sì – entro 3 mesi da chiusura semestre
Annual report	Sì – pubblicazione entro 120 giorni da chiusura esercizio	Sì – se entro 90 giorni da chiusura esercizio no IV trimestrale	Sì – pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio

Tab 1.2 Requisiti formali post IPO. Confronto dei mercati. Fonte: Borsa Italiana. [Ultimo accesso: 12-08-2019].

1.3 PROCEDURA DI UNA IPO

Prima di procedere con l'analisi delle varie fasi che compongono un processo di IPO, verrà stilata una lista dei soggetti coinvolti. Infatti un'IPO risulta un'operazione complessa e ha bisogno di varie figure chiave che si adoperino nelle varie fasi per la buona riuscita dell'operazione. Questi attori verranno descritti brevemente e ripresi in seguito durante la descrizione delle varie fasi. I soggetti coinvolti secondo Borsa Italiana(2001) sono:

- Lo sponsor: intermediario finanziario che accompagna l'azienda lungo tutto il processo di quotazione, facendosi garante nei confronti del mercato della qualità dell'investimento e agevolando i contatti con analisti e investitori(Borsa Italiana, 2011). Possono svolgere attività di sponsor le banche, le SIM (Società di intermediazione mobiliare) , le imprese di investimento autorizzate (Glossario Borsa Italiana). Lo sponsor svolge anche alcune funzioni successive all'ammissione a quotazione; si deve infatti impegnare a pubblicare almeno due analisi finanziarie all'anno sulla società, e brevi analisi in occasione di eventi di rilievo straordinario per la società, nonché ad organizzare incontri tra il management della società e la comunità finanziaria almeno due volte l'anno. (Glossario Borsa Italiana).
- Coordinatore globale: figura che può coincidere con quella dello sponsor, svolge un ruolo di consulenza e coordinamento dei rapporti tra l'emittente, la società di gestione del mercato e l'autorità di vigilanza (Consob). Si occupa inoltre di una stesura iniziale della fattibilità dell'operazione e data la sua funzione di mediatore è presente in tutte le fasi della quotazione che verranno descritte in seguito (Glossario Borsa Italiana).
- Consulente finanziario: figura che assiste l'impresa nel processo di quotazione, nei casi in cui data la complessità dell'operazione, la società non sia in grado di seguire autonomamente tutte le fasi. Può consigliare la società nella scelta dei soggetti da cui farsi affiancare durante la quotazione(sponsor, global coordinator, legali, società di comunicazione), mettendoli eventualmente in competizione tra loro. Si occupa anche di coordinare i rapporti tra società e consulenti, di supportare la società nella redazione del business plan, e di tutti i documenti utili alla quotazione (Glossario Borsa Italiana).
- Società di revisione: è responsabile per la revisione dei bilanci ai fini del collocamento (Borsa Italiana, 2001).
- Studio legale: assiste la società nella redazione del prospetto informativo, negli adeguamenti statutari, negli adempimenti legali, nei contratti di sottoscrizione delle azioni, nelle legal opinion (Borsa Italiana, 2001).
- Consulente di comunicazione: comunica al mercato la possibilità di investimento nel titolo, massimizzando l'immagine della società agli occhi dei possibili investitori, e gestendo la comunicazione con gli organi di informazioni esterni. (Borsa Italiana, 2001).
- Consulente fiscale: si occupa di ottimizzare la leva fiscale per la società (Borsa Italiana, 2001).

Gli organi istituzionali sono:

- Borsa Italiana: si occupa di fornire supporto e informazioni a emittenti, intermediari e investitori, svolge l'analisi per l'ammissione a quotazione, gestisce l'informativa e le operazioni societarie, vigila sul mercato e tutela gli investitori. (Borsa Italiana, 2001).
- Consob: vigila e controlla le società presenti sul mercato, rilascia il nulla osta che autorizza la pubblicazione del prospetto informativo funzionale all'offerta. (Borsa Italiana, 2001).
- Montetitoli: società che si occupa della gestione accentrata dei titoli (Borsa Italiana, 2001).

Per quanto riguarda la procedura essa prevede un tempo minimo stimato di 4 mesi (Borsa Italiana, 2001). Essa può essere suddivisa in tre fasi principali: la fase iniziale di fattibilità della quotazione e di domanda della quotazione, la fase intermedia di analisi dei requisiti per la quotazione e di premarketing, la fase finale di determinazione del prezzo e di lancio dell'IPO.

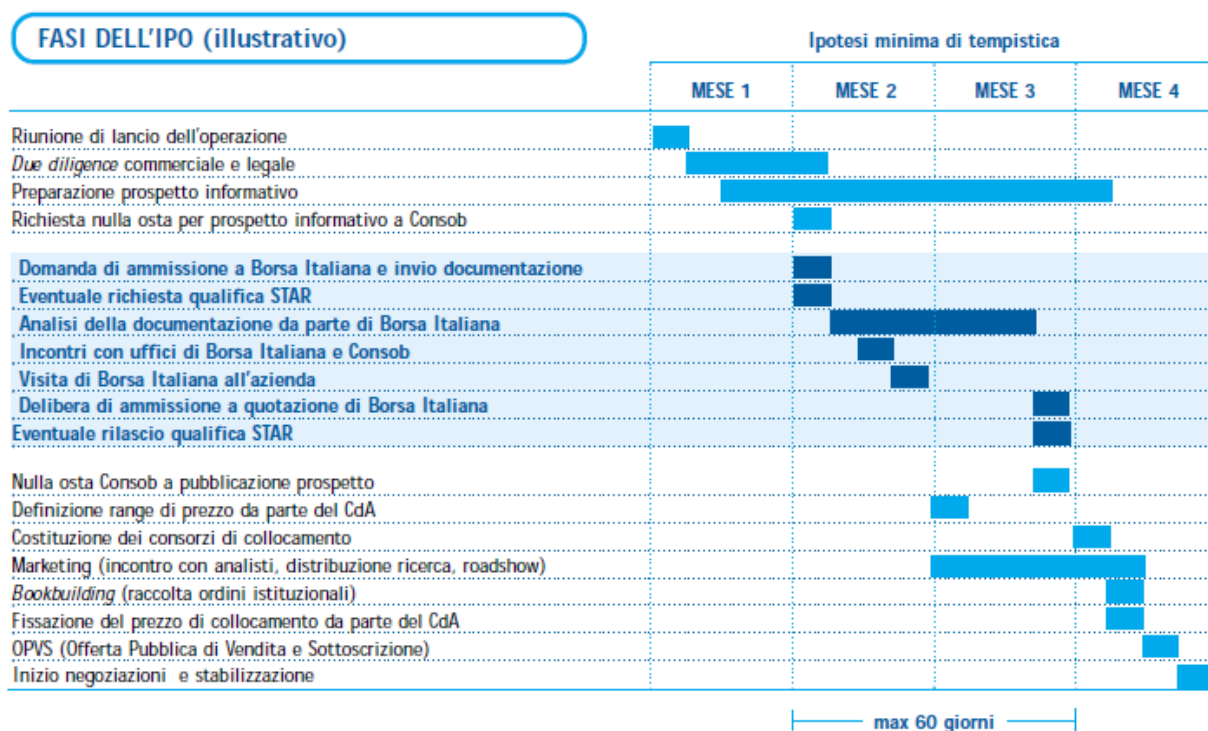


Fig. 1 Fasi del processo di IPO. Fonte: Borsa Italiana.

Fase iniziale di fattibilità della quotazione e di domanda della quotazione

Inizialmente è prevista la delibera del consiglio di amministrazione e la nomina dei consulenti che affiancheranno la società nell'operazione, quali lo sponsor, il consulente legale, la società di revisione e tutte le figure precedentemente menzionate. Successivamente, nella riunione di lancio dell'operazione, il management della società con i consulenti incaricati definiscono insieme i passaggi e le tempistiche della procedura. Nel processo di due diligence economico-finanziaria e legale, in particolare, lo sponsor e i consulenti analizzano la fattibilità della quotazione attraverso lo studio dei fattori critici e di successo della società (Borsa Italiana,

2001). In questa fase viene inoltre iniziata la stesura del progetto informativo. Si tratta del documento che sollecita il mercato ad investire nella società; in esso vengono fornite tutte le informazioni riguardo la società e la struttura dell'offerta globale, affinché gli investitori abbiano ben chiara la situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa, e possano fare una scelta consapevole (Glossario Borsa Italiana). La versione definitiva del prospetto informativo deve venire approvato dalla Consob che rilascia il nullaosta per la quotazione della società.

Fase intermedia di analisi dei requisiti per la quotazione e di premarketing

Entro i successivi due mesi Borsa Italiana deve approvare o rigettare la domanda di quotazione, dandone contestuale informazione alla Consob. Se la domanda viene approvata, la società si appresta a pubblicare e a distribuire il rapporto di ricerca sul titolo agli azionisti. In esso viene presentata un'analisi accurata dell'azienda, una presentazione dell'offerta e una descrizione dettagliata delle metodologie di valutazione adottate (Borsa Italiana, 2001). In seguito a ciò il coordinatore globale costituisce un consorzio con altre banche (consorzio di collocamento) con lo scopo di raccogliere le manifestazioni di interesse da istituzioni e brokers e determinare il numero di azioni da emettere. Nella fase successiva di pre-marketing gli analisti del consorzio di collocamento incontrano informalmente gli investitori interessati e presentano loro l'azienda attraverso il rapporto di ricerca effettuato precedentemente. Contestualmente viene stilata una prima idea di prezzo delle azioni. Inoltre i potenziali investitori hanno la possibilità di manifestare dubbi e perplessità. Lo stage seguente è il roadshow, nel quale la società vuole aumentare l'interesse presso i propri potenziali investitori attraverso la partecipazione a incontri organizzati nei maggiori centri finanziari internazionali, dove poter ancora una volta distribuire informazioni utili.

Fase finale di determinazione del prezzo e di lancio dell'IPO

Si arriva dunque al bookbuilding, in cui i potenziali investitori istituzionali comunicano la quantità di titoli che intendono acquistare insieme al prezzo di offerta, e sulla base della domanda raccolta, viene fissato il prezzo di collocamento. La scelta del prezzo segue due stage: un primo in cui l'assemblea fissa un intervallo abbastanza ampio che potrà essere poi ristretto dal consiglio di amministrazione in seguito alle condizioni del mercato; un secondo, precedentemente citato, dove in base ai risultati del bookbuilding viene determinato il prezzo. Durante il primo giorno di quotazioni si viene a determinare infine il prezzo di mercato del titolo, che oscillerà fino a stabilizzarsi nell'arco di circa 30 giorni (Borsa Italiana, 2001).

1.4 CROSS LISTING

Per cross listing si intende il fenomeno attraverso il quale una società si quota in più mercati. Questa scelta comporta diversi benefici, ma anche dei maggiori costi, che andrò ad analizzare per comprendere quali sono le variabili che una società prende in considerazione per compiere questa scelta. Pagano (2002) individua tre fattori che le aziende devono valutare per intraprendere questa scelta: i benefici finanziari ottenibili da questa operazione, la possibilità di rafforzamento della propria posizione competitiva, i costi di quotazione. Verrà mantenuta questa suddivisione andando ad approfondire in ordine questi tre punti.

Benefici finanziari

Per quanto riguarda i benefici finanziari ottenibili, questi sono:

- **Raccolta di capitali:** viene aumentata la possibilità di raccolta di capitali, ampliando il mercato a disposizione. Risulta una scelta particolarmente vantaggiosa in caso di necessità di importanti finanziamenti per investimenti futuri (Pagano, 2002).
- **Possibilità di disinvestimento:** attraverso una quotazione in un mercato estero, il valore delle quota in possesso può incrementare, rendendo più proficuo il disinvestimento (Pagano, 2002).
- **Riduzioni delle barriere per investitori esteri:** ampliare la clientela per le azioni della società comporta una migliore condivisione del rischio e conduce quindi ad una riduzione del costo del capitale per l'azienda (Pagano, 2002). Infatti viene ampliata la platea di investitori potenziali, dando loro la possibilità di inserire le azioni della società nel proprio portafoglio, in modo da ampliarlo e diminuirne il rischio. Il cross listing inoltre può mitigare la segmentazione del mercato attraverso tre modi: abbassando le barriere legislative tra paesi; abbassando i costi di transazione, come ad esempio il costo di conversione dei dividendi esteri in valuta domestica; raggiungendo i potenziali investitori disinformati (Pagano, 2002). Per quanto riguarda quest'ultimo fattore, la quotazione in un mercato estero infatti rappresenta un importatane evento, anche dal punto di vista pubblicitario, che consente di raccogliere l'attenzione degli organi di informazione.
- **Competenza degli analisti del Paese di quotazione:** la presenza di analisti con una conoscenza approfondita del settore in cui l'azienda opera, può ridurre le asimmetrie con il mercato primario e conseguentemente dare la possibilità di raccogliere un' elevata quantità di capitale dagli investitori (Pagano, 2002). Infatti avendo a disposizione informazioni più complete ed affidabili sull'opportunità di investimento a disposizione, saranno maggiormente propensi ad investire, consapevoli che la valutazione dei titoli emessi sia prossima al loro valore effettivo.
- **Adesione ad elevati corporate governance standards:** quotarsi in un Paese in cui sono in vigore rigorosi standard legislativi e informativi, che tutelino l'azionista e tutti gli stakeholders, segnala un'azienda ideale in cui investire. Pertanto aderire ad uno scrupoloso sistema normativo permette di abbassare il costo del capitale per la società (Pagano, 2002).
- **Liquidità:** alcune mercati sono migliori di altri nella produzione di liquidità, ad esempio perché caratterizzati da una superiore microstruttura (Pagano, 2002). Per microstruttura si intende il complesso di regole che governano il processo di quotazione (Borsa Italiana, 2006). Grazie a ciò è quindi possibile riscontrare una maggiore domanda e offerta di titoli.
- **Sopravvalutazione/sottovalutazione mercato:** le imprese potrebbero essere portate a quotarsi in un mercato estero, a causa di una possibile momentanea sopravvalutazione delle azione del loro settore di riferimento in quel mercato, oppure da una sottovalutazione in corso nel loro mercato domestico (Pagano, 2002).
- **Reputazione dell'azienda nel mercato di quotazione:** le imprese potrebbero trovare più vantaggioso quotarsi in mercati dove gli investitori conoscano già il loro brand, e

hanno fiducia in esso, trovando una maggiore disponibilità ad investire nelle loro azioni (Pagano, 2002).

Rafforzamento della posizione competitiva

Per quanto riguarda invece la possibilità di rafforzamento della propria posizione competitiva, la quotazione in un altro mercato può essere intesa come un segnale che certifica la qualità dei prodotti/servizi offerti dall'azienda (Pagano, 2002). Può quindi essere vista come una strategia di marketing che consente di catturare una più larga quota di mercato e ad accrescere i propri profitti.

Costi di cross listing

L'ultimo fattore da considerare sono i costi, che possono essere suddivisi in diretti ed in indiretti. I primi si riferiscono alle tariffe da pagare per poter essere ammessi alla Borsa e ai costi da sostenere per pagare tutti quei consulenti ed organi esterni di cui si è avvalsa la società per la quotazione. I costi più rilevanti individuati da Pagano(2002) sono però quelli indiretti, che si riferiscono alle spese per adeguarsi agli standards nazionali e al rischio di procedure legali, dato che probabilmente attraverso la quotazione il potere contrattuale degli azionisti aumenterà. Bell(2012) afferma che le aziende che si quotano in un altro mercato soffrono particolarmente nel breve periodo la differenza in termini di istituzioni e di valutazione delle informazioni raccolte rispetto al mercato domestico, in quanto cultura, lingua, bisogni sociali, preferenze, normative e politica sono diversi.

CAPITOLO 2

IL RISCHIO POSTO DALLE RELATED PARTY TRANSACTIONS

2.1 COSA E QUALI SONO LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

Lo Ias 24 definisce parti correlate tutti quei soggetti che sono in grado di esercitare un'influenza su una società quotata in Borsa. Pertanto secondo il Regolamento Operazioni con Parti Correlate della Consob (delibera n. 17221 del 12 marzo 2010), un soggetto risulta parte correlata di una società se:

- a) direttamente, o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposte persone:*
- i. controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo;*
 - ii. detiene una partecipazione nella società tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima;*
 - iii. esercita il controllo sulla società congiuntamente con altri soggetti;*
- b) è una società collegata della società;*
- c) è una joint venture in cui la società è una partecipante;*
- d) è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante;*
- e) è uno stretto familiare di uno dei soggetti di cui alle lettere (a) o (d);*
- f) è un'entità nella quale uno dei soggetti di cui alle lettere (d) o (e) esercita il controllo, il controllo congiunto o l'influenza notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20%, dei diritti di voto;*
- g) è un fondo pensionistico complementare, collettivo od individuale, italiano od estero, costituito a favore dei dipendenti della società, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata.*

Il tema delle related party transactions risulta molto importante visto che possono essere causa di esproprio dei diritti delle minoranze societarie, dato che costituiscono la categoria più debole e possono subire gli interessi altrui.

L'espropriazione della minoranza azionaria è definito come il processo attraverso il quale gli azionisti di maggioranza abusano del loro potere per deviare la ricchezza dei profitti aziendali. Diversi studi, come quello di Kohlbeck e Mayhew (2010) e Gordon et al. (2004) correlano negativamente la presenza di operazioni con parti correlate e il valore dell'impresa.

Interessante come in certe situazioni, un'operazione con parti correlate possa portare anche dei benefici all'impresa, nel caso in cui l'azionista di maggioranza non voglia arricchirsi, ma al contrario supportare l'azienda attraverso iniezioni di denaro, vendita di beni, servizi ad un prezzo inferiore a quello di mercato (Moêz Cherif , 2017). Questo aspetto è analizzato nella teoria della transazione efficiente, come una possibilità per ridurre i costi di transazione in un'ambiente caratterizzato da informazioni incomplete (Pizzo, 2011). Le OPC infatti possono portare infatti dei benefici quali: 1)una migliore coordinazione delle parti e un feedback più

rapido tra esse; 2) una migliore conoscenza delle parti può portare alla realizzazione di transazioni che altrimenti non sarebbero fattibili in normali condizioni di mercato o quantomeno alla creazione di migliori condizioni contrattuali per entrambe le parti; 3) i problemi che possono insorgere a minare il rapporto possono essere risolti più facilmente; 4) una possibile forma di remunerazione supplementare per gli amministratori.

Solitamente però sono associate a situazioni negative come viene testimoniato da alcuni scandali societari:

- Enron, multinazionale americana finita in bancarotta a causa di transazioni con parti correlate, in cui erano coinvolti il CFO della società e i revisori, i quali fornivano bilanci fasulli per guadagnare premi e arricchire il compenso del presidente (Gary Giroux, 2008).
- Parmalat, rappresenta uno dei più grandi scandali finanziari a livello europeo. I dirigenti di Parmalat attraverso delle “società veicolo” hanno intrattenuto delle operazioni con parti correlate illecite, che le permettevano di nascondere l’enorme debito che la società stava accumulando (McCahery e Vermeulen, 2011).

Le transazioni con parti correlate, come abbiamo visto, sono causa del rischio di espropriazione, il quale viene originato da diversi tipi di conflitto d’interesse, che Jensen e Meckling elaborano nel loro studio intitolato “la teoria dell’agenzia”. La teoria dell’agenzia discute il problema che si pone nell’impresa, a causa della separazione del ruolo tra manager e proprietario.

Nell’elaborato viene definito principale colui che è proprietario dell’azienda mentre è definito agente colui che si occupa di gestire il business dell’impresa per conto del principale. Queste due figure sono parte della stessa impresa, però hanno differenti obiettivi ed interessi, che fanno nascere un conflitto di interessi denominato “agency problem”. Il rapporto tra principale ed agente viene regolato da un contratto, il quale deve essere definito in modo tale da indurre l’agente a intraprendere azioni che massimizzino il welfare del principale (Alexandre Padilla, 2002). Infatti il principale non può conoscere tutte le informazioni con cui viene a contatto l’agente, dato che quest’ultimo opera direttamente sul campo. Si può venire a creare così uno stato di asimmetria informativa, se l’agente tiene per se informazioni che il principale non conosce.

Nello studio di Panda e Leepsa (2017) si possono venire a creare tre tipi di problema di agenzia:

Primo tipo, modello principale-agente:

Questo modello afferma che a causa della divisione dei ruoli tra principale e agente si viene a creare un conflitto di interessi tra il primo che desidera massimizzare i profitti dell’azienda e il secondo che invece vuole massimizzare il proprio compenso personale. Questo problema esiste soprattutto nelle grandi aziende a proprietà diffusa, nelle quali monitorare il comportamento degli agenti risulta particolarmente complicato.

Secondo tipo, modello principale-principale

Le due parti contrapposte sono gli azionisti di maggioranza, che detengono una quota elevata di azioni, e gli azionisti di minoranza che invece possiedono una quota minima. Il conflitto emerge in quanto gli azionisti di maggioranza, data la loro posizione di controllo, hanno un elevato potere decisionale, che possono sfruttare per ottenere dei benefici personali. Questo

tipo di problema emerge soprattutto nelle aziende in cui la proprietà è concentrata nelle mani di poche persone.

Terzo tipo, modello principale- creditore

Il problema tra principale e creditore sussiste in quanto è l'azionista a scegliere su quale progetto investire le risorse a sua disposizione. Egli tenderà a scegliere progetti remunerativi, ma costosi; se il progetto andrà a buon fine il principale ne conseguirà un buon ritorno economico, mentre al creditore spetterà sempre il tasso di interesse fisso concordato; se andrà male invece il principale avrà delle perdite, con il rischio che anche lo stesso creditore ne subisca le conseguenze in caso esse siano molto gravi.

Particolarmente rilevanti sono le aree che un conflitto principale-principale può influenzare; Peng e Sauerwald (2013) ne individua quattro: (1) talento manageriale, (2) fusioni e acquisizioni, (3) compensi, (4) tunneling/self-dealing. Di seguito saranno descritti ciascuno di questi punti:

1. Gli azionisti di maggioranza potrebbero considerare profittevole creare un impero aziendale gestito dai loro familiari, inserendo le generazioni successive come manager della società. In questo modo anche se non avviene un'espropriazione diretta della ricchezza aziendale, la società risulta gestita da manager che occupano una posizione raggiunta non attraverso il merito personale, ma attraverso il legame di parentela. Questo porta l'azienda a conseguire dei minori ritorni economici, danneggiando così gli azionisti di minoranza.
2. Nelle operazioni di acquisizione e fusione, gli azionisti che detengono quote di maggioranza in entrambe le imprese coinvolte, potrebbero essere disposti a subire una perdita in una delle due parti, se il livello aggregato di benessere aumenta. Dal lato opposto gli azionisti di minoranza che possiedono quote in una sola delle due imprese, potrebbero subire una perdita economica.
3. Sun et al. (2010) nel loro studio dimostrano una relazione ad U tra la struttura proprietaria e i compensi manageriali; essi osservano in società ad azionariato diffuso un minor controllo dei manager, avendo così la possibilità di assegnarsi un'elevata remunerazione. Questo determina un conflitto del primo tipo tra principale e agente. Viceversa una struttura proprietaria concentrata permette ai soci controllori di essere manager della loro azienda e di assegnarsi elevati compensi, sottraendo così risorse alle minoranze e determinando un conflitto del primo tipo principale- principale.
4. Per tunneling si intende il fenomeno per cui un azionista che controlla più aziende trasferisce risorse da quella in cui detiene una quota partecipativa minore ad una in cui ne detiene una maggiore, sottraendo risorse alle minoranze. Atanasov, Black e Ciccotello (2011) adotta una definizione più ampia di tunneling, includendo i trasferimenti ai manager che non sono soci controllori. In quest'ultima definizione viene considerato tunneling anche l'assegnazione di elevati compensi manageriali che superano agli standard di mercato. Gli autori dividono il fenomeno in tre tipologie: cash flow tunnelling, asset tunnelling, equity tunneling. Per *cash flow tunnelling*, in un gruppo societario, si intende il trasferimento di beni o servizi, ad un prezzo inferiore a quello di mercato, all'impresa in cui l'azionista di maggioranza detiene una quota più elevata; o al contrario la vendita di beni o servizi a prezzi superiore a quelli di

mercato, da parte di un'impresa in cui l'azionista di maggioranza detiene una quota più elevata, a un'impresa in cui l'azionista di maggioranza possiede una quota minore. La stessa logica è applicata per l'*asset tunnelling*, avendo come oggetto di transazione però il trasferimento di asset/macchinari di lungo periodo; in questo caso a differenza del cash flow tunneling vengono compromesse le future performance operative dell'azienda e quindi ridotta la sua capacità di generare profitti, in quanto si trattano di asset in grado di generare utilità per più esercizi. Per *equity tunneling* si intendono fenomeni quali l'*equity dilution*, cioè l'emissione di nuove azioni allo scopo di diluire le quote relative degli azionisti di minoranza e quindi il loro potere all'interno della società e l'*insider trading*, cioè lo sfruttamento delle conoscenze all'interno dell'azienda per effettuare transazione a proprio vantaggio.

2.2 REGOLAMENTAZIONE ITALIANA DELLE OPC

La regolamentazione italiana delle operazioni con parti correlate è disciplinata principalmente dal Codice Civile attraverso l'articolo 2391-bis e dal Regolamento Operazioni con Parti Correlate della Consob.

L'articolo 2391 bis del Codice Civile stabilisce che:

Gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione.

I principi e le regole previsti dal primo comma si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate e disciplinano le operazioni stesse in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. L'organo di controllo vigila sull'osservanza delle regole adottate ai sensi del primo comma e ne riferisce nella relazione all'assemblea.

Si può osservare quindi come il Legislatore deleghi al Regolamento Consob la normativa a cui gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio devono osservare nell'effettuazione di operazioni con parti correlate.

Le macroaree trattate dal Regolamento Consob sono:

- definizione dell'ambito di applicazione della normativa;
- definizione di parti correlate;
- suddivisione delle operazioni con parti correlate in operazioni di minore rilevanza e maggiore rilevanza;
- esplicitazione degli obblighi informativi da comunicare agli stakeholders.

Andrò ad analizzare questi punti, tralasciando la definizione di parti correlate che ho trattato nel paragrafo precedente.

Ambito di applicazione

L'ambito di applicazione del regolamento sono "le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentari italiani o di altri paesi dell'Unione Europea e con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante". Restano comunque ferme le disposizioni previste dagli articoli 2343 *bis*, 2358, 2373, 2391, dal 2497 al 2497 *septies* del codice civile, dagli articoli 53 e 136 del decreto legislativo del 1° settembre 1993, n.385 e dalle relative disposizioni di attuazione. Essi trattano tra l'altro del divieto di acquisto senza autorizzazione dei beni di amministratori e soci della società nei due anni successivi all'iscrizione (art 2343 *bis* Codice civile); della limitazione dell'esercizio del voto del socio in conflitto di interesse (art 2373 Codice civile); della comunicazione da parte di un amministratore di una situazione di conflitto di interesse che lo coinvolga (art. 2391 Codice Civile).

Operazioni di maggiore e minore rilevanza

Il regolamento suddivide poi le operazioni con parti correlate in operazioni di maggiore rilevanza e minore rilevanza, assegnando a seconda della tipologia presa in considerazione un'apposita procedura normativa. La distinzione è applicata seguendo dei criteri di tipo quantitativo. Perché siano considerate operazioni di maggiore rilevanza, bisogna considerare indici quali: per le transazioni in contanti, il rapporto tra l'ammontare pagato e il patrimonio netto ricavato dal più recente stato patrimoniale pubblicato dalla società,; per le transazioni in strumenti finanziari il rapporto tra il loro fair value e il patrimonio netto della società. Nel caso questi indici, o uno degli altri elencati nel regolamento, superino la soglia del 5% le operazioni si considerano di maggiore rilevanza. Le operazioni di minore rilevanza si individuano invece semplicemente applicando un criterio residuale, ovvero appartengono a questa categoria tutte le operazioni che non sono di maggiore rilevanza.

Obblighi informativi

L'articolo 4 del regolamento stabilisce il consenso di un apposito comitato per l'approvazione di operazioni con parti correlate, che deve essere costituito da amministratori indipendenti dalla società. L'articolo 5 stabilisce la comunicazione che la società deve effettuare riguardo le operazioni con parti correlate, elencando le condizioni e le modalità con cui dovrà essere eseguita. Dovrà essere redatto infatti un documento informatico da rendere pubblico, contenente tutte le informazioni rilevanti alla materia. Sono di particolare interesse ad esempio le parti coinvolte nell'operazione, l'oggetto della transazione, le motivazioni all'origine. Inoltre la società deve fornire informazioni nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza avvenute nel periodo.

CAPITOLO 3 CASO FERRARI

3.1 L'IPO DI FERRARI

Il 29 ottobre 2014, il consiglio di amministrazione di FCA ha annunciato l'intenzione di separare Ferrari da FCA. Prima della separazione la compagine azionaria era formata da FCA con il 90% delle azioni e da Piero Ferrari con il 10% delle azioni. La separazione è iniziata attraverso una ristrutturazione che ha previsto una nuova denominazione di Ferrari in Ferrari N.V come nuova holding del gruppo, e la successiva vendita da parte di FCA del 10% del capitale azionario di Ferrari in una IPO, insieme alla contestuale quotazione delle azioni comuni Ferrari alla Borsa di New York (NYSE) con la denominazione RACE (Prospetto di quotazione Ferrari, 2016). Dopo l'IPO, FCA possedeva ancora l'80% del capitale azionario di Ferrari (Fig.2). Il prezzo di partenza unitario delle azioni è stato di 43.67 dollari. L'ultima fase dell'operazione è consistita nella conversione delle azioni FCA e delle obbligazioni convertibili FCA in azioni Ferrari. Il tasso di cambio è stato di un'azione Ferrari ogni 10 azioni FCA e l'attribuzione di 0.77369 azioni ordinarie per ogni azione convertibile FCA. A questo punto la compagine azionaria post spin-off risultava composta da Exor con il 24% delle azioni, Piero Ferrari con il 10% delle azioni, mentre la rimanente parte del 66% delle azioni è stata assegnata ad azionisti minori.

Nel novembre 2015 l'applicazione per l'ammissione per la quotazione e lo scambio di azione ordinarie sul mercato MTA è stata spedita a Borsa Italiana. Le azioni comuni sono state ammesse alla quotazione il 14 dicembre 2015, mentre il loro commercio sul mercato MTA è iniziato il 4 gennaio 2016. L'operazione ha previsto la quotazione dell'80% delle azioni di Ferrari.

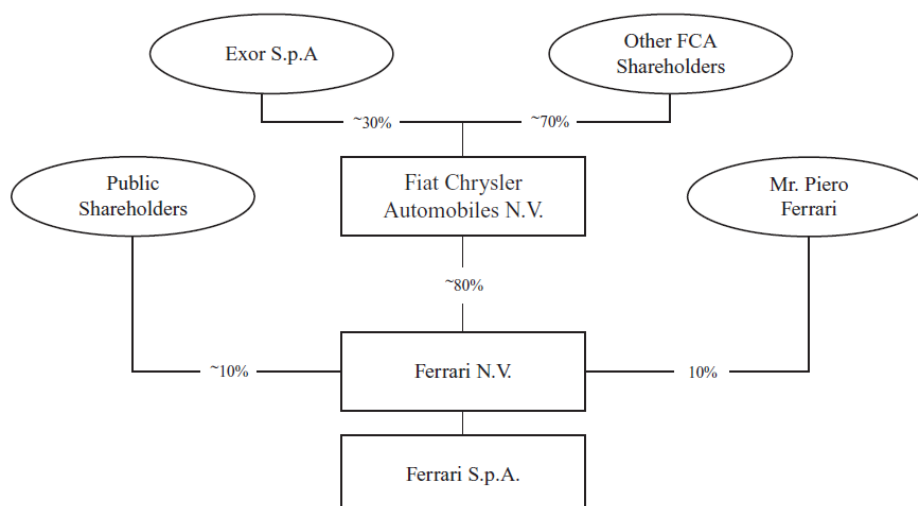


Fig.2 Situazione post quotazione NYSE. Fonte: Prospetto di quotazione Ferrari

Le motivazioni dietro alla quotazione e separazione di Ferrari da FCA deducibili dal prospetto di quotazione del 3 gennaio 2016 sono:

- La possibilità di raccogliere capitali per finanziare nuovi progetti futuri, ottenendo una maggiore indipendenza finanziaria rispetto alla situazione precedente. Ferrari infatti rappresenta un brand del lusso focalizzato nel design, progettazione, produzione e vendita delle macchine sportive di lusso, tra le più riconosciute al mondo, e ha bisogno di ingenti risorse per far fronte alle sfide future che i recenti trend del periodo stavano facendo emergere. Essi includevano: 1) una significativa crescita economica dei Paesi emergenti, come stava avvenendo in alcune realtà asiatiche e in misura minore nell'America del sud, con la conseguente creazione di una più larga base di clienti potenziali. È importante per Ferrari investire in questi Paesi, in termini di diffusione del brand, per poter aumentare le proprie quote di mercato ; 2) il lancio di nuovi prodotti: i clienti ricchi sono alla ricerca della novità, dell'esclusività e del piacere di poter possedere dei nuovi prodotti. Questo bisogno da parte dei consumatori più abbienti è presente anche nelle economie più in difficoltà; 3) strategie di basso volume di vendita: Ferrari deliberatamente mantiene i volumi di produzione dei suoi prodotti bassi e lascia del tempo di attesa per la consegna del prodotto, in modo da creare un effetto di scarsità e di esclusività, tenendo alto il valore dell'offerta proposta.
- La specializzazione degli investimenti: Ferrari e FCA condividono entrambe come core business la produzione di automobili, però hanno un mercato ed esigenze di investimento diverse . Ferrari infatti produce automobili sportive di lusso e i suoi clienti sono molto diversi da quelli di FCA. La quotazione permette un aumento degli investimenti e attraverso lo spin off assicura che i capitali raccolti siano indirizzati esclusivamente a Ferrari.
- La possibilità di promuovere ed estendere il valore del brand: la quotazione infatti rappresenta un evento pubblicitario e di prestigio che consente di diffondere e di espandere il nome Ferrari in tutto il mondo. Questo permetterà inoltre di attirare i migliori tecnici e manager di talento, così da rafforzare la posizione di Ferrari come la prima azienda lifestyle di lusso presente sul mercato. In questo senso si coglie anche lo sforzo di Ferrari nella diffusione del suo brand, come ad esempio attraverso la partecipazione alla Formula Uno, una manifestazione che comporta elevati costi, ma che consente di raggiungere un grandissimo numero di persone, a beneficio della popolarità del marchio.

Da evidenziare poi come Ferrari abbia deciso di quotarsi sia in un primo momento alla Borsa di New York, che in un secondo momento alla Borsa di Milano, effettuando un'operazione di dual listing. La quotazione in una Borsa importante come New York ha permesso di accrescere il prestigio di Ferrari, in un mercato che è inoltre tra i più importanti per l'azienda, dato che in esso viene venduto il 20% delle vetture (Prospetto di quotazione di Ferrari, 2016). Ferrari poi si è anche quotata a Milano sul mercato MTA, riconoscendo la possibilità di rafforzare il valore come marchio italiano e di aumentare la visibilità nel mercato domestico e in quello europeo.

3.2 RELATED PARTY TRANSACTIONS DI FERRARI

La separazione di Ferrari da FCA è una transazione con parti correlate in quanto entrambe le aziende hanno come principale azionista Exor, l'holding della famiglia Agnelli. Operazioni di questo tipo devono sempre compiersi nella più completa trasparenza, tanto più che Ferrari nell'ambito del processo di spin off si è quotata in Borsa. In questo paragrafo andrò ad analizzare se ci sono stati dei secondi fini da parte degli azionisti di maggioranza nel compimento della separazione, e ad esaminare le operazioni con parti correlate che si sono venute a creare in seguito ad essa. Per individuare le operazioni con parti correlate che si sono venute a formare mi avvarrò del prospetto informativo di quotazione di Ferrari del 2016.

Le parti correlate a Ferrari sono tutte quelle entità in grado di esercitare un potere di controllo o di influenza su Ferrari, quindi il prospetto elenca:

- FCA e società controllate da FCA, in quanto hanno lo stesso azionista di maggioranza, Exor. Riguardano per la maggior parte transazioni di componenti di veicoli oltre che a diverse transazioni finanziarie. Situazioni di questo tipo possono creare il rischio di tunnelling, nel quale l'azionista di maggioranza di due società in transazione tra loro, può essere favorevole anche se una di esse risulti perdita, purché l'altra guadagni in misura tale da aumentare la ricchezza complessiva. Ovviamente questo creerebbe un danno per gli azionisti di minoranza della società che subisce la transazione sfavorevole;
- Exor e società controllate da Exor tra cui CNH Industrial e le sue sussidiarie, in quanto è l'azionista di maggioranza di FCA e Ferrari;
- Le società controllate da Piero Ferrari, poiché è il secondo azionista principale di Ferrari;
- I membri del consiglio di amministrazione; è da notare inoltre come dalla separazione di Ferrari, l'amministratore delegato di FCA Sergio Marchionne abbia assunto anche lo stesso ruolo all'interno della separata. Questo può creare una situazione di conflitto di interessi per una figura di tale importanza, in quanto nella misura in cui le due società continueranno a fare affari assieme, l'individuo che opera in entrambe non saprà all'utilità di quale società porre attenzione per le transazioni che avvengono tra esse;
- Il collegio sindacale;
- I manager con responsabilità strategiche e le loro famiglie;

Per quanto riguardano gli interessi che ci possono essere stati oltre alla volontà di valorizzare Ferrari, la stampa e alcuni analisti evidenziano come questa operazione possa essere stata una manovra per finanziare FCA, e abbassare il suo debito. Infatti attraverso l'IPO non sono state vendute azioni di nuova emissione, ma il 10% di azioni che già deteneva FCA, riuscendo a raccogliere \$893100000. È in quest'ottica che viene a leggersi la dichiarazione polemica di Luca Cordero di Montezemolo di quel periodo, in cui affermava: "Ferrari è diventato il bancomat di FCA (Repubblica, 2015)."

Da osservare come dalla separazione ne usciva rafforzata la posizione di controllo di Exor e di conseguenza della famiglia Agnelli: Exor dopo lo spin off deteneva il 23.5% delle azioni di Ferrari; questa però essendo una società diritto olandese offre la possibilità di possedere azioni con voto multiplo, consentendogli di arrivare al 33.4% dei diritti di voto. L'altro azionista di maggioranza, Piero Ferrari, deteneva il 10% dei voti e tramite alcune azioni dal

voto multiplo arrivava a possedere il 15.4% dei diritti di voto (comunicato stampa Exor). Per assicurarsi il controllo ed evitare la possibilità di scalate ostili, Exor e Piero Ferrari hanno stipulato inoltre un patto parasociale, in cui si impegnano a consultarsi reciprocamente, al fine di giungere ad una posizione comune sui punti all'ordine del giorno di tutte le Assemblee degli azionisti di Ferrari, oltre che ad alcuni impegni in connessione con trasferimento a terzi delle azioni di Ferrari, tra cui un diritto di prelazione a favore di Exor e un diritto di prima offerta di Piero Ferrari. Si deduce quindi come Exor dalla separazione sia uscita insieme a Piero Ferrari come controllore dell'azienda.

3.3 PRIMA E DOPO LA QUOTAZIONE

La scelta di quotarsi è una decisione molto importante per una società, dato che offre la possibilità di raccogliere una gran quantità di capitali da investire in progetti futuri, ma che comporta anche degli elevati costi. In questo paragrafo andrò ad analizzare i risultati che ha raggiunto Ferrari nel periodo seguente all'IPO, andando a confrontare le performance con il periodo precedente. Saranno utilizzate le informazioni fornite dai bilanci dell'azienda e dagli indici aziendali per misurare i risultati dell'impresa ed effettuare un'analisi oggettiva. La comparazione verrà effettuata prevalentemente considerando due periodi di tempo uguali, di cinque anni di ampiezza: il periodo 2015-2018 post-quotazione e il periodo 2001-2004 pre-quotazione. Sarà anche interessante confrontare questi dati con quelli di alcuni competitor del settore, cioè di aziende "simili" con cui poter stabilire un metro di paragone, ottenendo in questo modo non solo una comparazione con se stessa ma anche con altre aziende. In particolare saranno confrontate alcune performance di Ferrari con quelle di altre due aziende dello stesso settore, quali Porsche e Lamborghini. Verranno utilizzati prevalentemente i valori forniti dalla banca dati AIDA (<https://bit.ly/2lzuehN>).

Andando ad analizzare l'andamento dell'operazione (Grafico 1), il 10% delle azioni di Ferrari sono state collocate alla Borsa di New York il 21 ottobre 2015 ad un prezzo di apertura di 60,00\$ per poi chiudere la giornata a 55,00\$. Si è registrato un calo del valore delle azioni fino a febbraio 2016 per poi crescere nel periodo successivo fino ad un picco avuto l'11/06/2018 dove hanno raggiunto un prezzo di chiusura di 148.90\$ (Yahoo Finance). Questo calo di prezzo delle azioni in seguito alla quotazione può essere ricondotto a diversi motivi: il rallentamento dell'economia asiatica, in particolare con il calo delle crescita della Cina; un risultato inferiore alle aspettative dell'ultimo quadrimestre del 2015; una previsione di crescita dell'azienda inferiore alle aspettative (<https://finanza.economia-italia.com/azioni/ferrari-dividendi-titolo>).

L'azienda successivamente ha confermato il suo valore e da qui il titolo ha intrapreso la sua crescita continua, registrando un calo però tra fine 2018 e inizio 2019 dovuto al rallentamento dell'economia. Attualmente il prezzo delle azioni è di 157.75\$, ovvero 143.80€ (30-08-2019).



Grafico 1. Andamento storico azioni Ferrari sul NYSE. Fonte: Yahoo Finance.

Osservando i dati riguardo i ricavi delle vendite (fig.3 e fig.4), si può osservare una crescita continua del valore lungo il periodo che parte dal 2009 in cui si sono registrati ricavi per 1.550.143€ e arriva al 2017 in cui si sono toccati ricavi per 3.224.905€. Un lieve calo dei ricavi rispetto all'anno precedente si è avuto nel 2018, nel quale si sono fermati a 3.123.121€. Anche il risultato operativo è stato in continua crescita, tranne che negli anni 2014 e 2018 in cui si è registrato una diminuzione del valore rispetto all'anno precedente. Per risultato operativo si intende il reddito ottenuto dalla gestione caratteristica dell'impresa, ovvero quella attinente al business principale dell'attività (<https://dizionarioeconomico.com/risultato-operativo>). Si ottiene sottraendo al valore totale della produzione i costi della produzione sostenuti per svolgere l'attività. Da notare la differenza del valore tra il 2014, l'anno precedente alla quotazione, in cui il risultato operativo era di 338.422€, e quello del 2016, post quotazione, che ha raggiunto il valore di 528.562€.

Un indice di redditività importante che ci consente di valutare la gestione operativa dell'azienda è l'EBITDA. Esso si ricava sottraendo dal risultato operativo gli ammortamenti e le svalutazioni dei beni. L'indice dal periodo 2009-2018 (fig.5) è risultato sempre in crescita tranne che nel 2018 in cui è diminuito rispetto all'anno precedente. Per quanto riguarda il rapporto EBITDA/vendite (calcolato come $(EBITDA / \text{ricavi} + \text{altri ricavi e proventi}) * 100$), nel periodo post-quotazione 2015-2018 esso risulta in crescita con un valore medio del 23.86% rispetto al 21.98% del periodo 2001-2004 precedente alla quotazione. Un altro indice da tenere in considerazione è il ROE (return on equity); esso indica la redditività del capitale proprio e si calcola attraverso il rapporto percentuale tra l'utile netto e il capitale proprio (Glossario Borsa Italiana). Un valore elevato indica che il capitale di rischio conferito dai soci offre una buona remunerazione, garantendo la bontà dell'investimento effettuato nell'azienda.

Esso presenta una media del 21.66% calcolata per il periodo 2009-2018 ed è un valore molto più elevato rispetto a quello di altre aziende del settore auto sportive di lusso, quali possono essere ad esempio Porsche e Lamborghini. Lamborghini infatti presenta un ROE medio calcolato per il periodo considerato in precedenza (2009-2018) di -0.60%, su cui influisce considerevolmente gli anni della crisi(2009-2010); tralasciando questi l'indice sale a 1.29%, un valore comunque di molto inferiore rispetto a quello di Ferrari. Porsche invece presenta un ROE medio calcolato per il periodo 2014-2018 del 7.36%, che si presenta anche questo decisamente inferiore rispetto a quello di Ferrari. Andando a confrontare il valore medio del ROE prima e dopo la quotazione osserviamo rispettivamente per il periodo 2001-2004 un valore del 22.82% e per il periodo 2015-2018 del 20.68%; l'indice quindi cala leggermente. Un altro indice interessante da analizzare è il ROS; esso indica la marginalità che l'azienda riesce ad ottenere dal suo fatturato. L'indice è dato dalla formula: $(\text{Risultato operativo} / \text{Ricavi+altri ricavi e proventi}) * 100$. Andando ad analizzare l'indice osserviamo un valore medio per il periodo 2015-2018 del 18.55% e del 14.81% per il periodo 2001-2004, antecedente alla quotazione. Risulta un valore in crescita e elevato, anche in confronto alle altre aziende comparabili. Lamborghini infatti presenta un ROS medio del 8.55% (periodo 2015-2018), mentre Porsche presenta un rapporto del 17.6% riferito all'anno 2017 (ANSA, 2018). Si tratta di un valore che testimonia l'alta redditività che Ferrari riesce ad ottenere dal proprio business. Anche per quanto riguarda il numero di dipendenti essi sono aumentati costantemente dopo la quotazione arrivando al valore di 3439 nel 2018 (Fig.4).

Si può concludere affermando che Ferrari ha tratto beneficio da questa quotazione, infatti gli indici che sono stati analizzati evidenziano una leggera crescita o comunque una costanza di rendimento. Inoltre la salute che manifestava l'azienda anche prima della quotazione ha conferito un'ottima immagine di impresa di valore che le ha permesso di raccogliere sul mercato i capitali di cui necessitava per proseguire nel suo processo di crescita. Il settore in cui opera richiede infatti continui investimenti per poter essere competitivi ed avere prodotti innovativi. Si può constatare come il mercato abbia apprezzato la scelta di quotarsi dell'azienda; infatti FCA e Ferrari insieme prima della separazione e quotazione di quest'ultima avevano un valore di mercato complessivo di 16.7 miliardi di euro (Il Post, 2016), mentre adesso la sola Ferrari presenta una capitalizzazione di mercato di 27.833.645.888€ (Borsa Italiana, 2019).

La quotazione alla Borsa di New York ha permesso in aggiunta di internazionalizzarsi ulteriormente in un mercato chiave, e di espandere l'immagine di Ferrari, leader made in Italy, nel settore delle automobili sportive di lusso.

Bilancio non consolidato Visualizza bilanci consolidati	31/12/2018 migl EUR	31/12/2017 migl EUR	31/12/2016 migl EUR	31/12/2015 migl EUR	31/12/2014 migl EUR
☐	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	3.142.093	3.286.259	2.861.285	2.636.523	2.563.149
A.1. Ricavi vendite e prestazioni	3.123.121	3.224.905	2.824.958	2.578.536	2.489.786
A.2. Var. rimanenze prodotti	-17.572	22.606	18.368	11.709	20.967
A.3. Variazione lavori	0	0	0	0	0
A.2. + A.3. Totale Variazioni	-17.572	22.606	18.368	11.709	20.967
A.4. Incrementi di immob.	0	547	0	1.592	2.601
A.5. Altri ricavi	36.543	38.202	17.958	44.685	49.796
Contributi in conto esercizio	305	1.033	624	337	871
B. COSTI DELLA PRODUZIONE	2.559.161	2.560.225	2.332.722	2.245.280	2.224.727
B.6. Materie prime e consumo	1.209.455	1.246.417	1.142.554	1.015.251	1.045.809
B.7. Servizi	742.208	736.581	639.620	692.047	625.550
B.8. Godimento beni di terzi	21.615	17.443	14.161	15.372	12.325
B.9. Totale costi del personale	332.000	316.594	283.039	267.150	239.660
B.9.a. Salari e stipendi	179.030	179.980	172.723	164.888	148.657
B.9.b. Oneri sociali	54.744	54.997	51.315	49.257	43.408
B.9.c. Tratt. fine rapporto	11.257	10.530	10.189	9.347	9.085
B.9.d. Tratt. di quiescenza	272	952	149	24	1.070
B.9.e. Altri costi	86.696	70.133	48.663	43.633	37.440
B.9.f. TFR + quiescenza + altri costi	98.225	81.616	59.001	53.004	47.595
B.10. TOT Ammortamenti e svalut.	169.622	156.417	139.318	161.950	169.745
B.10.a. Amm. Immob. Immat.	19.815	18.657	15.766	14.913	12.221
B.10.b. Amm. Immob. Mat.	147.855	135.295	121.129	135.219	143.123
B.10.c. Altre svalut. Immob.	0	0	0	1.764	229
B.10.a+b+c. Amm. e svalut. delle immob.	167.670	153.952	136.895	151.896	155.573
B.10.d. Svalut. crediti	1.952	2.465	2.423	10.053	14.172
B.11. Variazione materie	-6.527	-3.630	-19.782	-468	-13.088
B.12. Accantonamenti per rischi	60.252	66.319	109.164	67.557	100.410
B.13. Altri accantonamenti	0	0	0	0	0
B.14. Oneri diversi di gestione	30.536	24.085	24.648	26.422	44.316
RISULTATO OPERATIVO	582.932	726.034	528.562	391.243	338.422
Valore Aggiunto	1.144.805	1.265.364	1.060.083	887.899	848.237

Fig.3 Conti economici abbreviati Ferrari 2014-2018. Fonte: AIDA

	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
	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	2.165.148	2.011.992	1.880.728	1.695.845	1.572.255
A.1. Ricavi vendite e prestazioni	2.116.674	1.981.140	1.858.486	1.657.544	1.550.143
A.2. Var. rimanenze prodotti	14.661	4.559	1.422	5.804	2.369
A.3. Variazione lavori	0	0	0	0	0
A.2. + A.3. Totale Variazioni	14.661	4.559	1.422	5.804	2.369
A.4. Incrementi di immob.	3.964	3.006	2.962	2.645	3.693
A.5. Altri ricavi	29.849	23.287	17.859	29.852	16.050
Contributi in conto esercizio	1.714	2.326	328	206	4.337
B. COSTI DELLA PRODUZIONE	1.812.561	1.702.700	1.617.394	1.458.048	1.433.104
B.6. Materie prime e consumo	813.771	759.917	714.303	607.937	595.121
B.7. Servizi	538.545	506.207	454.826	412.870	419.288
B.8. Godimento beni di terzi	13.666	16.837	19.478	21.732	22.615
B.9. Totale costi del personale	227.111	210.620	203.891	200.094	193.211
B.9.a. Salari e stipendi	137.779	132.375	127.731	124.539	127.527
B.9.b. Oneri sociali	41.265	40.496	39.776	38.842	38.536
B.9.c. Tratt. fine rapporto	8.812	8.896	n.d.	8.213	8.438
B.9.d. Tratt. di quiescenza	-891	38	n.d.	97	36
B.9.e. Altri costi	40.147	28.815	n.d.	28.403	18.674
B.9.f. TFR + quiescenza + altri costi	48.067	37.749	36.384	36.713	27.148
B.10. TOT Ammortamenti e svalut.	151.989	136.722	152.523	148.577	135.101
B.10.a. Amm. Immob. Immat.	11.494	9.885	11.242	14.678	14.649
B.10.b. Amm. Immob. Mat.	129.976	121.174	134.894	131.130	102.484
B.10.c. Altre svalut. Immob.	0	585	0	172	395
B.10.a+b+c. Amm. e svalut. delle immob.	141.470	131.644	146.137	145.981	117.528
B.10.d. Svalut. crediti	10.519	5.078	6.386	2.597	17.573
B.11. Variazione materie	4.575	-10.296	-12.798	-3.199	4.296
B.12. Accantonamenti per rischi	40.892	62.874	64.960	48.248	38.942
B.13. Altri accantonamenti	0	0	0	0	0
B.14. Oneri diversi di gestione	22.013	19.819	20.210	21.789	24.531
RISULTATO OPERATIVO	352.587	309.292	263.334	237.797	139.150
Valore Aggiunto	772.578	719.508	684.709	634.716	506.404

Fig.4 Conti economici abbreviati Ferrari 2010-2013. Fonte: AIDA

3. Indici di redditività	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
- EBITDA	752.554	882.451	667.880	553.192	508.167	504.576	446.014	415.857	386.375	274.251
- EBITDA/Vendite	23,82	27,04	23,49	21,09	20,01	23,51	22,25	22,16	22,90	17,51
- Redditività del totale attivo (ROA)	13,49	18,52	14,28	12,65	12,75	15,45	15,68	16,41	16,35	11,37
- Redditività di tutto il capitale investito (ROI)	20,35	n.s.	25,29	22,47	24,05	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	24,45
- Redditività delle vendite (ROS)	18,45	22,25	18,59	14,91	13,33	16,43	15,43	14,03	14,09	8,88
- Redditività del capitale proprio (ROE)	22,78	22,76	19,00	18,16	20,08	19,18	25,45	26,56	22,94	19,73
- Incid. oneri/Proventi extrag. (%)	111,71	75,10	74,05	78,34	81,92	60,03	73,40	67,06	66,41	75,20

Fig.5 Indici reddituali Ferrari 2009-2018 Fonte: AIDA

4. Indici di produttività	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
- Dipendenti	3.439	3.165	2.901	2.778	2.822	2.617	2.580	2.578	2.626	2.709
- Ricavi pro-capite	918.770	1.031.000	979.980	944.280	899.920	820.220	776.910	727.830	642.570	578.140
- Valore aggiunto pro-capite	332.890	399.800	365.420	319.620	300.580	295.220	278.880	265.600	241.700	186.930
- Costo lavoro per addetto	96.540	n.s.	97.570	96.170	84.930	86.780	81.640	79.090	76.200	71.320
- Rendimento dipendenti	9,52	10,31	10,04	9,82	10,60	9,45	9,52	9,20	8,43	8,11

Fig.6 Indici di produttività Ferrari 2009-2018 Fonte: AIDA

CONCLUSIONI

Per Ferrari il 21 Ottobre 2015 è stata una data storica che ha segnato un passaggio importante per l'azienda in termini di ambizioni e di volontà di puntare ad essere leader nel proprio settore di riferimento. Il presente elaborato si prefiggeva lo scopo di analizzare la bontà dell'operazione di quotazione, con una particolare attenzione alle relazioni con parti correlate che si sono venute a formare in seguito alla separazione da FCA, e ai conflitti di interesse che possono essere sorti tra gli azionisti di maggioranza e di minoranza.

Nel primo capitolo sono state analizzate le possibili diverse motivazioni che possono condurre ad un'IPO, la principale delle quali risulta essere la raccolta di capitali per finanziare progetti di investimento futuri, con la conseguente riduzione della dipendenza dal prestito bancario e quindi all'ottenimento di un maggiore potere contrattuale. Sono stati analizzati anche i costi diretti, in termini di spese procedurali per gli organi di assistenza e di tasse di iscrizione al mercato, e i costi indiretti, consistenti nel fenomeno dell'underpricing e nella riduzione di riservatezza a causa della quotazione. Si è osservato che questi costi possono essere un deterrente alla quotazione per le aziende più piccole e con risorse minori da investire, in quanto i costi fissi diretti spesso non sono proporzionali alle dimensioni dell'azienda. Si è passati successivamente a descrivere i diversi segmenti di mercato di Borsa Italiana in cui un'azienda ha la possibilità di quotarsi, trovando caratteristiche di accesso in linea con le diverse caratteristiche ed esigenze delle imprese. Nel paragrafo seguente è stato illustrato il processo di svolgimento di un'IPO, un iter complesso che richiede l'affiancamento di diversi soggetti esterni, quali consulenti e revisori. Infine nell'ultimo paragrafo si è visto come la scelta di quotarsi in più mercati consenta all'azienda di raccogliere maggiori capitali da investire e di guadagnare una più elevata visibilità, oltre che a trovare le più favorevoli condizioni ambientali al proprio business.

Nel secondo capitolo si è passati al tema delle related party transactions. È stato analizzato come questo fenomeno possa portare al rischio di espropriazione delle minoranze azionarie, a causa dei conflitti di interesse che possono nascere tra azionisti di maggioranza e di minoranza. È stata descritta successivamente la regolamentazione italiana al riguardo, così da descrivere le norme e gli obblighi informativi posti dal Legislatore per consentire la tutela del mercato e di tutti gli azionisti.

Nel terzo capitolo è stato analizzato il caso dell'IPO immessa da Ferrari. La domanda di ricerca era quella di valutare l'operazione, considerando che Ferrari era un'azienda che si trovava in buone condizioni economiche anche precedentemente alla quotazione. È stato osservato come questo passaggio sia stato positivo: infatti tutti gli indici e i valori osservati confrontando il periodo prima e dopo la quotazione sono risultati positivi o quantomeno sostanzialmente costanti. È stato posto il dubbio che l'operazione potesse essere stata compiuta a vantaggio degli azionisti di maggioranza, quali la famiglia Agnelli e Piero Ferrari. Essi effettivamente dalla quotazione e separazione ne escono rafforzati, divenendo azionisti di controllo di un'azienda molto performante. I risultati trovati comunque confermano la positività della decisione di quotarsi, che ha consentito a Ferrari di ottenere i capitali necessari da investire nel proprio processo di crescita futuro.

BIBLIOGRAFIA

- AIDA. Banca dati. Disponibile su:
<http://bibliotechecaborin.cab.unipd.it/economia/economia/cosa-cerchi/contenuti-cosa-cerchi/risorse-e-collezioni-di-economia/banche-dati-di-economia>
- ANSA, 2018. Porsche, nel 2017 nuovi record di vendite(+4%) e utile (+7%)
Disponibile su:
https://www.ansa.it/canale_motori/notizie/industria/2018/03/16/porsche-nel-2017-nuovi-record-vendite-4-e-utile-7_c6b8da96-d820-49a6-bc32-c5644e991468.html
Ultimo accesso [2-09-2019].
- ATANASOV V., BLACK B., CICCOTELLO C.S., 2011. Law and tunnelling. *The Journal of corporation law* 37(1)
- BELL , 2012, The liability of foreignness in capital markets: Sources and remedies. In: Mike W. Peng, Weichieu Su, 2014. Cross-listing and the scopo of the firm. *Journal of World Business* 49, pagina 45.
- BIAGIO M., 2019(ultimo aggiornamento). Azioni Ferrari, dividendi novità e previsioni del prezzo del titolo. *Finanza Economia Italia*. Disponibile su:
<<https://finanza.economia-italia.com/azioni/ferrari-dividendi-titolo>> Ultimo accesso: [2-09-2019]
- Borsa Italiana. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>
- BORSA ITALIANA, 2001. *Quotarsi in Borsa*. Disponibile su:
<<https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf>>
Ultimo accesso: [5-08-2019].
- BORSA ITALIANA, 2006. Cos'è la microstruttura del mercato? Disponibile su:
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/marketmaker.htm> Ultimo accesso: [13-08-2019]
- BORSA ITALIANA, 2018. Borsa Italiana per le PMI. Disponibile su:
https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc_pdf.htm
Ultimo accesso [12-08-2019].
- BORSA ITALIANA, 2013. AIM Italia, il mercato per fare impresa. Disponibile su:
<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/aimitalia_pdf.htm> Ultimo accesso [12-08-2019].

- COBIANCHI BOLOGNINI A., 2017. Si fa presto a dire Family office. Milano Finanza [online]. Disponibile su:
<<https://www.milanofinanza.it/news/si-fa-presto-a-dire-family-office-201705241509249104>> Ultimo accesso [13-08-2019]
- CODICE CIVILE: art 2391 bis.,2343 bis, 2358, 2373, 2391, 2497-2497 septies
- Decreto Legislativo 1° settembre 1993, n.385.
- Dizionario Economico. Disponibile su:
<<https://dizionarioeconomico.com/>> Ultimo accesso: [2-09-2019]
- EXOR, 23 dicembre 2015. comunicato stampa riguardo il patto parasociale stipulato da Exor e Piero Ferrari. Disponibile su:
<https://www.exor.com/it/home/Media/01_Comunicati stampa/Archivio/2015/51_CS_23122015.html> Ultimo accesso [11-08-2019]
- FERRARI, 2016. Prospetto di quotazione. Disponibile su
<https://corporate.ferrari.com/sites/ferrari15ipo/files/12_prospectus_ferrari_n_v_eu_20160103.pdf> Ultimo accesso: [2-09-2019]
- GIROUX G., 2008. What Went Wrong?: Accounting Fraud and Lessons from the Recent Scandals. In *Social Research*, Vol. 75, n. 4.
- Glossario BORSA ITALIANA. Disponibile su:
<<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossarySearch>>
- GORDON E.A., HENRY E., PALIA D., 2004. Associations with Corporate Governance and Firm Value.
- HOLMSTRÖM, BENGT, TIROLE J., 1993, Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy* Vol. 101, 678–709.
- IL POST, 2016. Il debutto in Borsa di Ferrari. Disponibile su:
<https://www.ilpost.it/2016/01/04/azioni-ferrari-debutto-borsa-milano/> Ultimo accesso [2-09-2019]
- IOSIO C., 2011. Ipo per le pmi italiane. IPSOA.
- KOHLBECK M. J., MAYHEW B. W., 2010. “Valuation of firms that disclose related party transactions”. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(2), 115-137
- LAMBIASE A.,2016. *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*. 2°ed. Milano: Franco Angeli. Pag. 24.

- MCCAHERY J.A., VERMEULEN E.P., 2011. “Mandatory Disclosure of Blockholders and Related Party Transactions: Stringent Versus Flexible Rules”. *European Banking Center Discussion Paper*, (2011-2030).
- MERTON, ROBERT C., 1987. Presidential address: A simple model of capital market equilibrium. *Journal of Finance* Vol. 42, 483–510.
- MOEZ C., 2017. Related Party transactions and Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from Tunisia. *Journal of Business Studies Quarterly*, Vol 9, no. 1
- PAGANO M., PANETTA F., ZINGALES L., 1998. Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, Vol 53, no. 1, pag. 27-43
- PANDA B., LEEPSA M., 2017. Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance* Vol. 10, 1°ed., pag 74-95
- PADILLA A., 2002. Property Economics of Agency Problems. Mises Institute Working Papers.
- PAGANO M., AILSA A. ROELL, ZECHNER J, 2002. The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad? *The Journal of Finance*, Vol. 57, no.6
- PENG M., SAUERWALD S., 2013. “Corporate Governance and Principal–Principal Conflicts” *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, 29.
- PIZZO M., 2011. “Related party transactions under a contingency perspective”. *Journal of Management & Governance*, 17 (2), pp. 309-330.
- RAJAN, RAGHURAM G., 1992, Insiders and outsiders: The choice between informed and arm’s length debt, *Journal of Finance* Vol. 47, 1367–1400.
- Regolamento Consob in tema di operazioni con parti correlate, delibera n. 17221 del 12-03-2010.
- REPUBBLICA, 2015. Montezemolo: “Ferrari è il nuovo bancomat della fiat”. Disponibile su: https://www.repubblica.it/economia/2015/12/01/news/montezemolo_fiat_ferrari-128559785/ Ultimo accesso [2-09-2019]
- RITTER, JAY R., 1987, The costs of going public, *Journal of Financial Economics* Vol 19, pag. 269–281.
- RITTER, JAY R., 1991. The long-run performance of initial public offerings, *Journal of Finance* Vol. 46, pag. 3–27.

- ROCK, KEVIN, 1986, Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics* 15, 187–212.
- SCHIPPER, K., SMITH A., 1986. A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics* Vol. 15, pag. 153–186.
- SUN. Z. , LI Y. , LI L., 2010. “Ownership Concentration and Executive Compensation in Emerging Economies: Evidence from China,” *Corporate Governance* , 10(3): pag. 223–233.
- Yahoo Finance. Disponibile su: <<https://it.finance.yahoo.com>>
- ZINGALES, LUIGI, 1995. Insider ownership and the decision to go public, *The Review of Economic Studies* Vol. 62, pag. 425–448.