



AMBROMOBILIARE

Chi va e chi viene: un'analisi del numero elevato di delisting in Italia

- *Dal 2020 molti emittenti quotati nei mercati di Borsa Italiana sono stati oggetto di delisting: nel periodo gennaio 2020 – settembre 2023 sono 70 le società uscite dal mercato, con una conseguente perdita complessiva di capitalizzazione di ca. € 68 miliardi.*
- *Lo studio si pone l'obiettivo di fornire una panoramica numerica e qualitativa, confrontando i diversi mercati.*
- *Il numero elevato di delisting potrebbe indurre a sostenere che i mercati borsistici non funzionino nel sostenere la crescita delle aziende.*
- *Analizzando in dettaglio i casi di delisting tramite OPA, il mercato Euronext Growth Milan è quello più "dinamico" (saldo netto tra IPO e delisting è a favore delle IPO, pari a 87 società), più "vivace" (tempo di permanenza media è pari a 4 anni) e che offre rendimenti più elevati, sia per quanto riguarda il premio offerto (+30%) che per la performance media annua (+22%). Inoltre, la maggior parte delle OPA sono promosse da operatori esterni.*
- *Dunque, il mercato EGM funziona e potrebbe essere visto come una "vetrina" per attirare investitori esterni.*



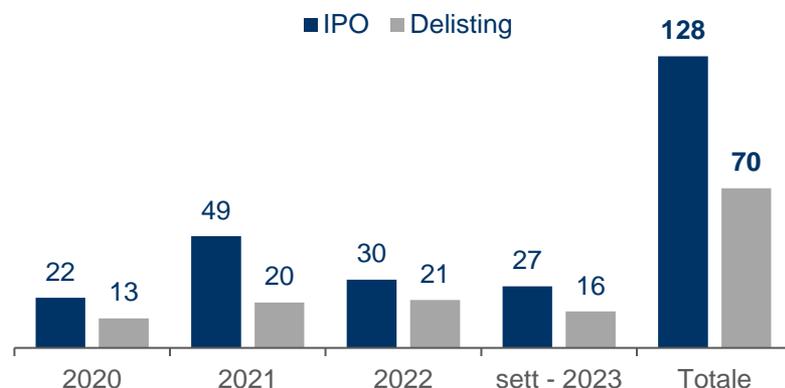
Ufficio Studi Ambromobiliare – ottobre 2023

IPO e delisting in Italia

- Dal 2020 molti emittenti quotati nei mercati di Borsa Italiana sono stati oggetto di **delisting**: nel periodo gennaio 2020 – settembre 2023 sono **70** le società uscite dalla borsa, con una perdita complessiva di capitalizzazione di ca. **€ 68 miliardi**.
- Nel medesimo periodo, le società che si sono quotate in Borsa sono state **128**, apportando al mercato una capitalizzazione complessiva di ca. **€ 23 miliardi**.
- Il "fenomeno" dei delisting ha interessato principalmente il **listino Euronext Milan (EXM, ex-MTA)**, dove gli emittenti delistati sono **44** (incluso il segmento **STAR**), con una conseguente perdita di ca. **€ 66 miliardi di capitalizzazione** da parte del suddetto mercato.
- Al contrario, le IPO hanno interessato principalmente il **mercato Euronext Growth Milan (EGM, ex-AIM Italia)**, dove sono state **113** le società che si sono quotate con una *market cap* complessiva pari a **€ 8 miliardi**.
- Pertanto, nonostante il saldo netto positivo tra ammissioni e delisting, cambia il profilo degli emittenti quotati: sono sempre più le **small cap** ad affacciarsi al mercato dei capitali e sempre meno le società a grande capitalizzazione.



N° di IPO e Delisting sui mercati di Borsa Italiana
(2020 – set. 2023)



Capitalizzazione delle IPO e Delisting sui mercati di Borsa Italiana
(2020 – set. 2023; €/mld)



Fonte: Dati al 1 settembre 2023, estratti da Borsa Italiana e rielaborati da Ambromobiliare.

Chi va e chi viene: un'analisi del numero elevato di delisting in Italia

ottobre 2023

Il listino principale (Euronext Milan e segmento STAR)

- Nel periodo considerato, il mercato EXM, includendo anche il segmento STAR, mostrano un numero esiguo di ingressi (**15**, di cui 13 su EXM e 2 sul segmento STAR) con una capitalizzazione complessiva di ca. **€ 15 miliardi**, e un importante volume di aziende uscenti (**44**, di cui 28 su EXM e 16 sul segmento STAR), con una perdita di capitalizzazione di ca. **€ 66 miliardi**.
- Pertanto, per EXM e STAR il saldo netto tra ammissioni e delisting è negativo, pari **-29**, e complessivamente il mercato ha perso ca. **€ 52 miliardi** di capitalizzazione.

Capitalizzazione delle IPO e Delisting su EXM (incluso STAR)
(€/mld)



Chi va e chi viene: un'analisi del numero elevato di delisting in Italia

ottobre 2023

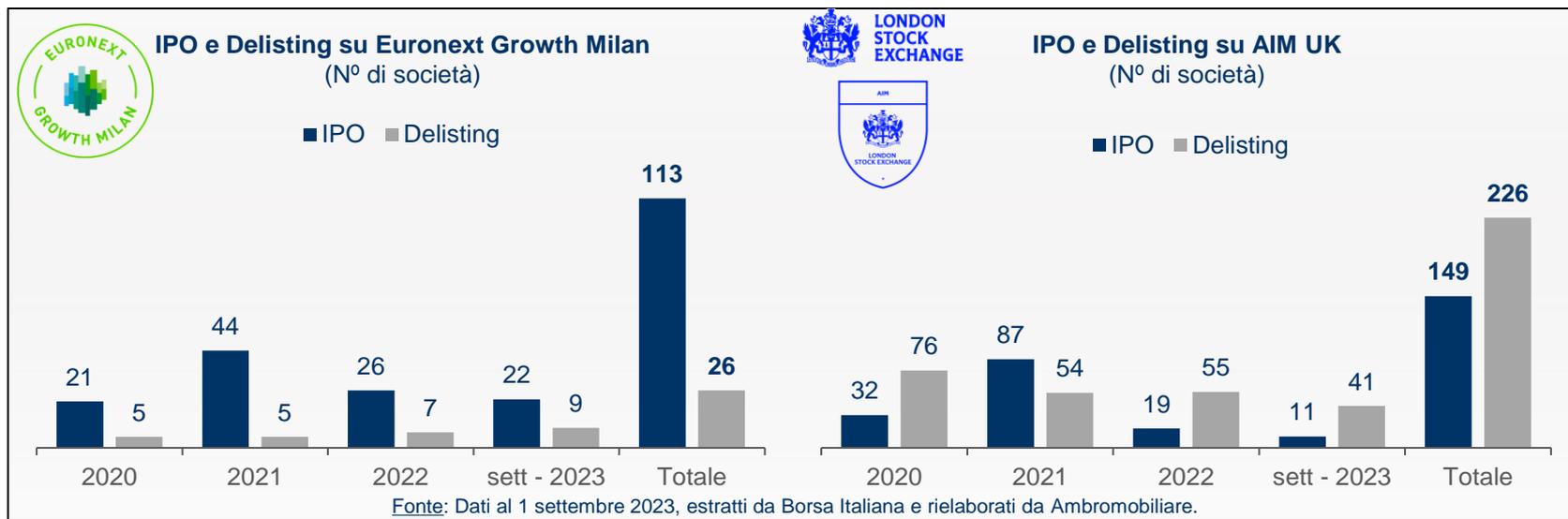
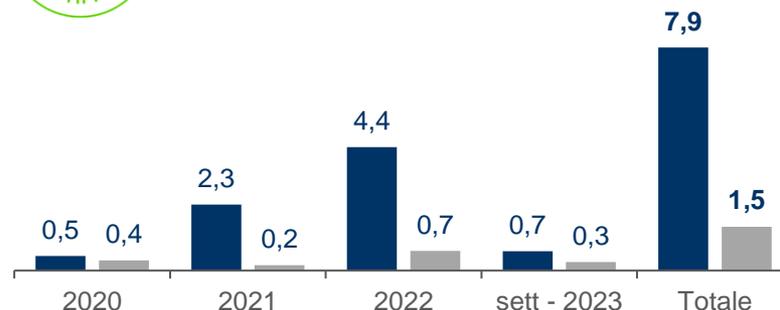
Il listino delle PMI (EGM confrontato con AIM UK)

- Situazione diametralmente opposta è quella che caratterizza il mercato **EGM**, dove il numero di ingressi nel periodo considerato è molto superiore al numero di delisting.
- Infatti, nel periodo considerato ci sono state **113** nuove quotazioni con una *market cap* complessiva pari a **€ 8 miliardi** e **26** delisting, con una perdita di market cap pari a **€ 2 miliardi**.
- EGM risulta essere un mercato molto dinamico anche se confrontato con il mercato **AIM UK**.
- La tendenza del *growth market* inglese infatti è la medesima mostrata dal mercato EXM, dove il numero di delisting nel periodo considerato è superiore al numero di IPO: il saldo netto tra IPO e delisting è **negativo per 77 società**.

Capitalizzazione delle IPO e Delisting su Euronext Growth Milan (€/mld)



■ IPO ■ Delisting



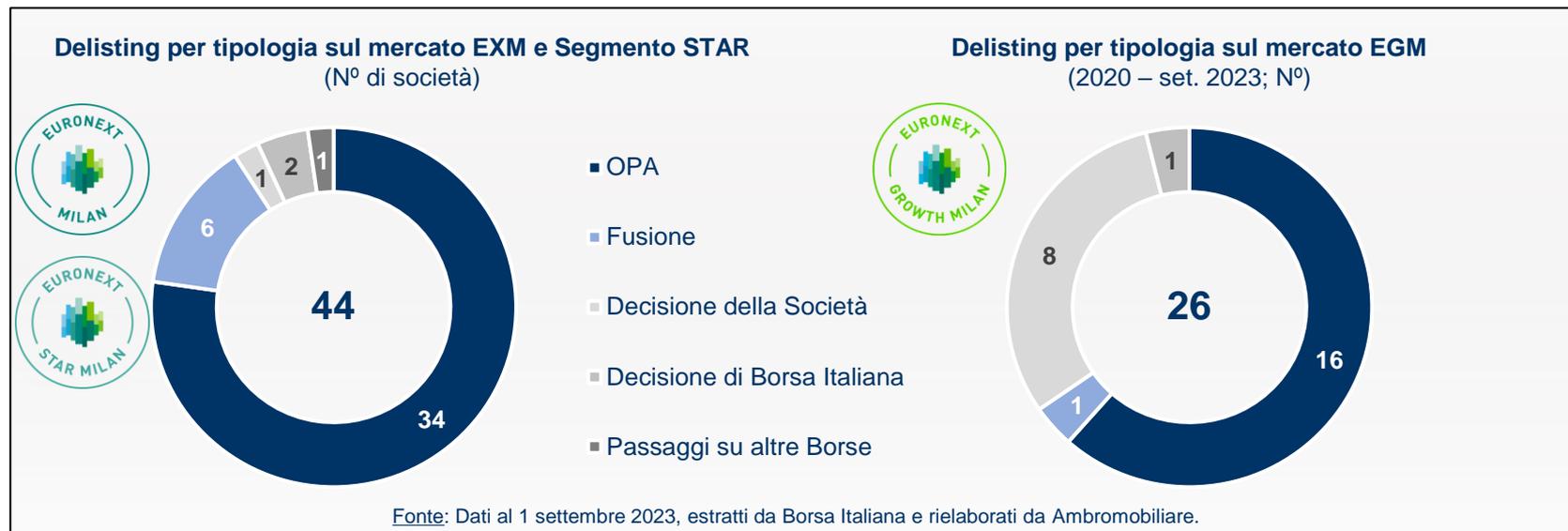
Chi va e chi viene: un'analisi del numero elevato di delisting in Italia

ottobre 2023



Le tipologie di delisting

- Di seguito sono riportate le statistiche relative ai **delisting conclusi** sui mercati di Borsa Italiana (sia EXM, segmento STAR e EGM).



- Come anticipato, il totale delle società delistate in Italia è **70**, la maggior parte dei quali è avvenuto tramite **OPA (50)**.
- In **7** casi, le società sono state delistate a seguito di una **fusione** con un'altra società quotata o non quotata. Tra i casi più importanti ricordiamo la fusione tra FCA e PSA che ha dato vita a **Stellantis**.
- In **9** casi, il delisting si è verificato a seguito della **decisione** presa dall'**assemblea degli azionisti** della società. Di queste in 4 casi su EGM si è tratto della messa in **liquidazione** di una **SPAC**, a seguito del non raggiungimento della prospettata *business combination*.
- In altri **3** casi, il delisting è avvenuto a seguito della **decisione** presa da parte di **Borsa Italiana S.p.A.**. Nello specifico, 1 caso ha riguardato l'impossibilità della società (Fabilia Group, su EGM) di trovare un Euronext Growth Advisor; 1 caso è relativo all'impossibilità della società (Cose Belle d'Italia su EXM) di conseguire l'oggetto sociale per depauperamento del Patrimonio Netto sociale; 1 caso è dovuto a seguito dell'ammissione della società alla procedura concorsuale di "amministrazione straordinaria" (Biancamano su EXM).
- L'ultimo caso di delisting è avvenuto tramite **trasferimento su un'altra borsa** valori e si è verificato nel 2022 con il passaggio di EXOR all'Euronext Amsterdam.

Confronto tra i mercati di borsa

- Di seguito sono riportati i **dati di sintesi** relativi solo ai delisting tramite **OPA** che hanno coinvolto le società quotate alla Borsa di Milano, **conclusi** e **annunciati** tra marzo 2020 e 31 agosto 2023.



	21 casi analizzati	15 casi analizzati	15 casi analizzati
Capitalizzazione di mercato media	€ 44,2 mln	€ 447,2 mln	€ 518,3 mln
Raccolta media in IPO	€ 12,3 mln	€ 68,3 mln	€ 135,1 mln
Permanenza media sul mercato da IPO a OPA	4 anni	21 anni	21 anni
Performance media annua da IPO a OPA	+21,9%	+3,6%	+3,0%
Premio medio OPA	+30,1%	+20,7%	+11,8%
OPA promossa da soggetti esterni / interni	19 esterni e 2 interni	10 esterni e 5 interni	9 esterni e 6 interni
Saldo IPO / Delisting	87	-14	-15

- Il mercato Euronext Growth Milan risulta essere quello più **"dinamico"**: il saldo netto tra le IPO e i delisting è positivo pari a **87 società**.
- Si tratta di un mercato **"vivace"**: il tempo di permanenza medio delle società su tale mercato, tra l'IPO e il delisting risulta pari a 4 anni.
- Il **premio medio** riconosciuto da parte dell'offerente agli azionisti è pari al **+30,1%** rispetto al prezzo di mercato antecedente la data di annuncio dell'operazione, superiore a quello riconosciuto sugli altri listini.
- La **performance annua media** è pari al **+21,9%**, superiore rispetto a quella riconosciuta sugli altri mercati.
- Nella maggior parte delle OPA analizzate (19 su 21 casi) l'offerta è stata promossa da **operatori esterni**, di cui 11 da un operatore di **private equity**. Dunque, in questi casi, la quotazione in borsa della società costituisce una **"vetrina"** per attirare investitori esterni.

Appendix

OPA sul mercato Euronext Growth Milan

Società EGM	IPO			OPA						
	Anno	Raccolta (mln)	Market cap (mln)	Data annuncio OPA	Eq. Value OPA (mln)	% premio	anni di permanenza	Perf. media annua	Tipologia offerente	Offerente Int/Est
Renergetica ⁽¹⁾	2018	€ 2,0	€ 11,0	04/08/2023	€ 81,9	+59,2%	5	+49,5%	Industriale	Esterno
Kolinpharma ⁽¹⁾	2018	€ 3,1	€ 10,1	21/06/2023	€ 16,0	+5,4%	5	+9,0%	Private Equity	Esterno
Labomar ⁽¹⁾	2020	€ 29,9	€ 110,9	21/05/2023	€ 188,5	+13,6%	3	+22,4%	Private Equity	Esterno
Digital360 ⁽¹⁾	2017	€ 4,6	€ 13,6	19/05/2023	€ 109,9	+14,8%	6	+42,3%	Private Equity	Esterno
Reevo	2021	€ 5,5	€ 35,6	16/05/2023	€ 89,0	+20,5%	2	+54,4%	Private Equity	Esterno
Sebino ⁽¹⁾	2020	€ 3,6	€ 26,6	04/04/2023	€ 97,0	+18,2%	3	+59,1%	Private Equity	Esterno
Cover 50	2015	€ 22,2	€ 81,8	15/03/2023	€ 44,2	+5,5%	8	-7,6%	Private Equity	Esterno
Sababa Security	2021	€ 9,0	€ 27,9	26/01/2023	€ 29,0	+14,7%	1	+3,6%	Private Equity	Esterno
Finlogic	2017	€ 6,3	€ 18,0	06/12/2022	€ 88,1	+68,5%	5	+33,5%	Private Equity	Esterno
Nice Footwear	2021	€ 5,5	€ 20,5	04/11/2022	€ 24,6	+6,2%	1	+20,9%	Private Equity	Esterno
Sourcesense	2020	€ 3,5	€ 10,8	24/06/2022	€ 35,6	+13,2%	2	+89,7%	Industriale	Esterno
Piteco	2015	€ 9,9	€ 59,8	15/06/2022	€ 226,5	+31,4%	7	+21,4%	Industriale	Esterno
Giorgio Fedon & Figli	2014	Dual Listing ⁽²⁾	€ 4,9	11/04/2022	€ 32,4	+134,9%	7	+29,4%	Industriale	Esterno
Assiteca	2015	€ 7,3	€ 57,4	28/02/2022	€ 240,0	+47,3%	7	+24,2%	Private Equity	Esterno
SITI B&T Group	2016	€ 26,0	€ 100,0	20/12/2021	€ 44,5	+31,0%	6	-13,2%	Azionista maggioranza	Interno
Euro Cosmetic	2020	€ 9,0	€ 30,0	21/09/2021	€ 40,9	+14,7%	1	+42,8%	Industriale	Esterno
Energica Motor Co.	2016	€ 8,6	€ 60,6	15/09/2021	€ 98,1	+3,6%	6	+8,9%	Industriale	Esterno
AMM	2019	€ 2,8	€ 20,9	26/05/2021	€ 19,5	+23,5%	2	-3,2%	Industriale	Esterno
Elettra Investimenti	2015	€ 5,0	€ 22,3	17/03/2021	€ 40,7	+16,5%	6	+10,8%	Private Equity	Esterno
CFT	2018	€ 78,2 ⁽³⁾	€ 174,7	07/12/2020	€ 88,1	+86,4%	2	-25,2%	Industriale	Esterno
Gruppo Green Power	2014	€ 3,3	€ 30,6	03/07/2020	€ 13,7	+2,4%	6	-11,7%	Azionista maggioranza	Interno
Media		€ 12,3	€ 44,2			+30,1%	4	+21,9%		
Min		€ 2,0	€ 4,9			+2,4%	1	-25,2%		
Max		€ 78,2	€ 174,7			+134,9%	8	+89,7%		

Fonte: Dati al 1 settembre 2023, estratti da Borsa Italiana e rielaborati da Ambromobiliare.

Note: (1) Le OPA erano ancora in corso alla data di raccolta dei dati, pertanto le Società non sono state ancora delistate; (2) La quotazione di Giorgio Fedon & Figli è stato una *dual listing*, senza raccolta, in quanto la Società aveva già le azioni quotate sul mercato NYSE Euronext Parigi; (3) La quotazione di CFT è successiva alla *business combination* con la SPAC Glenalta S.p.A..

- Il **tempo di permanenza** tra l'IPO e l'annuncio dell'OPA è pari a **4 anni** in media. La società più longeva sul mercato è rimasta quotata 8 anni.
- Il **premio medio** riconosciuto da parte dell'offerente è pari al +30,1% del prezzo di mercato antecedente la data di annuncio dell'operazione. Il premio maggiore è quello riconosciuto per l'OPA di Giorgio Fedon & Figli (+89,7%), mentre il premio minore è quello di Gruppo Green Power (+2,4%). Il motivo di un premio così basso è dovuto al fatto che l'OPA è avvenuta successivamente ad una precedente OPA lanciata meno di un anno prima, a seguito della quale, l'azionista di controllo deteneva una quota pari all'86,5%.
- La **performance media annua** della *market cap* dall'IPO delle società è pari al **+21,9%**.
- Per quanto riguarda la **tipologia di offerente**, la maggior parte delle OPA analizzate (19) sono state poste in essere da **operatori esterni**: 11 offerte sono state promosse da un operatore di **private equity** con previsione di un reinvestimento dell'azionista di maggioranza; in 8 casi si tratta di un'acquisizione da parte di un nuovo socio industriale (esterno). Si può quindi sostenere che in questi casi, la quotazione in borsa della società costituisce una "**vetrina**" per attirare investitori esterni.
- Mentre nei 2 casi residuali si tratta di un'OPA promossa dall'azionista di maggioranza (interno) con l'intento di riacquistare la società, probabilmente dovuto ad una riduzione della *market cap* dal momento dell'IPO.

Chi va e chi viene: un'analisi del numero elevato di delisting in Italia

ottobre 2023



OPA sul mercato Euronext Milan

Società EXM	IPO			OPA						
	Anno	Raccolta (mln)	Market cap (mln)	Data annuncio OPA	Eq. Value OPA (mln)	% premio	anni di permanenza	Perf. media annua	Tipologia offerente	Offerente Int/Est
Aedes SIIQ	2018	Direct Listing	N/A	30/09/2022	€ 82,0	+16,9%	4	N/A	Industriale	Esterno
ROSSS	2008	€ 3,9	€ 24,3	22/07/2022	€ 19,2	+1,0%	14	-1,6%	Azionista maggioranza	Interno
Cattolica Assicurazioni	2000	Direct Listing	€ 1.800,0	24/05/2022	€ 1.541,3	+8,7%	22	-0,7%	Industriale	Esterno
Coima RES	2016	€ 215,0	€ 355,1	28/04/2022	€ 361,1	+23,5%	6	+0,3%	Az. maggioranza & Private Equity	Interno
Autogrill	1997	N/A	N/A	19/04/2022	€ 2.437,3	+0,5%	25	N/A	Industriale	Esterno
Atlantia	1987	N/A	N/A	14/04/2022	€ 18.993,0	+24,4%	35	N/A	Az. maggioranza & Private Equity	Interno
Banca Investis (BIM)	1991	N/A	N/A	10/02/2022	€ 114,2	+34,2%	31	N/A	Private Equity	Esterno
Banca Carige	1995	N/A	N/A	14/12/2021	€ 608,6	+27,8%	27	N/A	Industriale	Esterno
TAS	2000	€ 17,5	€ 59,5	21/10/2021	€ 183,8	+7,8%	21	+5,5%	Private Equity	Esterno
Carraro	1995	N/A	N/A	29/03/2021	€ 191,3	+1,3%	26	N/A	Azionista maggioranza	Interno
Cerved Group	2014	€ 490,0	€ 995,0	09/03/2021	€ 1.855,1	+34,9%	7	+9,7%	Industriale	Esterno
ASTM	1969	N/A	N/A	20/02/2021	€ 3.597,2	+28,8%	52	N/A	Az. maggioranza & Private Equity	Interno
Credito Valtellinese	1994	N/A	N/A	23/11/2020	€ 736,6	+21,4%	27	N/A	Industriale	Esterno
Techedge	2018	€ 12,6	€ 108,3	17/11/2020	€ 139,2	+8,0%	2	+14,0%	Az. maggioranza & Private Equity	Interno
A.S. Roma	2000	€ 71,5	€ 286,0	05/08/2020	€ 73,3	-62,9%	20	-6,5%	Industriale	Esterno
Media		€ 135,1	€ 518,3			+11,8%	21	+3,0%		
Min		€ 3,9	€ 24,3			-62,9%	2	-6,5%		
Max		€ 490,0	€ 1.800,0			+34,9%	52	+14,0%		

Fonte: Dati al 1 settembre 2023, estratti da Borsa Italiana e rielaborati da Ambromobiliare.

- In media il **tempo di permanenza** tra l'IPO dell'emittente e l'annuncio dell'OPA è relativamente più lungo: in media **21 anni**. La società più longeva sul mercato (ASTM) ha una permanenza di 52 anni.
- Il **premio medio** riconosciuto da parte dell'offerente è pari al +11,8% del prezzo antecedente la data di annuncio dell'operazione. Solo il premio riconosciuto agli azionisti di AS Roma è negativo, pari a -62,9%. Questo è dovuto al fatto che già alcuni mesi prima dell'annuncio dell'operazione erano usciti *rumors* (novembre 2019) su una possibile trattativa che interessava l'azionista di maggioranza che ha portato ad un incremento repentino del prezzo.
- La **performance media annua** della *market cap* delle 7 società per le quali sono disponibili i dati dall'IPO è pari al +3,0%. Di queste, 4 Società hanno mostrato una performance positiva.
- Per quanto riguarda la **tipologia di offerente**, in 9 casi si è trattato di un'offerta proposta da **operatori esterni**: in 7 casi si è trattato di un operatore industriale e in altri 2 casi da un operatore di private equity.
- Nei restanti 6 casi, si è trattato di un'offerta promossa da **operatori interni**: in 4 casi il riacquisto è avvenuto da parte dell'azionista di maggioranza supportato da un operatore di private equity per sostenere l'esborso finanziario, mentre in 2 casi si è trattato di un'OPA promossa esclusivamente dall'azionista di maggioranza. Probabilmente l'operazione di riacquisto è dovuta ad una riduzione della market cap dal momento dell'IPO e dalla conseguente scelta opportunistica dei soci di ricomprare la società a buon prezzo.

Chi va e chi viene: un'analisi del numero elevato di delisting in Italia

ottobre 2023



OPA sul mercato Euronext Milan – Segmento STAR

Società STAR	IPO			OPA						
	Anno	Raccolta (mln)	Market cap (mln)	Data annuncio OPA	Eq. Value OPA (mln)	% premio	anni di permanenza	Perf. media annua	Tipologia offerente	Offerente Int/Est
Prima Industrie	1999	N/A	N/A	07/12/2022	€ 262,1	+1,0%	23	N/A	Private Equity	Esterno
DeA Capital	2000	Direct Listing	€ 1.955,5	02/12/2022	€ 128,6	+25,0%	23	-11,3%	Azionista maggioranza	Interno
Net Insurance	2013	€ 13,1	€ 136,5	28/09/2022	€ 175,9	+21,6%	9	+2,9%	Industriale	Esterno
Banca Finnat	1939	N/A	N/A	24/03/2022	€ 112,5	+20,6%	83	N/A	Azionista maggioranza	Interno
Be Shaping the Future	2000	€ 44,6	€ 178,6	11/02/2022	€ 465,4	+29,7%	21	+4,6%	Private Equity	Esterno
Falck Renewables	2002	Direct Listing	€ 25,5	20/10/2021	€ 2.871,8	+15,2%	19	+28,2%	Private Equity	Esterno
La Doria	1995	N/A	N/A	27/09/2021	€ 511,5	-15,1%	26	N/A	Private Equity	Esterno
Reno de Medici	1996	N/A	N/A	03/07/2021	€ 547,8	+2,7%	25	N/A	Private Equity	Esterno
Retelit	2000	€ 120,0	€ 600,0	30/05/2021	€ 468,2	+10,9%	21	-1,2%	Private Equity	Esterno
Sicit Group	2019	-(1)	€ 190,0	16/04/2021	€ 347,3	-0,3%	2	+37,2%	Private Equity	Esterno
PanariaGroup	2004	€ 88,7	€ 252,0	01/04/2021	€ 83,9	+20,8%	16	-6,5%	Azionista maggioranza	Interno
Isagro	2003	€ 16,0	€ 64,0	08/03/2021	€ 106,9	+119,0%	17	+3,0%	Industriale	Esterno
Guala Closures	2018	-(1)	€ 671,8	08/12/2020	€ 574,2	+17,1%	2	-6,4%	Private Equity	Esterno
Massimo Zanetti BG	2015	€ 127,6	€ 397,9	26/10/2020	€ 172,0	+28,2%	5	-14,4%	Azionista maggioranza	Interno
IMA	1995	N/A	N/A	19/07/2020	€ 2.938,5	+13,8%	25	N/A	Az. maggioranza & Private Equity	Interno
Media		€ 68,3	€ 447,2			+20,7%	21	+3,6%		
Min		€ 13,1	€ 25,5			-15,1%	2	-14,4%		
Max		€ 127,6	€ 1.955,5			+119,0%	83	+37,2%		

Fonte: Dati al 1 settembre 2023, estratti da Borsa Italiana e rielaborati da Ambromobiliare.

Note:

(1) La quotazione di SICIT e di Guala Closures è successiva alla business combination con una SPAC.

- Come per il mercato EXM, anche gli emittenti quotati al segmento STAR il **tempo di permanenza** dall'IPO in media è pari a **21 anni**. La società più longeva sul mercato (Banca Finnat) è stata quotata per 83 anni.
- Il **premio medio** riconosciuto da parte dell'offerente è pari al +20,7% del prezzo antecedente la data di annuncio dell'operazione. Solo il premio riconosciuto agli azionisti di La Doria (ca. -15,1%) e di Sicit Group (ca. -0,3%) è negativo. Nel caso di La Doria, nei giorni precedenti l'annuncio, erano già usciti rumors su una possibile trattativa che interessava l'azionista di maggioranza. Nel caso di SICIT, il limitato sconto (-0,3%) è dovuto al fatto che dal prezzo di mercato al giorno precedente l'annuncio va decurtato il dividendo già deliberato (pari a €0,55 per azione): pertanto il prezzo di offerta risulta più elevato rispetto al prezzo di mercato post-stacco di dividendo.
- La **performance media annua** della *market cap* delle 10 società per le quali sono disponibili i dati dall'IPO è pari al **+3,6%**. Di queste, 5 Società hanno mostrato una performance positiva.
- Per quanto riguarda la **tipologia di offerente**, in 10 casi si è trattato di un'offerta proposta da **operatori esterni**: in 8 casi si è trattato di un operatore di private equity (con previsione di un reinvestimento dell'azionista di maggioranza) e in 2 casi si è trattato di un nuovo operatore industriale.
- Nei restanti 5 casi, si è trattato di un'offerta promossa da **operatori interni**: in 4 casi si è trattato di un'OPA promossa esclusivamente dall'azionista di maggioranza e in 1 caso (IMA) l'azionista di controllo nel riacquisto è stato supportato da un operatore di private equity per sostenere l'esborso finanziario.

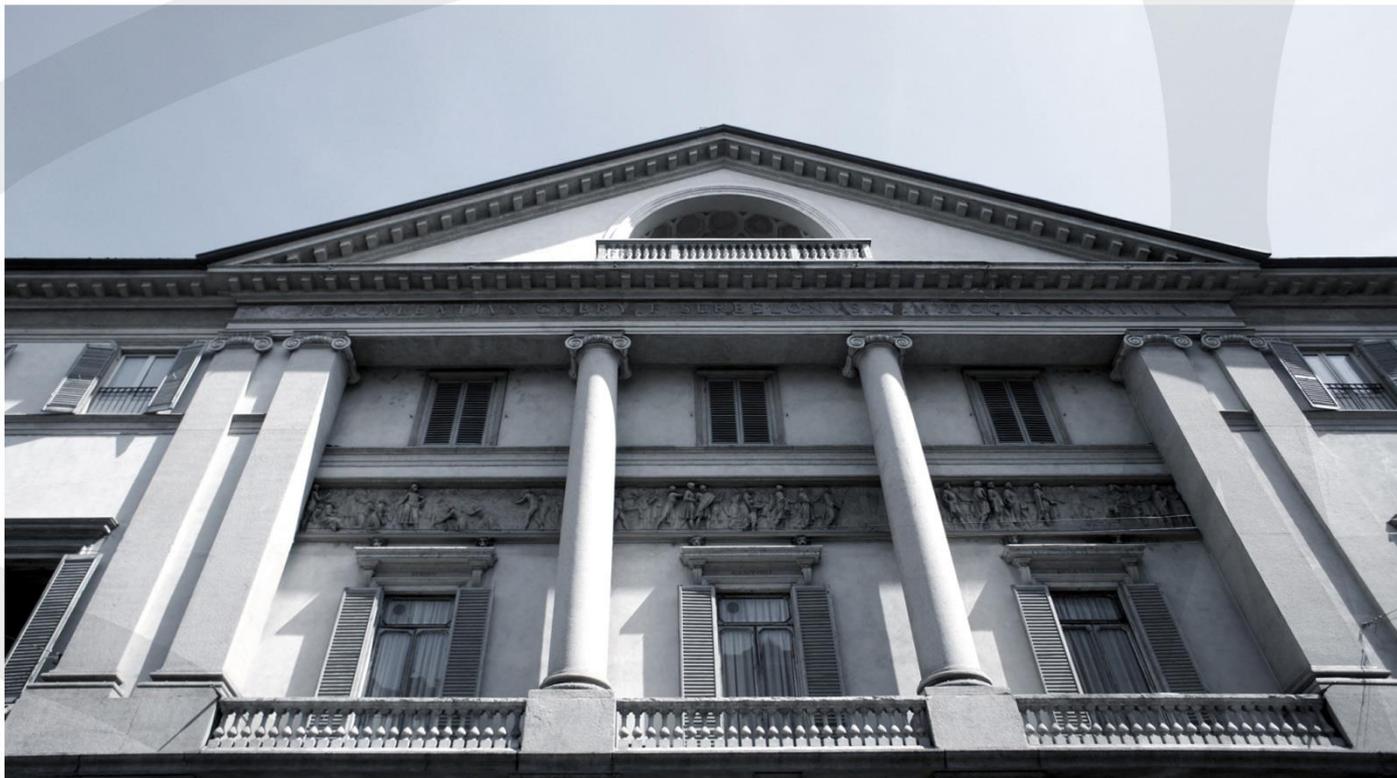
Chi va e chi viene: un'analisi del numero elevato di delisting in Italia

ottobre 2023





AMBROMOBILIARE



Ambromobiliare S.p.A

Corso Venezia, 16 – 20121 Milano – **t.** +39 02 873 990 69 r.a. – **f.** +39 02 873 990 81
www.ambromobiliare.it - direzione@ambromobiliare.it