



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**Analisi del mercato mobiliare attraverso le sue
caratteristiche, regolamentazioni e
concretizzazioni: il caso Ferrari**

**Securities market analysis through its properties,
regulations and implementations: the Ferrari
business case**

Relatore:

Prof. Mazzoli Camilla

Tesi di Laurea di:

Petrelli David

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

Introduzione

1. Il mercato mobiliare primario

- 1.1. Le caratteristiche del mercato primario
- 1.2. L'offerta pubblica iniziale, le IPO
- 1.3. Un'analisi "Costi-Benefici" che un'impresa dovrebbe considerare prima di decidere di quotarsi
- 1.4. Il processo di quotazione
 - 1.4.1. La selezione dell'Underwriter e del consorzio di collocamento
 - 1.4.2. Redazione e registrazione del prospetto informativo
 - 1.4.3. Il processo di Road show e il marketing della quotazione
 - 1.4.4. Il processo di pricing
 - 1.4.5. La quotazione finale e le negoziazioni sui mercati mobiliari secondari

2. Il mercato mobiliare secondario

- 2.1. I mercati regolamentati (MR)
- 2.2. Il Multilateral Trading Facilities (MTF)
- 2.3. Gli Internalizzatori Sistemati (IS)
- 2.4. Il confronto tra le diverse Trading venues
- 2.5. L'impatto della MiFID sui mercati mobiliari secondari

3. Il caso aziendale: Ferrari si quota in Borsa

3.1. La storia dell'azienda e i suoi principali competitors

3.2. Gli obiettivi che Ferrari ha deciso di raggiungere decidendo di quotarsi

3.3. Il processo di quotazione affrontato dall'azienda

3.4. Andamento e possibilità di negoziazione del titolo RACE nel mercato mobiliare
secondario

Conclusioni

Bibliografia

Appendici

Ringraziamenti

Introduzione

Prima di trattare dei mercati mobiliari primari e secondari è bene chiarire che cosa sia un mercato mobiliare.

BorsaItaliana.it definisce un mercato come “un luogo, reale o virtuale, caratterizzato da strumenti, operatori e regole in base alle quali sono emesse o scambiate attività finanziarie”¹. Nel caso di un mercato mobiliare le attività finanziarie oggetto di scambio sono strumenti finanziari negoziabili, essi possono essere di prima emissione, definendo così il mercato mobiliare primario, oppure già in circolazione, determinando il mercato mobiliare secondario. È importante chiarire che la distinzione del mercato mobiliare in primario e secondario è puramente astratta e viene fatta per scopi teorici.

Il mercato mobiliare primario è caratterizzato dal fenomeno della prima quotazione aziendale, ovvero un'azienda che decide di quotarsi in Borsa, aprendo di fatto il suo capitale sociale a terzi.

Durante tutto il primo capitolo si vedranno in primis le sue caratteristiche, tutti i fattori positivi e non da considerare prima di intraprendere questo percorso, mentre la fase conclusiva del capitolo è dedicata all'analisi del processo di quotazione, andando a trattare nel dettaglio tutte le fasi, dalla selezione del corretto *Underwriter* alla quotazione finale e il conseguente ingresso nel mercato mobiliare secondario.

¹ BorsaItaliana.it, articolo “Trading Venue”, 19 Giugno 2015

Il mercato mobiliare secondario sarà invece il protagonista del secondo capitolo, esso ha a che fare con titoli che sono già stati emessi e che vengono negoziati in un secondo momento tra investitori nelle *Trading venues*.

Durante il secondo capitolo si affronteranno tutte le *Trading venues* (luogo delle contrattazioni) che rappresentano la sede degli scambi e, fino al 31 Ottobre del 2007, era ad appannaggio esclusivo dei mercati regolamentati, nel caso dell'Italia di Borsa Italiana. Tratteremo oltre alla già citata Borsa Italiana, anche gli altri luoghi di contrattazione, mettendoli a confronto tra di loro, evidenziando la loro popolarità e convenienza in relazione al panorama legislativo in continua evoluzione.

Al termine di questo capitolo si analizzerà l'avvento della normativa europea MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*) del 2004. In particolare si vedrà come questa normativa ha imposto nuove basi per il mercato finanziario unico europeo, modificandolo inevitabilmente, aprendo ad esempio i mercati secondari anche alle imprese d'investimento quali Banche e SIM, creando così un regime di concorrenza a vantaggio, almeno teoricamente, degli investitori.

Dopo aver affrontato tutto il mercato mobiliare, nel capitolo finale si tratterà il caso aziendale di un'eccellenza italiana, ovvero Ferrari S.p.A..

Ferrari nel 2015 scelse di quotarsi in Borsa, prima a Wall Street e successivamente nella Borsa Italiana; nel terzo capitolo si scopriranno i motivi che hanno determinato questa scelta, il processo di quotazione che ha dovuto sostenere, ed infine si vedrà l'andamento

del suo titolo “RACE” dalla prima quotazione fino ad oggi e le varie possibilità di negoziazione nel mercato mobiliare secondario.

1. Il mercato mobiliare primario

Nell'introduzione è già stata affrontata la differenza che sussiste tra un mercato mobiliare primario e secondario. Le aziende si affidano al mercato primario per avere a disposizione un ulteriore canale di finanziamento ma, di controparte, il fenomeno della prima quotazione è estremamente delicato in quanto l'azienda decide di aprire il capitale sociale agli investitori. Tutto l'iter da compiere, dallo scegliere il giusto *Underwriter* a suscitare l'interesse di potenziali investitori, deve essere svolto nei migliori dei modi in quanto, da uno strumento agevolativo per l'ascesa di un'azienda può trasformarsi in quello della sua rovina. Passiamo quindi a trattare le caratteristiche del mercato primario, le motivazioni per le quali un'azienda decida di quotarsi, affrontando poi tutte le fasi di questo processo.

1.1. Le caratteristiche del mercato primario

Se il mercato mobiliare secondario, come vedremo, ha come funzione principale quella della negoziazione dei titoli, il mercato mobiliare primario si occupa esclusivamente della prima emissione dei titoli: infatti è proprio tramite questa operazione che un'azienda per la prima volta si quota in Borsa e si rende disponibile agli investitori.

Lo scopo principale per il quale un'azienda si quota è quello di ottenere il finanziamento dell'emittente; è proprio questa l'unica fase in cui c'è un rapporto

diretto tra Azienda-Investitore. Durante infatti la successiva negoziazione, i titoli vengono scambiati tra investitori senza incidere in nessun modo sull'azienda che ha già ottenuto il suo finanziamento; si avrà quindi un rapporto Investitore-Investitore.

A scopo esemplificativo (il suo caso aziendale verrà approfondito nel capitolo conclusivo) il 21 Ottobre 2015 a Wall Street, l'azienda automobilistica italiana Ferrari ha reso disponibile al pubblico il 10% del suo capitale sociale. Come si legge dall'articolo pubblicato su La Repubblica del medesimo giorno, "FCA ha offerto sul mercato 17,18 milioni di titoli Ferrari, che portano la raccolta con la quotazione a 893,36 milioni di dollari."². Ecco come il rapporto Azienda (Ferrari) e Investitori si sia concretizzato: la prima ha offerto un decimo del suo capitale sociale, gli investitori da parte loro hanno fornito ben 893.360.000 \$ nelle casse dell'azienda di Maranello; dopo di che il titolo che era stato prezzato a 52 dollari ha subito nell'arco della stessa giornata un incremento del 15% arrivando a 60 dollari per poi ritracciare, ma questo fenomeno non ha intaccato gli 893,86 milioni di dollari raccolti da Ferrari, in quanto questa fluttuazione del titolo non rientra più nel mercato primario, bensì nel secondario dove sono coinvolti solamente gli investitori.

² Repubblica.it, "Il gran giorno di Ferrari: debutto col botto a Wall Street. Elkann e Marchionne aprono la seduta", del 21 ottobre 2015.

1.2. L'offerta pubblica iniziale, le IPO

L'offerta pubblica iniziale, o meglio conosciuta come IPO, dall'acronimo inglese *Initial Public Offering*, viene definita da Borsa Italiana come “[...] lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico, che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato.”³. Per quotazione si intende il primo ingresso dei titoli emessi da un'azienda in un mercato regolamentato finalizzato alla raccolta, tramite il collocamento di titoli azionari tra gli investitori, di nuovo capitale.

Essendo rivolta agli investitori, quindi al pubblico, l'IPO deve sottostare al Testo Unico della Finanza (Decreto Legislativo 58/1998) garantendo che l'informazione sia recepita dall'offerta in maniera trasparente.

A maggior ragione, in Italia, una società che decide di quotarsi deve comunicare preventivamente questa decisione alla Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) fornendo a quest'ultima tutti i dettagli della futura operazione mediante prospetti contenenti al loro interno: l'elenco di tutti i soggetti che parteciperanno all'operazione di quotazione, i ruoli che ricopriranno e tutte le caratteristiche dell'offerta che si vuole quotare; prima di poter procedere quindi la società deve ottenere l'approvazione del prospetto da parte della Consob.

³ BorsaItaliana.it, Glossario finanziario / Offerta Pubblica Iniziale

Esistono tre tipologie di Offerta Pubblica Iniziale: se le azioni emesse dall'azienda sono nuove nel mercato in cui si quota, l'offerta prenderà il nome di Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS), se invece le azioni emesse sul mercato erano già esistenti e di proprietà dell'azienda si tratterà di una vendita e quindi l'offerta prenderà il nome di Offerta Pubblica di Vendita (OPV), infine l'ultima tipologia, estremamente rara è una via di mezzo tra quelle precedentemente esposte e prenderanno il nome di OPVS, cioè Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione.

1.3. Un'analisi “Costi-Benefici” che un'impresa dovrebbe considerare prima di decidere di quotarsi

Per ogni decisione che un'azienda può assumere o meno, esistono degli elementi favorevoli che potremmo definire “benefici” e degli elementi svantaggiosi che potremmo invece chiamare “costi”. Questa analisi, svolta tipicamente dai *Controller* aziendali, può venirci in aiuto per evidenziare quali sarebbero i “benefici” e i “costi” che un'azienda dovrebbe sopportare qualora decida di quotarsi. Essi vanno senz'altro considerati per non prendere la decisione sbagliata, con ripercussioni a medio-lungo termine che una scelta del genere può comportare.

1.3.1. Gli elementi a favore della quotazione, i “benefici”

Come già detto in precedenza uno dei motivi che può spingere una società a quotarsi è senz'altro quello di incrementare, ma soprattutto diversificare, le fonti finanziarie, non ricorrendo esclusivamente quindi all'autofinanziamento o all'indebitamento bancario, ma rendendo la partecipazione al capitale sociale disponibile anche agli investitori esterni all'azienda. Va aggiunto inoltre che se si tratta di un'offerta OPS, un ulteriore vantaggio è quello di far crescere le risorse finanziaria a disposizione dell'azienda emettendo sul mercato nuove azioni.

Altro elemento assolutamente da tenere in considerazione, generato dalla quotazione di un'azienda, è il miglioramento della percezione che da di sé, in particolare ne gioverebbe il *credit standing* (merito creditizio) cioè l'indicatore che rappresenta l'affidabilità dell'azienda dal punto di vista economico-finanziario. Questa scelta può anche essere una decisione di marketing, in particolare del marketing mix che ogni azienda adotta, il quale si occupa dell'immagine dell'azienda e soprattutto del valore aggiunto che questa può dare ai suoi prodotti nel mercato.

Un'azienda quotata è meritevole di offrirsi al pubblico in quanto ha dovuto superare tutti quei controlli che la Consob gli impone per esserlo. Il superamento di questi controlli rassicura l'ente erogante, di solito un istituto bancario, sul basso rischio di solvenza da parte dell'azienda.

Ulteriore risultato del superamento dei controlli posti dalla Consob è la certificazione della credibilità verso gli *stakeholders*, letteralmente (“*to hold a stake*”), significa

possedere o portare un interesse, un titolo, inteso quasi nel senso di un “diritto”. Gli *stakeholders* sono quindi quei gruppi o individui che hanno degli interessi nei confronti di un’attività dell’impresa, o dell’impresa stessa. Il loro contributo è essenziale per il raggiungimento di uno specifico obiettivo aziendale⁴; sono ad esempio: azionisti, clienti, fornitori ma anche gli stessi dipendenti.

Un altro beneficio derivante dalla quotazione è il fatto di migliorare la gestione aziendale. Un’azienda quotata ha tutta una serie di obblighi verso i suoi investitori che le impongono: di essere ordinata contabilmente, e di effettuare un’attività di *reporting* intensa, tutto questo a vantaggio della sua trasparenza verso i suoi investitori. Basta infatti accedere a qualsiasi sito web di una qualsiasi azienda quotata e si potrà trovare facilmente la parte dedicata agli investitori. Prendiamo ad esempio il sito web dell’azienda Biesse di Pesaro, leader nella progettazione di macchinari per il taglio del legno; nel menù a tendina oltre alle voci “Company” e “Contacts”, troviamo anche “Investor Relations” in cui è presente una raccolta di documenti che spaziano dalle recensioni e relazioni della Stampa, agli *Internal dealing*, fino ai *Quarterly Reports*, dal 2000 al 2020.⁵

Tutti questi documenti e relazioni sono quindi disponibili e facilmente consultabili da chiunque essendo on-line. Questa trasparenza degli obiettivi e dei risultati conseguiti

⁴ GlossarioMarketing.it, definizione “Stakeholder”, di D. Cocuzza.

⁵ Biesse.com / Investor Relations / Biesse over the years.

può quindi ritorcersi anche contro la stessa azienda, comportando un importante rischio da considerare proprio in fase decisionale.

1.3.2. Gli elementi contrari alla quotazione, i “costi”

Dopo aver trattato tutti i benefici che una quotazione può apportare ad un'azienda, passiamo ad analizzare i costi, distinguendoli in due modi: i costi in senso stretto, quindi delle vere e proprie uscite per l'azienda, e i costi “indiretti”, ovvero degli elementi svantaggiosi che possono danneggiare l'andamento aziendale nel medio-lungo termine.

Prima ancora dell'apertura del capitale sociale agli investitori, l'azienda deve sostenere dei costi di marketing per la promozione dell'offerta, i *road show* e la diffusione del prospetto informativo presso i potenziali investitori.

Riprendendo l'esempio di Ferrari, prima della quotazione a Wall Street, l'azienda modenese aveva effettuato un *road show* a Maranello e in alcune principali città globali come Londra e New York; il giorno stesso del suo debutto in Borsa, Wall Street era stata acchittata di rosso con inserzioni raffiguranti il cavallino rampante ed erano esposte all'ingresso diverse vetture; tutto questo ha comportato però delle uscite per l'azienda.

Ritornando ai costi, l'*Underwriter* che garantisce l'offerta richiede un compenso, le banche o il sindacato si fanno pagare per collocare grandi parti d'azioni, contattare i propri fondi, eccetera...

Borsa Italiana è un'azienda e in quanto tale deve conseguire un utile, perciò ottiene attività tramite il pagamento delle sue commissioni per il servizio di quotazione e la permanenza nel suo listino.

Una volta poi che l'azienda sarà quotata, dovrà sostenere tutta una serie di nuovi costi come quelli per le consulenze, per la certificazione dei bilanci, per le pratiche amministrative e per la redazione della documentazione richiesta dalle attività di vigilanza.

Passando invece ai costi indiretti, il fatto di avere a che fare con degli investitori obbliga l'azienda di dotarsi di un servizio di *Investor relation* come nel caso della Biesse trattato in precedenza, e quindi di assumere un team di dipendenti che si occupi esclusivamente di produrre informativa al mercato e alla comunità finanziaria.

Questo flusso informativo delicato è disponibile a tutti, quindi anche ai *competitors* dell'azienda: questo comporta una perdita del proprio vantaggio competitivo proprio perché la concorrenza conoscerà e potrà analizzare e confrontare le performance registrate, nonché i futuri obiettivi aziendali; ciò non toglie che qualora le aziende concorrenti siano quotate, questo spionaggio industriale può essere effettuato a sua volta dalla stessa azienda spiata.

Infine il fatto di avere degli investitori, che di conseguenza mirano ad ottenere un rendimento rapido, può influenzare l'azienda a prendere decisioni che puntino tutto sul breve termine, trascurando la possibilità di eseguire in maniera continuativa investimenti come ad esempio in attività di Ricerca e Sviluppo, che forniscono dei

rendimenti solo nel lungo termine, ma che garantiscono la possibilità per l'azienda di innovare, e di conseguenza di sopravvivere negli anni.

1.4. Il processo di quotazione

Il processo di quotazione è composto da varie parti, che si susseguono una dopo l'altra e portano alla quotazione dell'azienda e la sua successiva negoziazione nei mercati secondari.

Nel capitolo finale concretizzeremo tutto questo processo, proponendo il caso aziendale della Ferrari, ripercorrendo tutte le fasi che tratteremo ora solo in maniera teorica.

1.4.1. La selezione dell'Underwriter e del Consorzio di Collocamento

Un Consorzio di Collocamento è un gruppo di banche o società finanziarie che si assumono il compito di collocare nel mercato secondario, quindi ai risparmiatori, un determinato prestito obbligazionario o un pacchetto di azioni affidatogli dalla società emittente. Il consorzio di collocamento non garantisce all'emittente nessun quantitativo o percentuale di collocamento, per questa caratteristica si differenzia da un Consorzio di garanzia. L'*Underwriter* è un intermediario membro di un consorzio di collocamento che si impegna a sottoscrivere i titoli non collocati presso il

pubblico.⁶ In sintesi, secondo un articolo redatto dalla giornalista americana Caroline Banton, è un *Underwriter* “colui che valuta e si assume il rischio di un’altra parte a fronte di una commissione (*fee*) che può essere un premio, uno spread un interesse o una commissione stessa”⁷. Sempre Banton, nel medesimo articolo evidenzia come gli *Underwriters* non sempre acquistano azioni IPO o si fanno da garanti, ma a volte possono promettere solo di piazzarle al pubblico al miglior prezzo possibile: “*Underwriters don't always purchase IPO-issued stock or guarantee a certain price for it. They only promise to use best efforts to sell the issue to the public at the best possible price.*”⁷.

Tuttavia la forma di *underwriting* più comune è il *firm commitment* che consiste nell’acquistare tutte le azioni IPO da un’azienda ad un certo prezzo, supponiamo ad esempio 93,00 euro l’una, rivendendole poi al pubblico ad un prezzo superiore, 100 euro, guadagnando sulla differenza che viene definita *gross spread* e che di solito è, come nel nostro esempio, del 7%; ecco che quindi si riconferma la definizione fornita in precedenza dalla Banton in cui l’*Underwriter* acquista tutto e si assume lui in prima persona (*another party's risk*) il rischio dell’azienda in questione, che ottiene subito ed interamente il capitale dall’*Underwriter*, ma che dovrà riconoscere a quest’ultimo una commissione, il *gross spread*, per il rischio che si assume in caso non riesca a

⁶ Borsaitaliana.it, “Glossario Finanziario” - Underwriter

⁷ Investopedia.com, “Personal finance” / “Insurance” / “Underwriter”, di Caroline Banton, del 24 Maggio 2019

piazzarle tutte. Agli *Underwriter* che appartengono ad un consorzio, la commissione ricevuta non sarà riconosciuta interamente ma solo del 60%.

Per l'azienda che decide di quotarsi questa fase iniziale di scelta del giusto *Underwriter* o consorzio è assolutamente determinante poi per tutto il conseguente svolgimento, per cui l'azienda deve valutare la reputazione e l'esperienza dell'intermediario in questione, ma soprattutto le reti di relazioni e affiliazioni che l'intermediario ha con tutto il sistema, fondamentali per compilare il *Book Building*.

1.4.2. La redazione e registrazione del prospetto informativo

Il *range* dell'offerta è una delle fasi più complesse di un'IPO. Per prendere la decisione dell'intervallo di prezzo preliminare dell'offerta è vitale effettuare una valutazione dell'impresa quotata. Questo intervallo di prezzo è lo scostamento del valore di un singolo titolo che può avere, sia in alto che in basso. Supponiamo ad esempio che il *range* per un'azienda Alfa va da 3€ a 6€, questo significa che il prezzo finale dell'offerta potrà avere un valore compreso all'interno di questo intervallo.

Una volta deciso il *range*, trovando il punto di incontro tra le aspettative dell'impresa e quelle dell'intermediario, questo viene pubblicato nel prospetto di quotazione.

Il prospetto di quotazione è un documento redatto dall'emittente che ha richiesto la quotazione in Borsa. Questo prospetto deve essere approvato dalla Consob e pubblicato prima della data stabilita per l'avvio delle negoziazioni. Il prospetto di quotazione deve essere redatto secondo il Regolamento Emittenti n. 11971/99 del 14

Maggio 1999, adottato dalla Consob, e deve comprendere una serie dettagliata di informazioni come: il regolamento di emissione, la consistenza dei mezzi propri, l'attività dell'emittente, l'intervallo di prezzo preliminare dell'offerta, e i bilanci⁸.

1.4.3. I Road show e il marketing della quotazione

Dopo aver ottenuto l'approvazione del prospetto di quotazione da parte della Consob, l'azienda insieme al consorzio di collocamento scelto all'inizio di questo processo procedono col promuovere l'IPO tramite un *road show* per attirare l'interesse degli investitori istituzionali.

Il *road show*, letteralmente “mostrare in strada”, è una tecnica di marketing sempre più popolare in questa fase storica in cui l'azienda si presenta ai consumatori, proponendo prodotti e non solo, aumentando la sua *brand awareness*.

Durante un *road show* finanziario in particolare, l'azienda non presenta nuovi prodotti ma può utilizzare quest'ultimi per suscitare l'interesse degli investitori istituzionali. Si tratta infatti di una prima presentazione pubblica della società e del suo management alla comunità finanziaria.

L'importanza di aver scelto il giusto *Underwriter* si concretizza proprio in questa fase. L'intermediario in questione infatti si mette in contatto con tutti quei fondi, società di assicurazioni, eccetera, con i quali ha già avuto relazioni in passato, quindi un

⁸ Regolamento Emittenti adottato con delibera n.11971 del 14.5.1999, aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n.21016 del 24.7.2019

consorzio solido e che si è contraddistinto per i suoi precedenti buoni risultati, riuscirà a proporre l'offerta dell'azienda a molti più investitori rispetto a quelli che potrebbe garantire un altro intermediario che negli anni si è creato una pessima reputazione. Solitamente un *road show* si caratterizza per eventi come cene, presentazioni o incontri in più città nel mondo, nei quali, oltre a promuovere le proprie IPO, si raccolgono importanti informazioni sull'interesse degli investitori riguardo l'azienda, che saranno determinanti poi nell'ottenimento del prezzo finale dell'offerta, poco prima della fase terminale di quotazione.

1.4.4. Il processo di pricing

Il processo di *pricing* si apre con la compilazione delle domande di sottoscrizione da parte degli investitori, questo fenomeno prende il nome di *book building*. Durante il *road show* visto in precedenza, l'intermediario raccoglie gli ordini di acquisto di tutti gli investitori istituzionali e riesce tramite questi a delineare man mano il prezzo d'offerta dell'IPO. Questa attività produce un *price adjustment* lungo il *range*, per il quale, se la domanda dei titoli tra gli investitori è elevata, il prezzo finale si aggirerà molto vicino al massimo del *range*, mentre se si registra invece uno scarso interesse, il prezzo sarà molto vicino al suo minimo. Riprendendo il *range* esemplificativo dell'azienda Alfa (paragrafo 1.4.2.) che va da 3€ a 6€, nel primo caso il prezzo finale sarà molto vicino a 6€, nel secondo a 3€. Per garantire quindi che il prezzo di un singolo titolo si avvicini all'estremo massimo del *range*, come già ribadito,

l'*Underwriter* deve saper presentare egregiamente l'azienda e raccogliere un gran numero di ordini d'acquisto, che andranno poi inseriti nel "libro". Il risultato del processo di *book building*, sarà quindi un elenco di tutti questi ordini organizzati in base alle quantità acquistate ed al suo prezzo d'acquisto, ad esempio: Fondo M&S richiede 100 quote a 5€ l'una, Fondo T richiede 58 quote a 4€ l'una, e così via.

Una volta completato il *book* e terminato tutti i *road show*, si può procedere con la fase conclusiva di questo processo, ovvero la quotazione in Borsa e la conseguente negoziazione del titolo nel mercato mobiliare secondario.

1.4.5. La quotazione e il mercato secondario

In quest'ultimo paragrafo infine tratteremo la parte conclusiva di tutto il processo che porta alla prima quotazione di un'azienda.

Una volta cessato il fenomeno del *price adjustment*, si ottiene il prezzo finale al quale ogni singola azione verrà venduta; dopo tutte le dovute decurtazioni, per onorare le commissioni richieste dal consorzio di collocamento che ha curato tutta la fase di preparazione e per riconoscere a Borsa Italiana il servizio d'ingresso nel suo listino titoli, l'azienda ottiene finalmente il suo finanziamento ed "esce di scena" dal mercato mobiliare.

Si conclude quindi il mercato mobiliare primario, e il titolo dell'azienda appena quotata inizierà a subire il fenomeno tipico del mercato mobiliare secondario, ovvero la negoziazione, che sarà oggetto di studio nel capitolo seguente.

2. I mercati mobiliari secondari

Un mercato mobiliare secondario è il luogo in cui avviene la negoziazione, cioè l'insieme degli scambi di titoli già in circolazione, che vi rimangono eventualmente fino alla loro eventuale scadenza. Si tratta dunque di un trasferimento della proprietà dei titoli tra gli investitori, l'azienda emittente non è coinvolta, essa esce infatti di scena una volta raccolto il capitale in fase di quotazione svolta nel mercato primario. Con l'avvento della MiFID e con la conseguente abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi, le negoziazioni fra investitori possono essere effettuate non più solo sui mercati regolamentati ma anche sui sistemi multilaterali di negoziazione oppure tramite gli "Internalizzatori sistemati".

2.1. I mercati regolamentati (MR)

Il Testo Unico della Finanza TUF all'art.1, comma 1, lettera w-ter, definisce il mercato regolamentato come "un sistema multilaterale amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente [...]"⁹.

⁹ Decreto legislativo 24 Febbraio 1998, n. 58, Testo unico della Finanza, art.1 comma 1, lettera w-ter.

I MR sono sistemi multilaterali in quanto a questi mercati accedono facilmente una pluralità di soggetti che devono sottostare alle regole del mercato stesso.

Nel caso italiano, la società di gestione di cui si parla nell'articolo del TUF è Borsa Italiana, la quale oltre a gestire le quotazioni iniziali di tutte quelle aziende che aprono il proprio capitale sociale agli investitori, tratta anche la successiva negoziazione degli stessi titoli, dopo essere stata però autorizzata dalla Consob.

La Consob, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, è l'organo di controllo del mercato finanziario; essa autorizza l'esercizio dei mercati regolamentati, tenendo un elenco di tutti i MR italiani secondo l'art. 64-quater, commi 1 e 2, D.lgs. n. 58/1998¹⁰.

La Consob verifica la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli operatori per la salvaguardia della fiducia e la competitività del sistema finanziario, la tutela degli investitori, l'osservanza delle norme in materia finanziaria. Vigila per prevenire e, ove occorra, sanzionare eventuali comportamenti scorretti; esercita i poteri attribuiti dalla legge affinché siano messe a disposizione dei risparmiatori le informazioni necessarie per poter effettuare scelte di investimento consapevoli. Opera per garantire la massima efficienza delle contrattazioni, assicurando la qualità dei prezzi nonché l'efficienza e la certezza delle modalità di esecuzione dei contratti conclusi sui mercati regolamentati.

¹⁰ Decreto legislativo 24 Febbraio 1998, n. 58, Testo unico della Finanza, art.64-quarter, commi 1 e 2

I mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana, in base all'attività che negoziano, si dividono in: mercati azionari, mercati obbligazionari, mercati degli ETP e mercati dei derivati.

Il mercato azionario è la piazza telematica in cui avviene il maggior numero di contrattazioni aventi come oggetto appunto le azioni, ossia delle quote di capitale societario. In Italia il mercato azionario si chiama MTA (Mercato telematico azionario).

Il mercato obbligazionario a differenza dell'azionario tratta le obbligazioni. Il MOT (Mercato telematico delle obbligazioni) è l'unico mercato obbligazionario regolamentato dalla Consob in Italia.

Gli ETP (*Exchange Traded Products*) sono uno strumento di investimento che tracciano un titolo sottostante, un indice o un altro *asset* seguendone l'andamento all'interno del mercato di riferimento; gli ETP operano sul mercato in maniera simile alle azioni e quindi i loro prezzi sono soggetti a variazioni giornaliere. Il mercato degli ETP è molto apprezzato dai *traders* in quanto rispetto ad altre modalità di investimento ha dei costi minori, il che fa sì che gli ETP siano una alternativa più vantaggiosa rispetto alla sottoscrizione di fondi comuni di investimento o gestiti attivamente.

Infine Borsa Italiana gestisce anche il mercato dei derivati, in cui si negoziano contratti *futures* e contratti d'opzione aventi come attività sottostante, indici e singoli titoli azionari, questo mercato prende il nome di IDEM.

2.2. Il Multilateral Trading Facilities (MTF)

L'articolo 4 al comma 15 della direttiva 2004/39/CE, conosciuta anche come MiFID, definisce un sistema multilaterale di negoziazione come “un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro al suo interno ed in base a regole non discrezionali di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti [...]”¹¹.

Il sistema multilaterale è quindi un mercato, non più gestito esclusivamente da società di gestione del mercato, ma anche da imprese d'investimento (banche o SIM) private. Queste imprese gestiscono gli MTF grazie ad una elaborata architettura informatica (conosciuti come *Server*) che consente di raccogliere proposte di negoziazione e che in base ad un algoritmo incrocia quelle compatibili e conclude le transazioni in tempi immediati.

Sono di competenza degli MTF la gestione della fase di negoziazione, ma rimangono esclusive della società di gestione del mercato: le fasi della quotazione di una nuova azienda in Borsa e il regolamento.

¹¹ Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio, art. 4 comma 15.

I sistemi multilaterali di negoziazione devono anch'essi richiedere l'autorizzazione alla Consob per l'esercizio del servizio di finanziamento.

Nella Tabella 1 sono elencati tutti quei sistemi multilaterali di negoziazione che hanno ottenuto l'autorizzazione da parte della Consob. Si osserva come la gestione non avvenga più solo da parte di Borsa Italiana Spa, ma sono presenti anche due SIM (E-MID e HI-MTF) e il Mercato generale dei titoli di Stato che nel 1998 è stato poi privatizzato diventando MTS Spa.

Denominazione società	Denominazione "MTF"	Codice MIC
E-MID SIM SPA	e-MID Repo	EMIR
HI-MTF SIM SPA	Hi-Mtf	HMTF
	Hi-Mtf "Order Driven"	HMOD
	Hi-Mtf RFQ	HRFQ
BORSA ITALIANA SPA	AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale ⁽¹⁾	XAIM
	ExtraMOT	XMOT
	Mercato Borsa Italiana Equity MTF	MTAH
	Mercato SeDeX	SEDX
	Mercato ATFund	ATFX
	EuroTLX	ETLX
MTS SPA	Bond Vision Europe	SSOB
	EBM	EBMX
	MTS Cash Domestic	MCAD

Tabella 1: Elenco dei sistemi multilaterali di negoziazione autorizzati dalla Consob. FONTE: CONSOB

2.3. Gli Internalizzatori sistematici (IS)

Anche nel caso degli “Internalizzatori Sistematici” (IS), il Testo unico della Finanza all’articolo 1, comma 5-ter, fornisce questa definizione: “Per Internalizzatore sistematico si intende l’impresa di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale. [...]”¹²

Rispetto ai mercati secondari e agli MTF affrontati in precedenza, gli “Internalizzatori sistematici” si differenziano in quanto la negoziazione non è più multilaterale ma bilaterale: il rapporto è infatti tra soggetto e banca ed è proprio quest’ultima che si propone di acquistare/vendere un titolo al soggetto interessato.

In passato gli IS hanno avuto poco successo per un problema di trasparenza, infatti rispetto ai MR o agli MTF, gli “Internalizzatori sistematici” hanno molti meno requisiti e obblighi rispetto alle altre due *Trading venues*, per cui gli investitori piuttosto che avere un rapporto esclusivamente 1:1 con la banca preferivano contrattare con la Borsa o coi vari MTF.

Questo fenomeno recentemente si è completamente ribaltato, infatti con l’avvento della recente MiFID 2, gli “Internalizzatori sistematici” stanno riscuotendo

¹² Decreto legislativo 24 Febbraio 1998, n. 58, Testo unico della Finanza, art.1 comma 5-ter.

sempre più successo. Vittorio Carlini in un suo articolo sul Sole 24 Ore¹³ spiega come appunto con la normativa 2014/65/EU entrata in vigore dal 3 gennaio 2018, il numero degli IS sia salito fino a raggiungere quota 98, riducendo d'altro canto il numero degli MTF del 12%.

Le ragioni per le quali la MiFID 2 abbia causato questo aumento di popolarità dei *Systematic internalizer* in maniera così repentina saranno oggetto di approfondimento al punto 2.5. di questo capitolo.

2.4. Il confronto tra le diverse Trading venues

Dopo aver esposto tutte le diverse *Trading venues* che si sono costituite ed affermate tra il periodo pre-MiFID 1 e post-MiFID 2, passiamo ora a metterle a confronto tra di loro, evidenziando sotto quali aspetti si differenziano, sotto i quali sono più o meno vantaggiose rispetto alle altre e sotto i quali invece si assomigliano.

Innanzitutto abbiamo già detto che gli “Internalizzatori sistemati” si differiscono dai mercati regolamentati e dagli MTF in quanto sono dei sistemi bilaterali (investitore e banca) mentre gli altri due sono sistemi multilaterali e hanno come grande vantaggio il fatto che su questi mercati si affacciano una pluralità di soggetti. I gestori dei MR, come enuncia l’articolo 1, comma 1, lettera w-ter, sono obbligatoriamente le società di gestione del mercato, Borsa Italiana ad esempio.

¹³ Articolo Sole 24 Ore “La sfida di broker e banche alle Borse tradizionali” del 17 Marzo 2018 di V.Carlini

Gli IS sono gestiti da imprese di investimento, Banche o SIM, ed infine per i *Multilateral Trading Facilities*, il *management* può essere svolto o dalle società di gestione o dalle imprese di investimento.

Mercati regolamentati, sistemi multilaterali e “Internalizzatori sistematici” hanno tutti degli obblighi differenti.

Gli obblighi più stringenti sono per i MR che devono ottenere l’autorizzazione ad operare come mercato da parte della Consob. Questa scelta è giustificata dal fatto che solo ai mercati regolamentati è riservata la possibilità di gestire la prima emissione di un’impresa. La raccolta di capitali si svolge infatti solo sui MR, per evitare che banche o SIM private abbiano la possibilità di autorizzare o meno la quotazione in Borsa di un’azienda. Si può quindi sintetizzare il tutto dicendo che, i mercati regolamentati godono dell’esclusività di svolgere *listing* sul mercato mobiliare primario e proprio per questa ragione devono sottostare ad autorizzazioni più severe. I sistemi multilaterali di negoziazione devono anch’essi richiedere l’autorizzazione alla Consob per esercitare il servizio di investimento, mentre sono gli IS a godere di obblighi più leggeri, infatti essi devono solo presentare alla Consob una comunicazione di avvio di operatività. Questa burocrazia più snella rispetto ai MR, ha comportato una maggiore competitività degli “Internalizzatori sistematici” anche se va comunque sottolineato che questa *Trading venue* garantisce meno trasparenza

rispetto alle altre. Valerio Baselli in un suo articolo¹⁴ sul Morningstar espone la sua preoccupazione evidenziando come gli “Internalizzatori sistematici” eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, possano avere delle “[...] contrattazioni che si verificano sulle cosiddette *dark pool* (letteralmente “piscine oscure”). Si tratta di piattaforme di trading esterne ai circuiti regolamentati dove si può operare in maniera totalmente anonima” cioè si negozia allo scuro, non subendo l’influenza dalle operazioni di altri operatori, ma in condizioni di minima trasparenza. La MiFID 2 aveva introdotto dei nuovi limiti per questo genere di contrattazioni, ai quali però gli “Internalizzatori sistematici” non sono soggetti.

Ritornando però al confronto, che cosa viene negoziato su queste piattaforme? I mercati regolamentati negoziano esclusivamente strumenti finanziari quotati, quindi IPO, Titoli di Stato, ecc...

Gli MTF e gli IS invece negoziano oltre agli strumenti finanziari quotati, anche quelli non quotati per cui azioni o obbligazioni, ad esempio, di aziende non quotate in Borsa.

Gli scenari sono quindi in continua evoluzione: se in un primo momento infatti i mercati regolamentati sono stati privati degli ingenti guadagni che facevano possedendo il monopolio dei mercati mobiliari (primari e secondari), successivamente con l’avvento della MiFID 1 hanno dovuto arretrare e subire

¹⁴ Morningstar.it, “MiFID 2 e i limiti alle dark pool”, di Valerio Baselli, del 06/03/2019

l'ascesa degli MTF che con la loro concorrenza spietata (commissioni favorevoli) hanno conquistato il mercato secondario, ma anche quest'ultimi stanno a loro volta "perdendo terreno" a favore degli IS che hanno tratto vantaggio dalla MiFID 2 e sono pronti a conquistare a loro volta il primato del mercato secondari.

Andiamo quindi ad analizzare queste due normative, MiFID 1 e MiFID 2, che hanno sconvolto le gerarchie dei mercati, non una, ma ben due volte.

2.5. L'impatto delle MiFID sui mercati mobiliari

La Direttiva MiFID è senz'altro presente all'interno del cosiddetto FSAP, ovvero *Financial Service Action Plan*, presentato dalla Commissione europea nel Dicembre del 1998 su richiesta del Consiglio europeo di Vienna che già in quel periodo si prefiggeva il raggiungimento di tre obiettivi strategici: l'istituzione di un unico mercato di servizi finanziari all'ingrosso, rendere accessibili e sicuri i mercati al dettaglio e rafforzare le norme di vigilanza specie quelle del settore bancario, assicurativo e borsistico.¹⁵

All'emanazione della MiFID 1 è seguita l'adozione della Direttiva 2006/73 e del Regolamento 2006/1287 che contengono le misure di implementazione e le modalità di esecuzione della MiFID 2.¹⁶

¹⁵ Bankpedia.com / Assonebb, associazione nazionale enciclopedia della banca e della borsa / "Piano d'azione per i servizi finanziari – PASF.

¹⁶ Economia degli Intermediari Finanziari / Cap. 11 "La regolamentazione, la supervisione, la governance e i controlli interni" di L. Nadotti, C. Porzio, D. Previati, pag. 553.

Questa Direttiva ha portato a importati cambiamenti nell'attività degli intermediari, nel funzionamento dei mercati con conseguenze sugli investitori.

Come abbiamo già ricordato in precedenza, con l'avvento della MiFID si è passati da un regime di monopolio ad uno di concorrenza, con l'ingresso di nuove *Trading venues* come gli già citati MTF e IS.

Questo nuovo scenario ha creato un miglioramento delle condizioni per i clienti di queste piattaforme in primis, i costi di negoziazione si sono abbassati notevolmente, a causa della guerra alle commissioni più vantaggiose offerte dai diversi *players*.

La moltitudine di queste *Trading venues* ha comportato anche una maggiore varietà dei listini offerti ai clienti.

Infine un ultimo beneficio apportato dal regime di concorrenza, incentivato dal progresso tecnologico, è stato l'incremento di velocità d'esecuzione degli ordini. La giornalista italiana Sibilla Di Palma scrive a riguardo: “[...] le borse si affidano a soluzioni ipersofistiche in grado di coniugare affidabilità e velocità di esecuzione degli ordini. La competizione si gioca tutta sulla velocità di esecuzione, questione di microsecondi, che per i trader professionali possono essere il discrimine tra un'operazione di successo e una condotta in perdita”¹⁷. Volendo dare dei numeri, i sistemi odierni riescono ad effettuare più di 25 mila transazioni al secondo con una

¹⁷ Repubblica.it, “Acquisti e vendite in tempo reale le Borse giocano la sfida hi-tech” di S. Di Palma

velocità di 300-400 microsecondi, con un miglioramento di ben 70 punti rispetto ai sistemi utilizzati precedentemente.

E quindi ovvio che ogni piattaforma deve aggiornarsi periodicamente per non essere sopraffatta dalla concorrenza.

Abbiamo già trattato, diverse volte ormai, di come la MiFID sia stata creata per il benessere e la tutela degli investitori, mentre l'ESMA, European Securities and Markets Authority, la quale si erge anche sopra la Consob, ha sempre imposto agli intermediari la condizione di *best execution*. Al "Annex II – MiFID provisions on best execution" del *Peer Review Report*, l'ESMA la descrive come: "*Member States shall require investment firms to monitor the effectiveness of their order execution arrangements and execution policy in order to identify and, where appropriate, correct any deficiencies. In particular, they shall assess, on a regular basis, whether the execution venues included in the order execution policy provide for the best possible result for the client or whether they need to make changes to their execution arrangements [...]*"¹⁸. Per *best execution* l'UE intende quindi l'esecuzione degli ordini da parte delle imprese d'investimento, in modo da garantire il massimo risultato per i suoi clienti.

È subito emerso però come la condizione di *best execution* abbia creato un vuoto normativo all'interno della Direttiva MiFID, infatti l'ESMA la impone come

¹⁸ Esma.europa.eu, ESMA/2015/494, "Best Execution under MiFID / Peer Review Report" del 25 Febbraio 2015, Annex II, comma 4.

requisito ma non dà concreti mezzi per rispettarla. Negli Stati Uniti ad esempio, la SEC (Securities and Exchange Commission) ovvero l'autorità dei mercati americani, per far sì che la *best execution* sia rispettata, ha stabilito che ogni ordine immesso nel mercato sia eseguito al NBBO (National Best Bid Offer) tramite un server gestito direttamente da questa *Commission* che confronta per ogni titolo scambiato sul mercato americano le condizioni di negoziazione istante per istante.

In Europa, purtroppo tutto viene ancora lasciato all'iniziativa dei singoli intermediari che non riescono ad includere l'analisi di tutte le *Trading venues* per diverse complicità come, ad esempio, gli elevati costi di raccolta di queste info.

Gli intermediari, non avendo a disposizione tutte le informazioni per stabilire quale piattaforma sia più conveniente per il cliente, non riescono a rispettare pienamente le direttive europee, e questo ha comportato ad uno scarso sviluppo di tutte quelle nuove *Trading venues* affrontate in questo capitolo (MTF e IS).

In quei paesi che invece sono stati in grado di affiancare alle parole anche i fatti, queste piattaforme, protagoniste dei mercati mobiliari secondari, hanno compiuto un grande sviluppo verso il raggiungimento delle migliori condizioni per i comuni investitori.

3. Il caso aziendale: Ferrari si quota in Borsa

Il fondatore della sua omonima azienda, Enzo Ferrari, era solito dire con orgoglio: “Date a un bambino un foglio di carta, dei colori e chiedetegli di disegnare un automobile, sicuramente la farà rossa”. Oggigiorno questa frase risulta essere più che mai veritiera, con 10131 veicoli consegnati nel 2019 e 3,77 miliardi di ricavi¹⁹ conseguiti nel medesimo periodo, Ferrari è per il secondo anno consecutivo il brand più forte e tra i più conosciuti nel mondo.

È quanto emerso dalla ricerca di mercato da parte della Brand Finance, ovvero la *brand valuation e strategy consultancy* leader nel mondo²⁰, la quale ha assegnato il gradino più alto del podio all’azienda modenese, battendo colossi come Amazon, Coca-Cola o Apple.

Come si nota dalla Figura 1, ottenuta direttamente dal report annuale della società indipendente²¹, con un *Brand Strength Index* pari a 94,1 su 100, Ferrari,

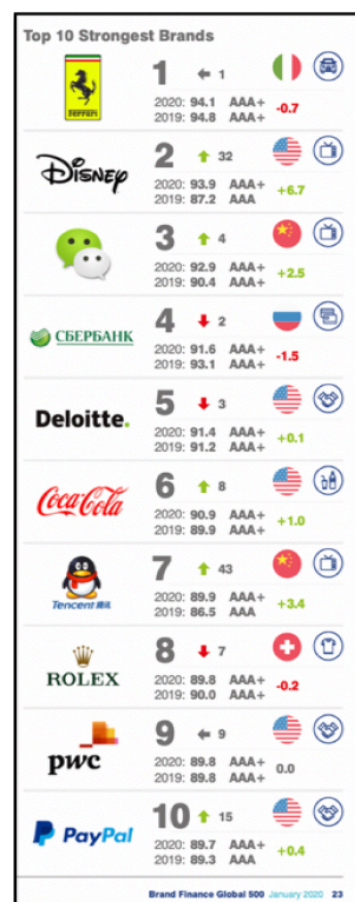


Figura 1: Top 10 Strongest Brands.
FONTE: Brand Finance

¹⁹ Soldionline.it, “Ferrari, il bilancio 2019. Riviste al rialzo le stime 2020” di M.Introzzi, del 4 Febbraio 2020.

²⁰ Brandfinance.com / “Home” / “Who we are”.

²¹ Brand Finance, Global 500 2020, “The annual report on the world’s most valuable and strongest brands”, “Brand Strength Analysis”.

nonostante abbia registrato una diminuzione del -0.7 punti rispetto al 2019, resta in vetta, seguita a poco meno di 0,2 punti di BSI dal colosso americano Disney.

Tra le ragioni di questo risultato, il CEO di Brand Finance, David Haigh, già nel 2019 spiegava: “Come primo produttore al mondo di auto di lusso, Ferrari ha un livello di riconoscimento indiscusso per design e innovazione. Il logo del cavallino rampante è il simbolo perfetto della forza e della vitalità del brand che ha recentemente pianificato nuovi modelli ed è in grado di estendersi al di fuori del settore auto”²².



Figura 2: Logo del cavallino rampante applicato ad un cofano rosso

Tratteremo quindi il caso aziendale di una vera e propria eccellenza italiana, riconosciuta in tutto il mondo, andando ad analizzare nello specifico il suo processo di quotazione ed il comportamento del suo titolo “RACE” nel mercato mobiliare secondario.

3.1. La storia dell’azienda e i suoi principali competitors

Le origini dell’azienda modenese sono inevitabilmente legate alla vita del suo fondatore, Enzo Ferrari detto il “Drake”.

²² Brandfinance.com, “Ferrari è nuovamente il brand più forte del mondo” del 22 Gennaio 2019

Nato a Modena nel 1898, Enzo Ferrari ha dedicato tutta la sua vita alle corse automobilistiche e alla sua azienda.

Fondò nel 1929 la propria scuderia, appunto Scuderia Ferrari, dopo essere stato pilota ufficiale dell'Alfa Romeo per cinque anni. Dieci anni dopo la scuderia prese il nome di Auto Avio Costruzioni. In questa nuova azienda Ferrari realizzò la sua prima vettura sportiva, ma con l'inizio del secondo conflitto mondiale, la produzione di auto cessò. Alla fine del 1943 le officine della Auto Avio Costruzioni furono trasferite da Modena a Maranello e da qui in poi Ferrari e l'officina divennero una cosa sola. Al termine del conflitto infatti, ebbe inizio la progettazione e la costruzione della prima Ferrari della storia, la 125 S.

Durante il decennio che va dal 1950 al 1960, in coerenza col "miracolo economico italiano", la Ferrari registrò una crescita sorprendente, grazie: al decentramento produttivo per la produzione e il montaggio dei telai verso la storica Carrozzeria Scaglietti, alle prime vittorie di prestigiose competizioni come la Mille Miglia o la 24 Ore di Le Mans, ma soprattutto ai primi successi di una serie che porterà la Scuderia Ferrari a diventare il team più vincente di sempre nella storia della Formula 1, contribuirono a più che triplicare le vendite.

Enzo Ferrari, consapevole del fatto che lo sviluppo dell'attività industriale richiede un assetto societario moderno e strutturato, decise di apportare alcuni importanti cambiamenti, per il bene della sua azienda, e così nel 1960 la Ferrari si trasforma in una Società per Azioni.

Nel 1969, avendo perso il suo unico erede, Dino, Enzo Ferrari accettò di iniziare una trattativa con l'interessata Ford, per dare un futuro alla sua azienda, ma a causa di una clausola contrattuale limitativa nell'ambito del reparto corse imposta dall'azienda americana²³ giudicata inammissibile dal Drake, l'accordo saltò proprio alla stipula della firma finale del contratto.

Giovanni Agnelli si mostrò allora interessato e in breve tempo si raggiunse un accordo con il gruppo Fiat per la cessione del 50% dei titoli azionari Ferrari.

Se durante tutti gli anni '70 le vendite continuarono ad aumentare, durante gli anni '80, l'azienda affronta il suo momento più delicato.

Pur creando modelli iconici come la Ferrari Testarossa (1984) e la F40 (1987), purtroppo viene a mancare la figura carismatica e di assoluto leader del fondatore, nel 1988 infatti, muore Enzo Ferrari, e di conseguenza mutano le percentuali di controllo; la Fiat incrementa la propria quota azionaria fino al 90%, il restante 10% rimane nelle mani del figlio di Enzo, Piero Ferrari.

Dopo questo momento buio inizia l'ascesa dell'azienda di Maranello, a livello competitivo dal 2000 al 2008 arrivano infatti ben tredici Mondiali di F1: sei Piloti (cinque con Schumacher e uno con Räikkönen) e sette Costruttori.

Sotto il profilo commerciale sono anni che vedono il lancio di modelli di successo quali la Ferrari Enzo (2002) e la F430 (2004) ma, soprattutto, l'avvio di una politica

²³ Ferrari contro Ford (La guerra dei Quattro Anni: 1964-1967), di P.Marasca, 2009, pag. 240

di *branding* che dopo l'inaugurazione del primo Ferrari Store a Maranello avvenuta nel 2002, culminerà in una serie di aperture in Italia e all'estero portando il *brand* Ferrari in 30 punti vendita in tutto il mondo, tra cui San Pietroburgo, Dubai, Abu Dhabi, Singapore, New York e Miami.

Per riuscire a coprire anche mercati emergenti come il Medio Oriente e la Cina, da questo periodo in poi Ferrari ha aggiornato costantemente la sua offerta, fornendo modelli in grado di offrire, oltre alle eccelse *performance*, anche livelli di confort e guidabilità più elevati, dimostrando di sapersi adeguare alle diverse esigenze che il mercato dell'auto di lusso-sportive impone quotidianamente.

Nonostante una altissima domanda da parte dei concessionari nel mondo, Ferrari ha sempre rifiutato di produrre e vendere una maggior quantità di veicoli avendo scelto di privilegiare la fabbricazione artigianale a quella industriale.

Ha fatto quindi discutere la decisione dell'azienda modenese di entrare anche nel remunerativo segmento degli Sport Utility Vehicle (SUV) entro il 2021, proponendo un modello a ruote alte²⁴, seguendo di fatto i suoi principali *competitors* (Lamborghini e Porsche) ma che, agli occhi degli appassionati del marchio, troppo si discosta dallo spirito corsaiolo che Enzo Ferrari ha sempre voluto imprimere alle sue vetture, anche a discapito dei ricavi.

²⁴ Automobilitismo.it, "Ferrari Purosangue: gustose novità in attesa del lancio ufficiale" del 11 Gennaio 2020

Essendo Ferrari uno dei grandi nomi dell'automobilismo sportivo e del lusso nel mondo, l'azienda subisce di conseguenza la concorrenza di vari marchi internazionali che si disputano questo settore d'attività da vari anni.

Tra i principali *competitors* troviamo senz'altro Rolls-Royce, che rimane il leader del mercato di lusso per quanto riguarda il numero di vendite, seguito da altre aziende inglesi, come Bentley, Aston Martin e McLaren.

Nell'Europa continentale, la Ferrari deve competere contro Porsche, Mercedes-Benz, Koenigsegg e Bugatti, mentre nella stessa Italia, in particolare nelle zone limitrofe di Modena, soprannominata la Motor Valley, contro Pagani e Maserati.

Molto di più di un semplice *competitors* è Lamborghini. Esiste infatti una grande rivalità tra i due costruttori nata da un litigio tra i suoi fondatori, che si è poi sviluppata e affermata negli anni. L'azienda di Sant'Agata Bolognese, è stata acquisita da Audi nel 1998, ma ha numerosi elementi in comune con il business di Ferrari; innanzitutto la produzione, così come l'azienda di Maranello, avviene in Italia, e partecipa a numerosissime competizioni automobilistiche, avendo come Ferrari un proprio campionato monomarca; inoltre si rivolge alla stessa fascia di mercato, con una differenza, la Lamborghini ha già sviluppato e prodotto un proprio SUV, l'Urus, che ha di fatto contribuito a registrare dei dati record. Infatti nel 2018, anno d'inizio della commercializzazione del Lamborghini Urus, l'azienda ha registrato un incremento delle vendite del 51% e un aumento del fatturato del 40%

rispetto al 2017²⁵, numeri elogiati dal suo AD, in una recentissima intervista avvenuta il 30 marzo 2020²⁶. Un ultimo dato interessante, l'attuale presidente e CEO della Lamborghini, l'appena citato Stefano Domenicali, è stato per il periodo 2008-2014 l'amministratore delegato della Ferrari, dopo aver trascorso, prima di questo incarico, tutta la sua carriera in Ferrari, ricoprendo diverse posizioni chiave.

3.2. Gli obiettivi che Ferrari ha deciso di raggiungere decidendo di quotarsi

Nel precedente capitolo abbiamo esposto come la Ferrari venne acquisita dal Gruppo Fiat nel 1969 scavalcando Ford; nel 12 ottobre 2014 poi, a seguito della fusione tra Fiat e Chrysler Group nasce la tutt'ora FCA (Fiat Chrysler Automobiles).

Circa un anno prima però, il 24 maggio 2013, Ferrari venne incorporata nella società di diritto olandese "New Business Netherlands N.V." di proprietà di Exor N.V, ovvero la società di holding delle famiglie Agnelli e Elkann. Questa "New Business Netherlands N.V." venne poi ridenominata "Ferrari N.V." nell'ottobre 2015 e venne quotata al NYSE.

Questo avvenne perché nel 2014 Sergio Marchionne, CEO del gruppo FCA annunciò la volontà di separarsi dalla Ferrari introducendo dal 10% al 20% della società nel

²⁵ Ansa.it, "Lamborghini, fatturato record a 1,42 mld" del 14 marzo 2019.

²⁶ Youtube.it, "4 chiacchiere con Stefano Domenicali, AD di Lamborghini" di M. Montemagno, del 30 Marzo 2020.

mercato mobiliare, mentre le restanti azioni sarebbero state distribuite agli azionisti di FCA e ai possessori di obbligazioni a conversione obbligatoria FCA²⁷.

La Ferrari, precisamente Ferrari N.V., è stata separata da FCA e poi quotata.

Ferrari è quindi passata da essere controllata da FCA, ad essere controllata dai fratelli Elkann tramite la Exor N.V., la quale società a sua volta controlla anche la stessa FCA. In sostanza quindi il vero obiettivo di questa operazione è stato quello di separare la parte industriale Ferrari da FCA, comportando di fatto due conseguenze. In primis, essendo le azioni di Ferrari trasferite ad investitori privati o istituzionali, FCA non ha più nessun legame societario diretto con l'azienda di Maranello, e quindi, come scrive l'Avv. Renato Giallombardo: "Se quindi da oggi ognuno di noi potrà avere una azione del Cavallino, anche virtualmente nella nostra bacheca, il nostro marchio sarà oggetto di attenzione e acquisti da tutto il mondo"²⁸.

La seconda conseguenza è che Ferrari potrà reperire le risorse finanziarie in maniera più rapida ed efficace, rendendola di fatto una vera multinazionale.

Sempre per il parere dell'Avv. Giallombardo, la prima quotazione resta un passaggio obbligato per una realtà che voglia passare dall'ottica locale a quella globale, e quindi per il caso di continua espansione dell'azienda di Maranello, si è trattata di una scelta obbligata.

²⁷ Fcagroup.com / "Investors" / "Informazioni addizionali" / "Separazione di Ferrari"

²⁸ Formiche.net, "Perché Fiat ha quotato la Ferrari" di R. Giallombardo, del 10 Gennaio 2016

3.3. Il processo di quotazione affrontato dall'azienda

Quando nel primo capitolo abbiamo affrontato il mercato mobiliare primario, al paragrafo 1.4. ci siamo focalizzati sul processo di quotazione che un'IPO deve affrontare. Nello specifico abbiamo analizzato come si parta dalla selezione del corretto *Underwriter*, per giungere poi, dopo aver redatto il prospetto informativo ed aver svolto un valido *road show*, alla quotazione nel mercato borsistico.

In questo paragrafo si prenderà l'esempio della prima quotazione di Ferrari, per riuscire a concretizzare tutti quei passaggi esposti in precedenza, che senza un adeguata applicazione risulterebbero solo un teorico elenco.

Dopo aver visto gli obiettivi per i quali Ferrari ha deciso di quotarsi, passiamo ai dettagli dell'operazione.

Si sono susseguite nell'arco di pochi mesi due quotazioni dell'azienda di Maranello, una a Wall Street in Ottobre 2015 e l'altra a Milano nel Gennaio 2016.

Nella prima quotazione avvenuta a Wall Street, FCA ha reso disponibile circa il 10% del capitale sociale dell'azienda, immettendo nel mercato 18,892,150 *common shares* mentre a gennaio è stato offerto un ulteriore 80%, composto da 188,923,499 *common shares* e 56,497,618 *special voting shares*.

Il restante 10% è rimasto, e lo è tutt'ora, in mano a Piero Ferrari, secondo figlio di Enzo, che ha più volte comunicato la non volontà di cedere le sue quote.

	Name	Equities	% Capitale Sociale	% dei diritti di voto
PATTO PARA- SOCIALE	Exor N.V.	44,435,280	24.0%	48.8%
	Piero Ferrari	18,894,295	10.2%	
F L O T T A N T E	Baillie Gifford & Co.	13,551,433	7.31%	51.2%
	T. Rowe Price Associates, Inc.	7,609,696	4.11%	
	The Vanguard Group, Inc.	3,673,423	1.98%	
	D1 Capital Partners LLC	2,557,495	1.38%	
	AKO Capital LLP	2,451,075	1.32%	
	Winslow Capital Management LLC	2,097,647	1.13%	
	Lansdowne Partners (UK) LLP	2,006,660	1.08%	
	Fidelity Management & Research Co.	1,773,311	0.96%	

Tabella 2: Elenco principali azionisti di Ferrari N.V. *FONTE: Mia produzione DATI: Marketscreener*

A tal proposito, Piero Ferrari ha sottoscritto un patto parasociale con Exor, e insieme controllano il 48,8% dei diritti di voto.

Nella tabella 2 si propone l'elenco con le rispettive quote di capitale possedute dai maggiori *Shareholders* di Ferrari attualmente e la loro percentuale di controllo.

Nella tabella 3 sono riportati dettagli dell'operazione americana che Ferrari ha fornito all'interno del suo prospetto informativo²⁹ F-1. Interessante è il dato sulle commissioni riconosciute ai suoi *Underwriters*, \$1.56 a share, ovvero il 3%, percentuale sotto la media rispetto a quella del 7% esposta nel paragrafo 1. 4..

Per calcolare il totale delle cifre di questa operazione, va tenuto conto della nota (1), ovvero le cifre restano quelle della tabella 3 supponendo che gli *Underwriters* non esercitino la loro opzione per l'acquisto di ulteriori azioni.

	Per share	Total (1)
Initial public offering price	\$ 52.00	\$ 893,100,000
Underwriting discount and commissions	\$ 1.56	\$ 26,793,000
Proceeds, before expenses, to the selling shareholder	\$ 50.44	\$ 866,307,000

Tabella 3: Dettagli dell'operazione e commissioni per gli *Underwriters* FONTE: Corporate Ferrari

(1) Assuming the underwriters do not exercise their option to purchase additional shares.

²⁹ Da "Corporate.Ferrari.com" / Investors / Azionisti / Informazioni sulla quotazione / F-1 Prospectus

Sorge però spontaneo chiedersi quali siano stati gli *Underwriters* che hanno gestito le due operazioni. Sempre nello stesso prospetto³⁰, l'azienda espone l'elenco dettagliato dei suoi sottoscrittori, con il numero delle loro *Common Shares*. Commentando questi numeri, raccolti e riportati nella Tabella 4, emerge subito che

Underwriters	Number of Common Shares
UBS Securities LLC	7,442,500
Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated	6,297,500
Allen & Company LLC	687,000
Banco Santander, S.A.	687,000
BNP Paribas Securities Corp	687,000
J.P. Morgan Securities LLC	687,000
Mediobanca—Banca di Credito Finanziario S.p.A.	687,000
<i>Total</i>	<i>17,175,000</i>

Tabella 4: Elenco Underwriters selezionati per gestire l'operazione. FONTE: Corporate Ferrari

³⁰ Da "Corporate.Ferrari.com" / Investors / Azionisti / Informazioni sulla quotazione / F-1 Prospectus, Pagina 199

UBS Securities LLC e Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith sono, tra gli altri, gli *Underwriters* maggioritari, avendo rispettivamente il 43,33% e il 36,66% mentre i restanti sei hanno tutti la stessa quantità di *Common Shares*. Per quanto riguarda la nazionalità, il gruppo è molto eterogeneo ed essenzialmente composto da aziende europee e americane.

Avendo già trattato il *road show* compiuto da Ferrari nel periodo precedente alla sua prima quotazione, con incontri rivolti ai suoi potenziali investitori, svolti nelle principali città mondiali come Londra e New York, passiamo a trattare invece il prospetto informativo che obbligatoriamente l'azienda ha dovuto redigere per quotarsi nel NYSE ma soprattutto in Borsa Italiana.

Nel primo capitolo si è scritto del fatto che il prospetto informativo debba essere approvato dalla Consob, pena la negazione dell'autorizzazione per quotarsi nel mercato; l'azienda deve quindi dimostrare tramite questo documento di essere meritevole di offrirsi agli investitori finali; procediamo quindi a vedere concretamente cosa contenga un corretto prospetto informativo, come quello proposto da Ferrari.

Il prospetto è tutt'oggi consultabile sul sito web dell'azienda, insieme ad altri importanti documenti. Per il nostro rapporto ci concentreremo sull'*EU PROSPECTUS* pubblicato in data 3 gennaio 2016.

Nella prima pagina del documento ritroviamo conferma di tutto ciò già esposto teoricamente in precedenza, si legge infatti: "*Ferrari has requested that the AFM*

*provides the competent authority of Italy, the Italian Securities and Exchange Commission (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Consob) and the European Securities and Markets Authority, with a certificate of approval attesting that this Prospectus constitutes a prospectus for the purposes of Article 3 of Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council [...]*³¹.

Sfogliando poi tutto il documento, si ritrova all'interno tutte le informazioni essenziali per gli investitori, l'indice è infatti composto da un sommario, da un intero capitolo dedicato ai fattori di rischio, da uno riservato alle informazioni importanti, un altro ancora alla *dividend policy*, e il *business* svolto dall'azienda. Nella metà conclusiva invece sono raccolti: i dati finanziari storici, gli azionisti principali, le azioni ammissibili per la vendita futura, le conseguenze fiscali, delle ulteriori informazioni generali e le definizioni utilizzate nel documento.

Il prospetto è reso ancora più completo tramite il massiccio utilizzo di grafici e tabelle, riassuntive e comparative oltre, come nel caso del capitolo 8 riguardante il *business*, all'utilizzo di immagini raffiguranti tutta la propria linea produttiva, inclusa di *concepts*, e degli *store* presenti nel mondo.

Il processo di quotazione si concludeva con la determinazione di *range* e con il fenomeno del *price adjustment*.

³¹ Da "Corporate.Ferrari.com" / Investitori / Azionisti / Informazioni sulla quotazione / EU PROSPECTUS del 3 Gennaio 2016.

Essendoci state due operazioni, che possiamo dividere in americana ed italiana, si sono registrati due diversi *range* e quindi due diversi *price adjustment* con due valute differenti.

Lo *share range* fissato per l'operazione americana fu 48-53\$. Nonostante prima dell'ufficializzazione del prezzo, visto l'elevatissima domanda del titolo denominato RACE, si pensava che il possibile posizionamento avrebbe raggiunto il massimo di questo *range*, ovvero 53\$ a titolo, l'azienda di Maranello ha preferito la scelta più prudente, e così il titolo è stato prezzato a 52\$, raccogliendo dal pubblico ben 893,36 milioni di dollari.

Il titolo RACE italiano, forse a causa del condizionamento dell'andamento del titolo RACE americano già quotato, ha subito un leggero scetticismo del mercato, infatti è stato prezzato alla fine a 43,44€, circa 48\$, ovvero il minimo dello *share range* (americano) proposto, garantendo comunque un'ingente entrata di capitali per l'azienda.

3.4. Andamento e possibilità di negoziazione del titolo RACE nel mercato mobiliare secondario

Una volta che un'azienda si quota in Borsa, essa ottiene le risorse finanziarie dagli investitori, e di fatto esce di scena. Inizia così la fase di trasferimento della proprietà dei titoli, esclusivamente tra gli investitori, che prende il nome di negoziazione ed è

caratteristica del mercato mobiliare secondario. L'andamento del titolo dipenderà appunto da questi trasferimenti tra investitori; un'alta richiesta d'acquisto di un titolo, determinerà un innalzamento del suo prezzo, mentre un'alta offerta causerà l'abbassamento del suo prezzo; quest'ultimo fenomeno si verifica spesso in periodi di gravi crisi e d'instabilità.

Nel caso analizzato di Ferrari, si sono compiute due diverse quotazioni, di conseguenza il titolo RACE si interfaccia su due mercati regolamentati, il NYSE (New York Stock Exchange) e il MTA (Mercato Telematico Azionario), gestito da Borsa Italiana.

Nella figura 3 è rappresentato l'andamento del titolo RACE NYSE. In generale, dopo una fase di quiescenza nel primo periodo di vita del titolo, si nota un *trend* di crescita, che porta, oggi, il valore di una singola azione Ferrari a 153,42\$³².

Grazie all'avvento di Internet e della direttiva MiFID, oggi il titolo Ferrari può essere negoziato con commissioni molto basse, se non nulle, su una pluralità di piattaforme di trading.

EToro, Iqoption o Plus 500, per citare le più famose, dispongono nel loro listino titoli, anche quello RACE di Ferrari, ma va sottolineato come queste piattaforme offrano la negoziazione di questi titoli tramite contratti CFD, *contract for difference*, ovvero uno strumento finanziario che replica la performance di un *asset* sottostante, e che

³² Questo valore fa riferimento alla data d'inserimento del grafico, ovvero il 17 Aprile 2020

permette quindi di negoziare al rialzo e al ribasso diversi titoli; di conseguenza i prezzi proposti su queste piattaforme, non sono poi i veri prezzi di mercato. Va inoltre considerato un altro aspetto importante, ovvero come riportano ciascuna di queste piattaforme: “I CFD sono strumenti complessi e presentano un rischio significativo di perdere denaro rapidamente a causa della leva finanziaria.”³³. A tal proposito circa il 75% di conti di investitori su queste piattaforme, perdono denaro a causa delle negoziazioni in CFD.

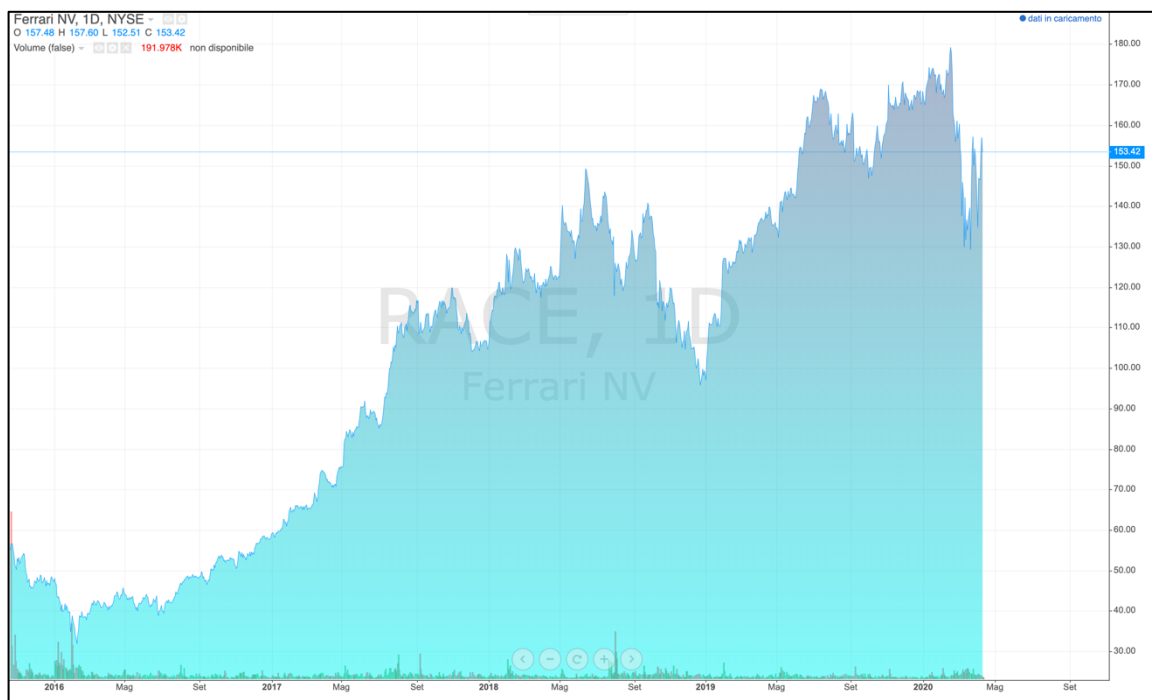


Figura 3: Andamento del titolo RACE su NYSE DATA: 17 Aprile 2020 FONTE: ADVFN

³³ Da Plus500.com

Conclusione

L'obiettivo di questo rapporto era quello di presentare in maniera chiara, schematica ed esaustiva il mercato mobiliare, offrendo una panoramica di tutti quei fattori che ne determinano la sua continua evoluzione, presentando quindi un approfondimento di questo affascinante argomento.

A tal ragione, dopo aver offerto una divisione in due del mercato mobiliare, attribuendo la prima quotazione al primario e la negoziazione al secondario, si è poi passati ad effettuare un focus sulla normativa MiFID, analizzandola ed evidenziando il suo impatto sui mercati e sugli investitori.

Durante la fase di analisi sono emerse le sue attuali lacune, in particolare l'inadeguatezza nel fornire strumenti efficaci alle *Trading venues*, per far sì che rispettino la *best execution* per i suoi clienti (obiettivo primario da raggiungere), strumenti che invece sono forniti dalla Securities and Exchange Commission, negli Stati Uniti.

Quindi non si può escludere uno scenario di una MiFID 3, in un prossimo futuro, proprio per andare a sopperire a tutte queste mancanze così come è stato per la 2 a favore della MiFID originaria.

Per rendere ancora di più esaustiva la tematica, è stato proposto il caso di una delle migliori aziende italiane, motivo di vanto nel mondo, ovvero di Ferrari.

Tramite la figura di Ferrari, dopo un excursus storico rivolto ad un lettore meno conscio dell'azienda, sono stati concretizzati tutti quei procedimenti esposti in precedenza solo teoricamente, scoprendo in alcuni casi delle differenze tra teorico e pratico, come nel caso delle percentuali riconosciute agli *Underwriters*, dove teoricamente avevamo proposto in generale un 7%, mentre nell'operazione di Ferrari si è attestato sul 3%.

Bibliografia

- COSTI R., “Il mercato mobiliare”, Giappichelli Editore, Torino, 2018
- DELLAROSA E., RAZZANTE R., “Il nuovo sistema dei controlli interni della banca. Riprogettare il sistema dopo Basilea 2, MiFID e compliance”, Franco Angeli, 2011
- NADOTTI L., PORZIO C., PREVIATI D. “Economia degli intermediari finanziari” McGraw-Hill Education, 2017
- MARASCA P. “Ferrari contro Ford (La guerra dei Quattro Anni: 1964-1967)”, The V12 Motor Company, 2009
- MISHKIN F.S., EAKINS S., “Financial Markets and Institutions (8th Ed.)”, Pearson Series in Finance, 2014

Appendici

- <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/tradingvenue-220.htm>
- http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88
- <http://www.consob.it/web/area-pubblica/consob>

- <http://www.consob.it/web/area-pubblica/mercati-regolamentati-italiani-e-europei->
- <https://eurlex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=it>
- <https://fese.eu/statistics/>
- <https://www.mtsmarkets.com>
- https://www.ilsole24ore.com/art/la-sfida-broker-e-banche-borse-tradizionali-AEGjmAGE?refresh_ce=1
- <https://www.morningstar.it/it/news/182018/video-mifid-ii-e-i-limiti-alle-dark-pool.aspx>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>
- https://www.repubblica.it/economia/finanza/2015/10/21/news/il_gran_giorno_di_ferrari_debutto_a_wall_street_ma_fca_cade_in_borsa-125558001/
- https://www.biessegroup.com/en/biesse_over_the_years
- <https://mercati.ilsole24ore.com/azioni/borsa-italiana/dettaglio-completo/RACE.MI/finlabo-research>
- <http://temi.repubblica.it/repubblicaspediale-guide-affari-e-finanza/category/finanza/-/acquisti-e-vendite-in-tempo-reale-le-borse-giocano-la-sfida-hi-tech/?printpage=undefined>

- https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-494_peer_review_report_on_best_execution_under_mifid_0.pdf
- http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_1999_11971.pdf/bd8d1812-6866-473e-8234-c54c75c0363a
- <https://brand-finance-global-500-2020-preview.pdf>
- <https://brandfinance.com/news/press-releases/ferrari--nuovamente-il-brand-pi-forte-del-mondo/>
- <https://www.brandfinance.com/who-we-are/>
- <https://corporate.ferrari.com/it/chi-siamo/la-storia>
- <https://corporate.ferrari.com/it/investors/azionisti/stock-info>
- <https://it.advfn.com/mercati/NYSE/RACE/grafico/trading-view>
- <https://www.plus500.it>

Ringraziamenti

Un ringraziamento a tutta la mia famiglia che mi ha sempre supportato emotivamente ed economicamente in tutto questo percorso di formazione.

Ai miei amici che hanno di fatto reso questa esperienza ancora più piacevole.

Tengo a ringraziare la professoressa Mazzoli per aver accettato di essere il mio relatore per questa relazione e per il suo appassionante corso senza il quale sicuramente questo elaborato non sarebbe mai stato redatto.

Infine un ringraziamento speciale va a Ferrari S.p.A. per l'autorizzazione ad utilizzare il proprio brand e logo. Al loro interesse mostrato in questo lavoro, ma soprattutto al materiale fornitomi e concesso di utilizzare, e che di fatto ha senz'altro impreziosito questo elaborato.