

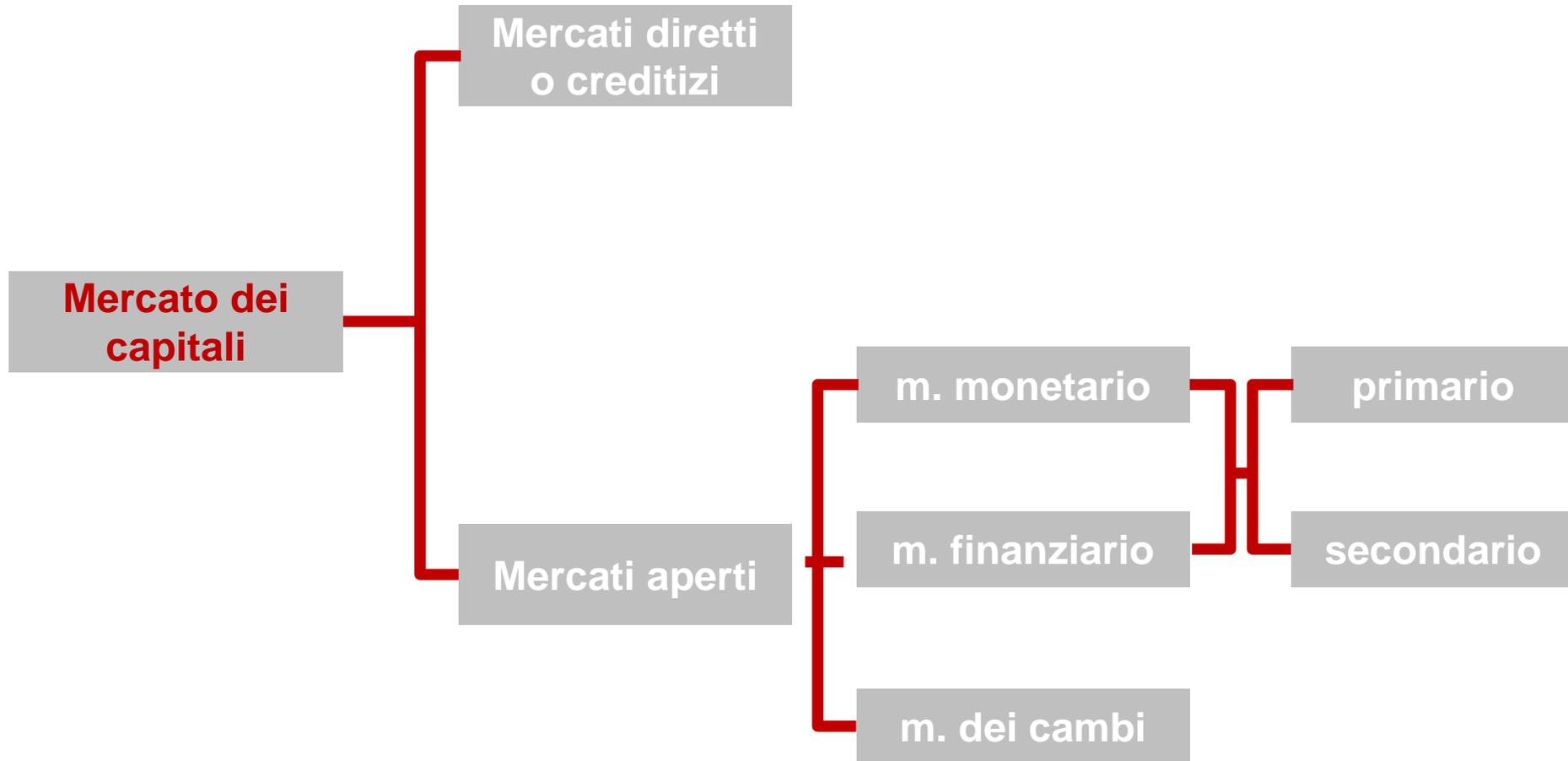
Economia Aziendale

La quotazione in borsa: costo o investimento?

Roma, 11 dicembre 2017

Dott.ssa Sabrina Ricco

L'articolazione del mercato dei capitali

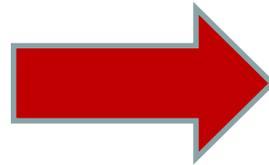


Obiettivo

La Borsa è un mercato finanziario regolamentato in cui vengono contrattati strumenti tra cui **azioni** e valute

Per **“azioni”** si intendono titoli azionari ovvero quote che le società emettono al fine di ottenere più investimenti

CAPITALE SOCIALE



Suddiviso in N. azioni

Contrattare, negoziare, **fare trading**, sono tutti sinonimi che rappresentano lo scambio di titoli azionari in cambio di denaro contante

La Borsa

La **Borsa** è il luogo di approdo delle aziende che per ampliare la loro attività cercano di ottenere fondi extra da parte di investitori, che a loro volta vedono nelle stesse aziende opportunità di profitto e di crescita

La Borsa è perciò il luogo di incontro della domanda e dell'offerta di titoli

Perché quotarsi

Molte società di successo, private o caratterizzate dalla presenza nel capitale di investitori istituzionali, affrontano un momento in cui valutano l'ipotesi di quotarsi in Borsa

Perché decidere di quotarsi:

- un piano di nuovi investimenti da finanziare
- affrontare un ricambio generazionale
- confrontarsi in scenari competitivi sempre più complessi

La quotazione in borsa

offre una risposta a queste sfide e rappresenta una scelta chiave per il futuro dell'azienda

è uno strumento importante per tutte quelle imprese che decidono di affrontare le sfide del mercato

I requisiti

Affinché la quotazione in Borsa sia positiva per la società, **è importante attrarre l'interesse degli investitori** e per far ciò è necessario essere in possesso di requisiti formali e sostanziali

REQUISITI SOSTANZIALI

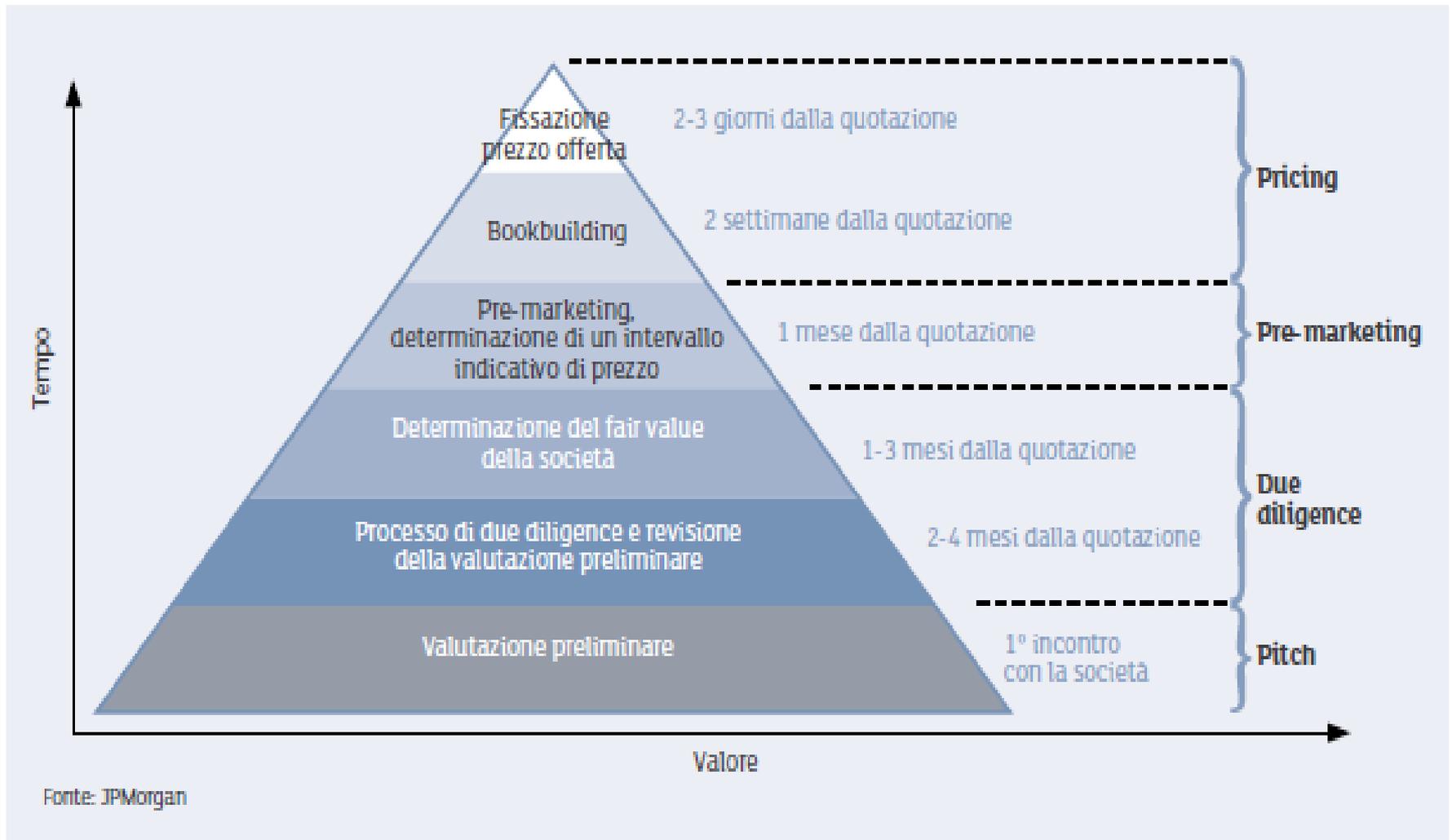
Orientamento alla creazione di valore
Strategia chiara e fedelmente riportata nel piano industriale
Buon posizionamento competitivo
Struttura finanziaria equilibrata
Autonomia gestionale
Marginalità in crescita
Organizzazione manageriale

REQUISITI FORMALI

Requisiti relativi alla certificazione del bilancio, alla governance, alla capitalizzazione, al flottante, etc

È importante leggere i requisiti formali e quelli sostanziali congiuntamente:
la sola rispondenza ai requisiti formali non comporta necessariamente l'apprezzamento da parte del mercato

Tempo e processo di quotazione in borsa



Le fasi del processo

Le principali fasi del processo:

- 1) valutazione svolta al momento del pitch da parte della banca
- 2) Valutazione svolta in fase di due diligence
- 3) Pre-marketing ed individuazione dell'intervallo indicativo di prezzo
- 4) Pricing

Il Pitch

Delibera del cda della società e **nomina del team di consulenti**
il management presenta al cda **il progetto di quotazione corredato dallo studio di fattibilità**

Il CdA si riunisce per decidere sulla convenienza della quotazione e una volta deliberato si procede alla **convocazione dell'assemblea ordinaria** ed eventualmente di quella **straordinaria**(per un aumento di capitale)

Dopo le delibere delle assemblee, si procede alla **nomina dello sponsor** e degli altri consulenti che affiancheranno la società

Lo **sponsor è un intermediario finanziario** che assiste l'emittente nella procedura di ammissione e quotazione degli strumenti finanziari sui mercati regolamentati

Il Pitch

Riunione di lancio dell'operazione: il management si riunisce col team di consulenti incaricati

Assegnazione delle rispettive responsabilità

Pianificazione dei tempi della procedura di quotazione

Due diligence

Processo di due diligence economico-finanziaria e legale

Si svolge nel primo mese **dell'offerta pubblica**, e consiste nell'analisi di un'azienda/attività da parte di un gruppo di esperti al fine di evidenziare gli aspetti strategici, gli aspetti inerenti all'attività, le prospettive future e i risultati finanziari della società

Stesura del prospetto (redatto da sponsor, management società e consulenti legale secondo gli schemi CONSOB) sulla base dei risultati delle analisi svolte durante la due diligence

La quotazione

Ammissione a quotazione da parte di Borsa Italiana

Presentazione della domanda

Comunicazione a CONSOB

La società di gestione:

- 1) può respingere la domanda di ammissione con provvedimento motivato e comunicato all'interessato
- 2) ha il potere di subordinare l'ammissione a quotazione a qualsiasi condizione ritenga opportuna solo nell'interesse della tutela degli investitori

L'analisi

Pubblicazione e distribuzione agli analisti finanziari del rapporto di ricerca sul titolo contenente **un'analisi dettagliata dell'azienda e del business e descrizione delle metodologie di valutazione adottate**

Lo scopo primario della quotazione **è la raccolta di risorse finanziarie sul mercato dei capitali** e quindi è avviata una sequenza di attività volte a far sottoscrivere gli strumenti finanziari della quotanda

Il consorzio di collocamento

Costituzione di un consorzio di collocamento

Il consorzio di collocamento è **un'associazione di banche o imprese di investimento** il cui obiettivo è di provvedere al collocamento di titoli per conto della società emittente

Il consorzio di collocamento adempie a due funzioni:

- 1) Permette alla società di contattare tutti i potenziali acquirenti di titoli
- 2) Adempie la funzione di consulente specializzato sulle modalità e tempi di emissione

Il Pre-marketing

Pre- marketing

Gli analisti delle banche del consorzio di collocamento incontrano informalmente i potenziali investitori per presentare l'azienda e distribuire la ricerca da loro elaborata

Inoltre le banche possono individuare candidati per ulteriori incontri

Durante la fase di pre-marketing, la banca d'affari effettua un'indagine presso gli investitori istituzionali, che porta alla definizione di un intervallo indicativo di prezzo

Solo a questo punto la banca, in possesso di riscontri sul prezzo che gli investitori istituzionali sono disposti a pagare, può confrontarsi con la società emittente e con gli eventuali azionisti venditori e giungere alla definizione del range indicativo e del “prezzo massimo” ovvero il prezzo di riferimento per la fase successiva, **ovvero la raccolta degli ordini da parte degli investitori**

Il Roadshow

Roadshow

la società si presenta agli investitori istituzionali attraverso incontri nelle principali piazze finanziarie europee e Usa

IL Bookbuilding

Bookbuilding

gli investitori istituzionali comunicano

- la quantità di titoli che intendono acquistare
- il prezzo di offerta

Il prezzo

Fissazione del prezzo

- a) l'assemblea che approva l'aumento di capitale fissa soglie minime e massime di prezzo sufficientemente distanti tra loro in modo da considerare eventuali variazioni nelle condizioni di mercato

- b) in base ai risultati del bookbuilding si determina il prezzo di collocamento nel caso di offerta pubblica a prezzo fisso, oppure si individua il prezzo massimo in caso di offerta pubblica a prezzo aperto

L'offerta pubblica (IPO)

Offerta pubblica di vendita e/o sottoscrizione

Le azioni sono assegnate ai membri del consorzio di collocamento, che si occuperanno dell'offerta al pubblico indistinto, la durata è almeno 2 giorni

Ciascun collocatore ha l'obbligo di consegnare alla clientela che lo richiama, copia del prospetto informativo

Se le accettazioni pervenute ai collocatori risultano superiori alla quota destinata all'offerta, a ciascun richiedente è assegnato un quantitativo pari al lotto minimo

Se il quantitativo è insufficiente i lotti sono attribuiti da ogni collocatore ai richiedenti mediante estrazione a sorte

La negoziazione

Esaurita la fase del collocamento iniziano **le negoziazioni nel mercato**

- durante il primo giorno di negoziazioni, si determina il prezzo di mercato del titolo
- dopo il primo giorno, esiste un periodo di stabilizzazione del prezzo del titolo di 30 giorni durante cui il consorzio di collocamento può intervenire sul mercato per sostenerne l'andamento

La valutazione d'azienda

La valutazione di un'azienda consiste in un processo finalizzato alla stima del suo **valore tramite l'utilizzo di uno o più metodi specifici**

Il tema della valutazione d'azienda coinvolge operatori professionali, istituzioni finanziarie, imprese e accademici

È ormai opinione diffusa nei mercati finanziari che un'azienda possa essere valorizzata sulla base dei flussi di cassa che produrrà in futuro

I metodi di valutazione

- Il **metodo patrimoniale** si basa sul presupposto che il capitale economico di un'azienda corrisponda al patrimonio netto rettificato, dato dalla somma del valore corrente degli asset meno il valore del capitale di terzi
- Il **metodo reddituale** procede invece alla determinazione di un reddito normalizzato, attualizzato, nel modello della rendita perpetua, ad un tasso di rendimento espressivo del rischio specifico aziendale
- Il **metodo misto** infine stima il valore dell'azienda sommando al patrimonio netto rettificato il goodwill, dato dall'attualizzazione dei redditi futuri in eccesso che la società è in grado di generare rispetto ai risultati medi del settore

Il valore di un'azienda

La misurazione del valore assume una particolare rilevanza:

- operazioni di fusione e acquisizione (**M&A**)
- quotazione nei mercati finanziari (**IPO**)
- investimento nel capitale di rischio di società non quotate (**private equity e venture capital**)
- utile per finalità interne (**auto-diagnosi**).

La valutazione in caso di quotazione in borsa

La valutazione propedeutica ad un'operazione di quotazione in **borsa** ha l'**obiettivo di contribuire al processo di pricing dei titoli da collocare presso gli investitori**

Dalla razionalità con cui **viene condotto l'intero processo** dipende il successo dell'operazione e in gran parte l'immagine della società quotanda nei confronti della comunità finanziaria e di tutti gli altri stakeholder (creditori, clienti, dipendenti, fornitori, ecc.)

In sintesi...

Il processo di quotazione in borsa generalmente **non prevede la cessione totale dell'impresa**, ma solo l'ingresso di nuovi soci finanziari per supportare un nuovo ciclo di sviluppo

Il processo di quotazione in borsa si caratterizza anche dall'assenza di potenziali sinergie (si tratta evidentemente di **un investimento finanziario** e non industriale)

Il valore economico

L'applicazione dei metodi di valutazione permette di identificare il valore del **capitale economico** della società quotanda (il cosiddetto fair value), a cui tipicamente viene applicato uno sconto, denominato IPO discount

Tale sconto viene quantificato sulla base delle indicazioni che le banche responsabili del collocamento ricevono da parte degli investitori istituzionali e trova giustificazione nel fatto che, in sua assenza, sarebbe preferibile acquistare titoli di una società con caratteristiche simili o analogo profilo di rischio, ma già presente sul mercato.

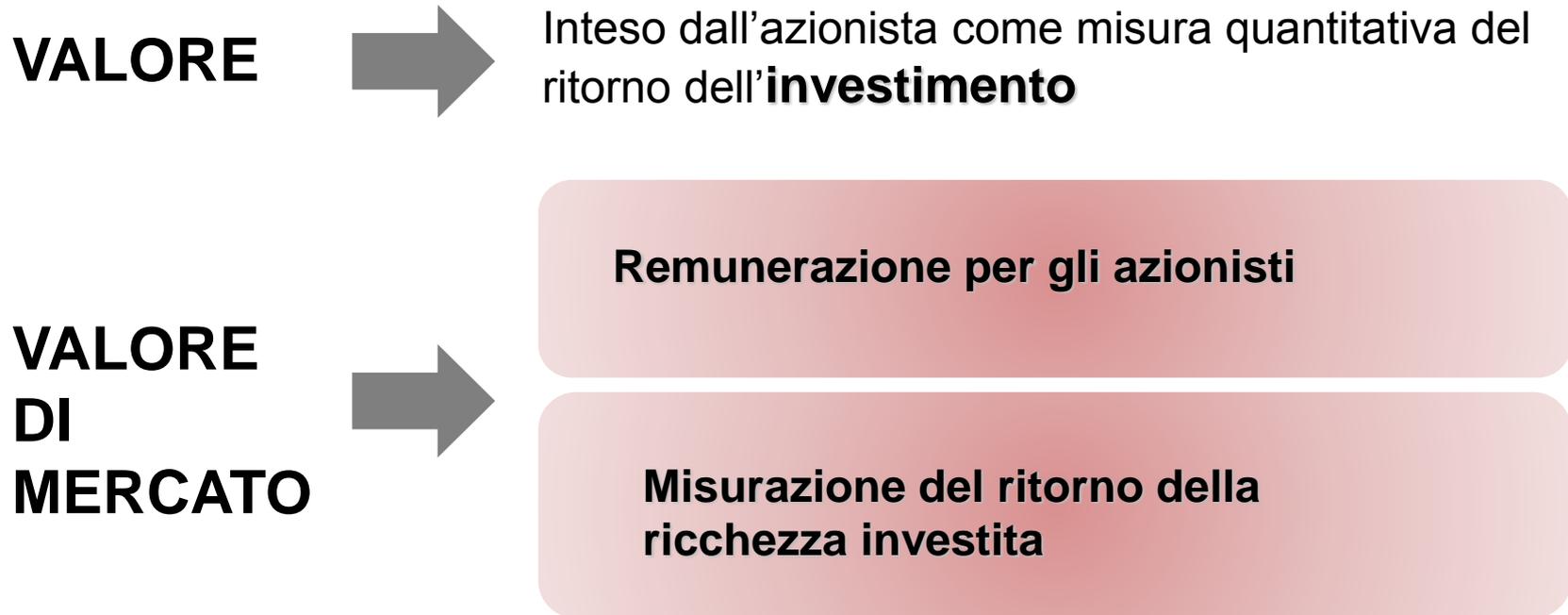
**Valore
Economico**

Espressione
del grado di
vitalità di
un'azienda

Valore
dell'azienda
nella sua unità

O valore di mercato

Capitale Economico ovvero il valore dell'impresa inteso come "investimento"



L'importanza della valutazione

Un processo di valutazione dovrebbe essere affrontato in maniera non meccanica in qualsiasi contesto e necessita di **una base informativa** adeguata:

- principalmente rappresentata da valori contabili storici, dati previsionali, informazioni gestionali e dati sul sistema competitivo

La valutazione è un processo continuo di analisi e verifica, che parte dalla preliminare stima del valore condotta quando ancora non sono disponibili al valutatore tutti i dati relativi alla società fino alla determinazione del prezzo a cui l'azione viene effettivamente venduta agli investitori

Lo strumento di valutazione

Il processo valutativo si arricchisce progressivamente durante le fasi preparatorie alla quotazione, quando la società mette a disposizione dati e informazioni dettagliate sull'attività e sulle prospettive future

La valutazione è quindi parte integrante dell'attività di due diligence e dovrebbe essere condotta privilegiando l'ottica industriale e la ricerca di un valore di business

Per queste ragioni il piano industriale rappresenta lo strumento principale per avviare l'intero processo

Il valore della valutazione

Partendo dalla stima di un fair value, la valutazione dovrebbe tenere progressivamente conto delle indicazioni fornite dagli investitori durante l'attività di pre-marketing (una sorta di sondaggio svolto prima del lancio dell'offerta), dell'andamento dei mercati borsistici, delle dimensioni dell'offerta e della potenziale liquidità del titolo

Queste ultime considerazioni portano in genere a definire un'IPO discount, che ha la funzione di massimizzare il livello di domanda e aumentare, per coloro che durante il collocamento hanno deciso di investire nell'azienda, la probabilità di ottenere un buon rendimento dall'investimento

In tal modo, si giunge a definire un range indicativo di prezzo e un "prezzo massimo", quest'ultimo da pubblicare entro il giorno antecedente l'inizio dell'offerta pubblica

I soggetti coinvolti

Il processo valutativo in un'IPO coinvolge essenzialmente lo sponsor/global coordinator e la società oggetto del collocamento

In particolare le aree coinvolte:

- **l'area di corporate finance**, che svolge l'attività di valutazione in senso stretto, ovvero l'applicazione di metodologie e la costruzione di modelli finanziari. Collabora inoltre nella predisposizione di tutta la documentazione di supporto alla valutazione, compreso il piano industriale
- **il dipartimento di capital market**, che si occupa di includere nella valutazione le considerazioni di mercato, nonché le indicazioni derivanti dall'attività di pre-marketing e di bookbuilding. Generalmente, tanto più ci si avvicina al momento del collocamento, tanto più il ruolo dell'area capital market diviene significativo
- **il dipartimento di research**, che fornisce indicazioni indipendenti relative alle prospettive del mercato di riferimento, al posizionamento della società e alla sua strategia di sviluppo, e predispone stime autonome sull'andamento prospettico della Società

Le aree aziendali

La società oggetto del collocamento interagisce con la banca nel corso dell'intero processo valutativo

Oltre al top management, che è coinvolto in tutti i passaggi chiave del processo di valutazione, rivestono un ruolo particolare l'area **pianificazione** (per ciò che riguarda la predisposizione del piano industriale) e l'area **finanza**

Il documento di valutazione

Il **Documento di Valutazione** riassume il percorso valutativo svolto, i principali risultati ottenuti e fornisce indicazioni in merito all'intervallo nell'ambito del quale si intende posizionare il prezzo di offerta

- **Executive summary**
- **Premesse valutative**
- **Mercato di riferimento**
- **Considerazioni sulla valutazione**
 - Metodo dei multipli di mercato
 - Metodo del DCF
 - Sensitivity
- **Conclusioni**

I) Il documento di valutazione

Executive summary

La prima sezione del Documento di Valutazione dovrebbe essere dedicata alle premesse e alle finalità, circoscrivendone l'utilizzo allo specifico contesto della quotazione

II) Il documento di valutazione

Premesse valutative

è importante segnalare le principali linee che hanno guidato l'approccio valutativo ovvero la data di riferimento e tutte le fonti di informazione utilizzate (bilanci storici, piano industriale, stime del management, informazioni pubbliche, ecc.)

Di maggiore interesse è senz'altro la presentazione dei metodi di valutazione adottati e soprattutto l'attribuzione ad essi di maggiore o minore significatività, in relazione al contesto e alla specifica realtà oggetto di valutazione

III) Il documento di valutazione

Mercato di riferimento

In alcuni casi potrebbe essere interessante prevedere una sezione dedicata al mercato di riferimento, in cui vengono sintetizzate le principali caratteristiche del settore di appartenenza, al fine di illustrare le aspettative di crescita e di redditività della società

Principali caratteristiche in termini di:

- dimensioni e aspettative di crescita della domanda di mercato
- fattori critici di successo
- dinamiche competitive
- caratteristiche e posizionamento dei principali competitor

IV) Il documento di valutazione

Equity story

In tale sezione vengono generalmente riassunti i **principali aspetti qualitativi** (caratteristiche specifiche ed elementi distintivi, posizionamento competitivo, fattori critici di successo, ecc.) e quantitativi (dati finanziari, aspettative di crescita e redditività, track record, ecc.) che determinano l'appetibilità della società per un potenziale investitore

V) Il documento di valutazione

Considerazioni sulla Valutazione

La presente sezione è la più importante del Documento di Valutazione, dal momento che in essa si descrivono le ipotesi assunte per ogni metodo e i principali risultati delle analisi svolte

Le metodologie adottate dovrebbero riflettere la migliore prassi valutativa, relativamente al settore di appartenenza e le caratteristiche specifiche della società stessa

Costo o Investimento? ...un'opportunità

La quotazione comporta davvero costi o si tratta di investimenti?

Costi Fissi	Costi Variabili
I costi necessari a preparare la società alla quotazione in borsa da parte dei consulenti (sponsor, consulenti legali, revisori)	Costo del collocamento del titolo effettuato dal broker. Si calcola in percentuale sul capitale raccolto

I costi di quotazione sono da considerarsi **INVESTIMENTI**, spesso necessari per migliorare la capacità competitiva e affrontare le sfide della crescita internazionale

I costi di quotazione vanno sempre considerati unitamente ai **BENEFICI** ottenuti con la quotazione (accesso a capitali, credibilità e prestigio)