



Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra di Finanza aziendale avanzato

Le operazioni di IPO sui mercati regolamentati  
di Borsa Italiana: il caso GIMA TT S.p.A.

Relatore  
Prof. Arturo Capasso

Correlatore  
Prof.ssa Luana Zaccaria

Candidato  
Alessandro Ranieri  
698721

Anno Accademico 2018/2019

# Indice

<b>Le operazioni di IPO sui mercati regolamentati di Borsa Italiana: il caso GIMA TT S.p.A.</b> .....	<b>1</b>
Indice.....	2
<b>Introduzione</b> .....	<b>5</b>
<b>Capitolo 1. Le offerte pubbliche iniziali (IPO)</b> .....	<b>9</b>
<b>1.1 Il processo di IPO</b> .....	<b>9</b>
<b>1.2 Le motivazioni della quotazione</b> .....	<b>11</b>
1.2.1 La gestione della struttura finanziaria della società.....	11
1.2.2. Il miglioramento dello status della società .....	12
1.2.3 La creazione di un mercato per le azioni.....	12
1.2.4 Miglioramento delle risorse ed attività manageriali .....	13
<b>1.3 I costi e i limiti connessi alla quotazione</b> .....	<b>14</b>
1.3.1 Aumento della formalizzazione del processo decisionale.....	14
1.3.2 Maggiori costi di compliance .....	16
1.3.3 Costi e pressione crescente legati alle performance di breve periodo.....	17
1.3.4 L'esposizione al rischio di "scalate" .....	18
1.3.5 Conseguenze dei limiti connessi alla quotazione: perché aumentano i casi di delisting .....	19
<b>1.4 La struttura dell'operazione</b> .....	<b>21</b>
1.4.1 I soggetti coinvolti nell'operazione .....	21
1.4.2 Le fasi principali.....	25
<b>1.5 Il sindacato di collocamento</b> .....	<b>27</b>
<b>1.6 Il processo di pricing</b> .....	<b>30</b>
<b>Capitolo 2. La valutazione aziendale in sede di IPO</b> .....	<b>34</b>
<b>2.1 Motivazioni alla base della valutazione</b> .....	<b>34</b>
<b>2.2 Differenti metodologie di valutazione</b> .....	<b>35</b>
2.2.1 Le linee guida della valutazione .....	35
<b>2.3 Il metodo DCF</b> .....	<b>38</b>
2.3.1 Il tasso di attualizzazione .....	39
2.3.2 L'orizzonte temporale di riferimento.....	40
2.3.3 La stima dei flussi di cassa.....	41
<b>2.4 L'approccio del valore attuale modificato (VAM)</b> .....	<b>47</b>
<b>2.5 Il metodo dei multipli</b> .....	<b>49</b>
2.5.1 Le fasi principali del metodo .....	50
2.5.2 I multipli .....	53
<b>2.6 Un approccio alternativo: il Venture Capital method</b> .....	<b>58</b>
2.6.1 Il modello .....	58
2.6.2 le quattro fasi del modello .....	59
<b>Capitolo 3. I mercati regolamentati di Borsa Italiana</b> .....	<b>62</b>
<b>3.1 La nascita e l'affermazione di Borsa Italiana</b> .....	<b>62</b>
<b>3.2 I segmenti del mercato</b> .....	<b>64</b>
3.2.1 Il mercato ufficiale di Borsa.....	65
3.2.1.1 Il Mercato Telematico Azionario (MTA) .....	65
3.2.1.2 Il SEDEX.....	67
3.2.1.3 Il MOT .....	70

3.2.1.4 L'ETFplus.....	71
3.2.1.5 Il MIV .....	72
3.2.2 Il mercato degli strumenti derivati (IDEM).....	73
3.2.3 AIM Italia.....	75
3.2.4 Mercato ristretto .....	76
<b>3.3 Il ruolo di Borsa italiana nelle operazioni di IPO.....</b>	<b>78</b>
<b>3.4 La normativa per l'ammissione a quotazione.....</b>	<b>82</b>
3.4.1 L'ammissione alla quotazione degli strumenti finanziari.....	82
3.4.2 Sospensione e revoca dell'ammissione a negoziazione .....	85
3.4.3 Obblighi a carico degli emittenti .....	86
3.4.4 Modalità di negoziazione .....	86
<b>Capitolo 4. l'IPO di GIMA TT S.p.A. sul segmento STAR dell'MTA.....</b>	<b>88</b>
<b>4.1 l'Azienda GIMA TT S.p.A. ....</b>	<b>88</b>
4.1.1 La storia.....	88
4.1.2 Il portfolio packaging.....	90
<b>4.2 I dati finanziari di GIMA TT .....</b>	<b>93</b>
<b>4.3 I dettagli dell'offerta e la risposta del mercato .....</b>	<b>96</b>
<b>4.4 Il ruolo di Equita SIM nell'operazione .....</b>	<b>98</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>101</b>
<b>Sitografia.....</b>	<b>104</b>
<b>Conclusioni .....</b>	<b>106</b>
<b>Riassunto.....</b>	<b>108</b>

Alla mia famiglia,  
a cui devo tutto,  
che mi ha sempre sostenuto ed aiutato  
nel superare tutte le difficoltà di questo percorso

## Introduzione

La presente tesi analizza il processo di IPO (Initial Public Offering) tramite il quale una società accede al mercato del capitale di rischio al fine di espandere la propria dimensione aziendale, con riferimento ai mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

Quando una società inizia a svilupparsi in un determinato settore del mercato ed ottiene una risposta positiva dallo stesso, spesso si trova di fronte all'esigenza di dover finanziare progetti di investimento caratterizzati da elevati tassi di sviluppo, ai quali è correlata una rischiosità piuttosto elevata: il ricorso all'indebitamento può risultare così eccessivamente oneroso in termini di interessi passivi, ed è allora che le società prendono in considerazione la possibilità di accedere ai mercati dei capitali al fine di poter espandere la realtà aziendale. Inoltre, tramite l'accesso ai mercati mobiliari l'azienda beneficia di un miglioramento del suo status agli occhi degli investitori: una società quotata su un mercato regolamentato detiene maggiore trasparenza, che si riflette in una conseguente attenzione da parte dei potenziali investitori, in particolar modo quelli istituzionali. Inoltre, un'operazione di IPO rappresenta un'opportunità di espansione per la compagine aziendale, permettendo l'accesso a livello dirigenziale di manager sempre più qualificati.

Un aspetto rilevante per la buona riuscita dell'operazione di IPO è la corretta individuazione del mercato di riferimento al quale si vuole accedere: i mercati azionari sono infatti caratterizzati da diversi segmenti che si differenziano in base a numerose caratteristiche, come strumenti ammissibili alle negoziazioni, società ammissibili, requisiti qualitativi e quantitativi in capo alla società che intende quotarsi. Trattandosi di una decisione complessa e delicata, la società quotanda viene così seguita durante l'intero processo da vari soggetti, quali il global coordinator e l'advisor, che detengono una comprovata esperienza sui mercati così da poter sostenere la società durante il processo e garantirne la buona riuscita.

Il primo capitolo si prefigge l'obiettivo di dare un'idea generale delle operazioni di IPO: dopo averne dato la definizione e aver indicato quali sono le differenti tipologie, prosegue analizzando gli aspetti chiave legati all'operazione. Innanzi tutto, vengono esposte le motivazioni che spingono una società a quotarsi, individuate in una miglior gestione della struttura finanziaria, nel miglioramento dello status della stessa, nella possibilità di creare un mercato più liquido per le quote della società, e nella possibilità di aumentare la qualità delle risorse manageriali. Chiaramente l'IPO presenta anche dei rischi e delle potenziali minacce che possono compromettere il buon esito del processo: in primis, una società quotata deve attenersi ad una serie di adempimenti burocratici, sia inerenti ai soggetti

operanti all'interno dell'azienda sia inerenti ai mercati nei quali si è presenti, che possono rallentare l'intero processo decisionale limitandone l'efficienza; accedendo al mercato del capitale di rischio ci si espone inoltre al rischio di scalate da parte di investitori che potrebbero avere finalità speculative.

Viene quindi illustrata la struttura di un IPO, analizzando così i vari soggetti coinvolti nell'operazione, e le fasi nella quale è suddivisa; si presta particolare attenzione all'ultima fase, il pricing, durante il quale viene stabilita la forchetta di prezzo per l'azione che verrà poi offerta agli investitori. Infine, viene analizzato un organo piuttosto rilevante durante il processo di quotazione, il sindacato di collocamento, che si occupa di gestire la connessione tra l'emittente che intende collocare i suoi titoli e gli investitori che intendono sfruttare opportunità appetibili sul mercato.

Nel secondo capitolo si espongono le tipologie di valutazione aziendale utilizzate per definire il valore effettivo di un'impresa. Il fine ultimo di un IPO è quello di stabilire una forchetta di prezzo che rappresenti al meglio il valore intrinseco dell'azienda: al fine di perseguire tale obiettivo, un sistema di valutazione efficace deve essere in grado di reperire la miglior base informativa possibile e trasformarla in un valore numerico. È un processo che si articola parallelamente allo svolgersi dell'IPO, e si estende dall'iniziale fase del pitch durante la quale vengono poste le basi per lo svolgimento della valutazione, per poi culminare nel processo di pricing, passando per le fasi di due diligence e di pre-marketing. Vengono quindi analizzate le principali tecniche di valutazione: inizialmente sono esposti i metodi più tradizionali, il metodo dei flussi di cassa scontati (DCF) e il metodo dei multipli. Il primo fornisce la stima del valore aziendale tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa, scontati ad un apposito tasso di interesse e su un determinato intervallo temporale di riferimento; si tratta del metodo di valutazione più comune ed utilizzato nella pratica. Il metodo dei multipli (o valutazione relativa) invece, stima il valore di un'azienda basandosi su determinati multipli di aziende operanti nello stesso settore, le comparables. È una pratica molto utilizzata in sede di valutazione per operazioni di IPO, M&A, ristrutturazione aziendale e rappresenta un'alternativa molto valida rispetto al metodo DCF; viene utilizzata quando la stima dei flussi di cassa di un'azienda risulta complicata a causa della scarsità di informazioni reperibili.

Sono inoltre esposte due metodologie alternative rispetto a quelle più tradizionali sopra esposte: l'approccio del valore attuale modificato (VAM) e il Venture Capital Method (VCM). Il metodo del VAM si basa sull'idea del DCF, con la differenza che inizialmente si

stima il valore dell'impresa in assenza di indebitamento, al quale vengono sommati il valore dello scudo fiscale degli interessi e dei costi di dissesto per arrivare ad una valutazione completa dell'azienda stessa. Il metodo del VCM è invece un processo valutativo dedicato ad aziende giovani caratterizzate da elevati tassi di crescita nel breve periodo e flussi di cassa volatili, sulle quali l'applicazione dei metodi tradizionali risulterebbe fuorviante e poco significativa. Il concetto di base del VCM è di stimare i flussi di cassa ad una predeterminata data futura, che corrisponde al momento in cui il Venture Capitalist deciderà di effettuare il disinvestimento, attualizzarli ad un tasso che rifletta il rischio sostenuto da quest'ultimo, e calcolare la partecipazione attesa di ingresso nel capitale del Venture Capitalist.

Nel terzo capitolo sono analizzati i mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. Come detto in precedenza, la scelta del mercato sul quale l'azienda intende quotarsi è una decisione fondamentale, che deve riflettere sia le caratteristiche dell'azienda sia gli obiettivi che la stessa è in grado di perseguire.

Inizialmente si espone la nascita e l'affermazione del principale mercato borsistico sul territorio italiano, e la sua fusione con il London Stock Exchange del 2007 che ha portato alla nascita del più grande gruppo borsistico a livello europeo.

In seguito, si analizza la segmentazione dei mercati di Borsa Italiana, esponendo la ripartizione sia in base alle aziende ammissibili nei differenti comparti del mercato, sia le differenti tipologie di strumenti finanziari ammissibili alle negoziazioni. Si fornisce poi un'analisi più dettagliata per il segmento STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti), in riferimento al case study analizzato nel quarto capitolo.

Viene poi analizzato il fondamentale ruolo di Borsa Italiana S.p.A. in riferimento alle operazioni di IPO, esponendo le strutture che la società di gestione del mercato mette a disposizione delle aziende prossime alla quotazione: ruolo di fondamentale importanza tramite il quale Borsa Italiana, lavorando simultaneamente con i soggetti che gestiscono l'IPO, garantisce il successo dell'offerta.

Infine, si dà una generale descrizione della normativa vigente per l'ammissione alla quotazione, rappresentata dal "Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A.": sono dettate le disposizioni generali in termini di ammissione alla quotazione degli strumenti finanziari, sospensione e revoca dell'autorizzazione a negoziare, gli obblighi a carico degli emittenti e le modalità di negoziazione ammissibili.

Nel quarto ed ultimo capitolo si analizza il caso di studio della società GIMA TT S.p.A. che ha deciso di quotarsi sul segmento STAR nel settembre del 2017. Dopo una breve digressione sul business dell'azienda, leader nel mercato del packaging del tabacco sia per i prodotti tradizionali che per i NGP (New Generation Product), e del suo portafoglio caratterizzato da macchinari ad elevata tecnologia e flessibilità, vengono analizzati i dati finanziari e di bilancio della società.

In seguito ad una crescita esponenziale registrata nel triennio 2014-2016 grazie alla posizione di leadership acquisita e consolidata nel corso degli anni sul mercato del tabacco, GIMA TT decide di lanciarsi nei mercati di Borsa, chiedendo l'ammissione a quotazione sul segmento STAR, così da poter beneficiare dei vantaggi dello stesso.

Si analizzano i dettagli dell'offerta e la pronta risposta del mercato, che si concretizza in un immediato successo dell'IPO. Infine, viene esposto il ruolo di Equita SIM, facente parte del gruppo di joint global coordinators, che sostiene la società durante il processo di quotazione e svolge un ruolo fondamentale per il successo dell'operazione, grazie alla sua esperienza decennale nel mercato delle IPO.

# Capitolo 1. Le offerte pubbliche iniziali (IPO)

## 1.1 Il processo di IPO

L'initial public offering è l'offerta al pubblico di investitori<sup>1</sup> delle azioni di una società, al termine di un processo che culmina nella quotazione in uno o più mercati regolamentati. Tale processo, oltre alla società emittente, coinvolge una moltitudine di soggetti: gli investitori (istituzionali e individuali), gli azionisti della società, gli advisor, le banche del sindacato di collocamento, la società di gestione del mercato a cui è diretta la quotazione, l'autorità di controllo che è incaricata di supervisionare sull'offerta ed autorizzarla. È un processo dettagliato e strutturato che ha inizio con la fase di valutazione aziendale e termina con il meccanismo del pricing, estendendosi su un arco temporale, in media, di 6-12 mesi.

Affinché la quotazione abbia un esito positivo e sia in grado di attirare gli investitori, è necessario che la società sia in possesso di determinati requisiti<sup>2</sup>, sostanziali e formali. Per quanto riguarda l'aspetto sostanziale, la società deve possedere:

- orientamento alla creazione del valore;
- una strategia chiara riportata nel piano industriale;
- un buon posizionamento competitivo;
- una solida struttura finanziaria;
- autonomia gestionale;
- margini di crescita;
- organizzazione manageriale.

Dal punto di vista formale i requisiti variano in base al mercato in cui la società intende quotarsi, ma è possibile individuare alcuni requisiti generali come:

- certificazione di bilancio;
- principi contabili utilizzati nella redazione del bilancio;
- flottante;
- tipo di offerta, istituzionale o retail;
- azioni liberamente trasferibili.

---

<sup>1</sup> Forestieri, Giancarlo. "Corporate e investment banking" Cap.12, pag.227-230 [Terza edizione]. Milano: Egea, 2015. Stampa.

<sup>2</sup> "Come quotarsi", dal sito:

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/comequotarsi/comequotarsihome/come-quotarsi.htm>

L'intera operazione è atta a stabilire un prezzo di collocamento che sia il più possibile indicativo dell'effettivo valore della società; nei giorni successivi al collocamento il mercato esprimerà la validità di tale prezzo tramite due possibili scenari:

- underpricing, le quotazioni sono al di sopra del prezzo di collocamento, quindi il titolo è stato sottostimato;
- overpricing, le quotazioni sono al di sotto del prezzo di collocamento ed il titolo è sovrastimato.

Dall'esito in termini di underpricing o overpricing discenderanno tematiche inerenti alla reputazione dell'emittente: nel caso di underpricing, ad esempio, emergerà una buona immagine della società sottolineata da una positiva risposta del mercato, che comprenderà anche il lavoro delle banche che hanno operato come advisor e management group del sindacato di collocamento.

Da qui un primo aspetto rilevante del ruolo delle investment banks come garanti del successo di una IPO: sarà loro dovere valorizzare al meglio la società emittente rendendola il più possibile appetibile agli investitori, cercando di orientare il meccanismo di formazione del prezzo (pricing) in modo da renderlo il più coerente possibile con le quotazioni che saranno espresse dal mercato al termine del collocamento.

Stabilito il concetto generale di IPO, è possibile fare una prima distinzione in base alle tipologie esistenti di tale operazione:

- Offerta pubblica di sottoscrizione (OPS), è lo strumento attraverso il quale una società, a seguito di un'operazione di aumento di capitale, offre agli investitori azioni di nuova emissione. L'obiettivo dell'OPS ha una duplice finalità: da un lato la creazione del flottante necessaria alla quotazione in borsa, dall'altro il rafforzamento del patrimonio netto e della struttura finanziaria in seguito alla diversificazione della compagine azionaria.
- Offerta pubblica di vendita (OPV), è lo strumento attraverso il quale una società offre agli investitori la totalità o parte delle proprie azioni, al fine di ampliare la compagine azionaria. Si differenzia dalla OPS solo per il tipo di azioni offerte al pubblico, di nuova emissione nel primo caso, azioni già emesse nel secondo caso.
- Offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS), strumento caratterizzato dall'offerta di azioni già emesse ed azioni di nuova emissione. Tale tipologia è più rara e viene utilizzata più raramente rispetto alle prime due.

## 1.2 Le motivazioni della quotazione

La decisione di quotarsi in Borsa è un passo molto importante nella vita una società, ed è mosso da una serie di numerose e variegata ragioni.

### 1.2.1 La gestione della struttura finanziaria della società

Tramite l'accesso ai mercati regolamentati la società ha la possibilità di accedere alla provvista di capitale di rischio, così da poter finanziare progetti di investimento tramite fonti di finanziamento differenti e meno onerose rispetto al ricorso all'indebitamento. Attraverso l'accesso al mercato dei capitali l'impresa può quindi concretamente finanziare elevati tassi di sviluppo, il mercato azionario consente infatti volumi di raccolta di enorme entità. Tramite la quotazione l'impresa può quindi diversificare le sue fonti di raccolta, rendendo la gestione finanziaria decisamente più flessibile. Inoltre, il capitale di rischio è una fonte di finanziamento orientata al medio-lungo termine che non richiede particolari garanzie, in quanto il valore stesso dell'impresa è valutato come garanzia stessa. La sintesi di tale vantaggio si riversa in una creazione e diffusione di valore per l'impresa<sup>3</sup>, concetto inevitabilmente legato all'indebitamento. Infatti, mentre in una prima fase il ricorso al leverage come fonte di finanziamento favorisce la creazione di valore tramite lo scudo fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi passivi, quando il livello di indebitamento supera la soglia ottimale i "costi di dissesto" iniziano a produrre effetti negativi. Per ovviare a tale problematica, il ricorso al capitale di rischio permette di migliorare il rapporto tra debito e capitale proprio, consentendo la riduzione dei costi di dissesto e il conseguente avvicinamento a livelli ottimali di leverage. In conclusione, emerge chiaramente il vantaggio finanziario ottenibile da un'impresa derivante dall'accesso al mercato del capitale di rischio.

---

<sup>3</sup> Biscaro, Quirino "La quotazione di una PMI: costi, benefici ed effetti sulla struttura economico-finanziaria dell'azienda", 1999 dal sito [www.academia.edu](http://www.academia.edu)

### 1.2.2. Il miglioramento dello status della società

Quando una società decide di quotarsi, può immediatamente beneficiare di vantaggi derivanti da immagine e reputazione superiori rispetto ad una società privata. Chiaramente tali benefici saranno tanto maggiori quanto più è importante il mercato al quale si accede, dove sono presenti molti competitor.

Innanzitutto, la società entra in contatto con diversi stakeholders come clienti, fornitori, partners nazionali ed internazionali e soprattutto investitori istituzionali, che riconosceranno nel miglioramento dell'immagine aziendale anche un aumento del potere contrattuale. Sebbene le imprese possano anche non essere di grandi dimensioni, il fatto di aver posto tutte le basi necessarie per potersi ampliare può aiutare ad attrarre gli interessi di tali soggetti. Una società quotata viene inoltre sottoposta ad elementi quali la certificazione del bilancio e controlli svolti dagli organismi preposti dal mercato, che producono una maggiore trasparenza della società e di conseguenza l'attenzione dei potenziali partners, in particolar modo quelli internazionali. Imprese più trasparenti usufruiscono quindi di un maggior potere contrattuale, passo fondamentale per il futuro ampliamento della compagine azionaria, soprattutto per le aziende che intendono avviare un processo di internazionalizzazione.

Altro vantaggio rilevante per lo status della società deriva dalla sua espansione sui mass-media, mezzo al giorno d'oggi fondamentale per pubblicizzare al meglio i prodotti e servizi offerti dalla società in modo da accrescere in maniera rapida ed efficace l'immagine dell'azienda.

### 1.2.3 La creazione di un mercato per le azioni<sup>4</sup>

Da un punto di vista "interno", tramite la quotazione gli azionisti possono diversificare il loro patrimonio e realizzare una creazione di valore: sostanzialmente, dopo aver seguito l'azienda nel processo di crescita e valorizzazione vedono la quotazione come una opportunità di disinvestimento e appunto di creazione di valore per la loro ricchezza.

---

<sup>4</sup> Draho, Jason *"The IPO Decision: Why and how companies go public"*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2004

Da un punto di vista “esterno” invece le azioni diventano negoziabili, e quindi appetibili per il mercato. Tale aspetto assume una fondamentale importanza soprattutto riguardo al concetto di liquidità<sup>5</sup> dell’azione: i titoli quotati saranno infatti decisamente più liquidi e favoriranno la compravendita in particolar modo per gli investitori istituzionali, garantendo inoltre un efficiente meccanismo di formazione dei prezzi, che rappresenta l’ultimo e fondamentale passaggio dell’intero processo di IPO.

Inoltre, la creazione di un mercato per le azioni permette di ottenere una chiara ed oggettiva valutazione del titolo che consente di dare una stima quanto più veritiera possibile dell’effettivo valore della società. Questo sarà fondamentale per il futuro della società al fine di agevolare operazioni come: successive offerte sul mercato, aumento di capitale, fusioni e acquisizioni in cui si possono utilizzare azioni come forma di pagamento (equity cash). Quindi, in termini generali, l’aumento di liquidità in seguito alla quotazione in borsa aiuta la società a finanziare la crescita esterna, favorendone uno sviluppo dimensionale il più rapido ed efficiente possibile.

#### 1.2.4 Miglioramento delle risorse ed attività manageriali

Quando una società è in procinto di avviare il processo di quotazione, si rendono necessari una serie di cambiamenti a livello organizzativo, gestionale e manageriale in modo da adeguarsi alle regole del mercato. Si tratta di una serie di adeguamenti che riguardano: il sistema informativo, il controllo di gestione, l’adozione di principi di corporate governance e le politiche di comunicazione. Al fine di adempiere a tali modifiche, la società si vede quindi costretta ad ampliare e migliorare la qualità del management.

L’accesso ai mercati regolamentati produce una maggiore appetibilità dell’azienda agli occhi di manager qualificati: lo status superiore di cui beneficia una società quotata, la maggiore visibilità di cui gode sul mercato e la possibilità di piani di incentivo basati su contratti di stock options sono caratteristiche che agevolano l’ingresso a livelli dirigenziali di figure di rilievo sempre più qualificate.

In particolar modo le stock options generano effetti positivi sul top management della società, riducendo al minimo la separazione tra proprietà e controllo. Si tratta di piani che assegnano ai dipendenti la facoltà di acquistare o sottoscrivere titoli rappresentativi del capitale di rischio della società: sono sostanzialmente opzioni call sul capitale della società.

---

<sup>5</sup> Capuano, Massimo; Vitale, Marco; Duca, Sergio “*Guida alla quotazione*”, A.I.F.I., Borsa Italiana, PriceWaterHouseCoopers, giugno 2001

L'obiettivo fondamentale di tali piani di incentivi è di legare parte della retribuzione dei manager all'andamento del prezzo del titolo sul mercato, in modo da stimolare i dipendenti a massimizzare la propria produttività e quindi a migliorare l'efficienza e la redditività dell'intero gruppo.

### 1.3 I costi e i limiti connessi alla quotazione

A fronte dei vantaggi sopraelencati che derivano dal processo di quotazione, sono connessi una serie di costi e limitazioni che possono compromettere il successo dell'intera IPO. Si tratta di un procedimento complesso sia sotto l'aspetto procedurale sia da un punto di vista economico, che comprende una serie di problematiche rilevanti. Soprattutto nella fase di preparazione dell'offerta pubblica, è richiesta una ingente mole di lavoro e di risorse aziendali al fine di preparare tutta la documentazione necessaria, che occupa ore di lavoro sottratte alla gestione aziendale, mettendo a rischio la redditività dell'intero complesso aziendale. Tali aspetti potrebbero rivelarsi evidenti nel momento della definizione del prezzo di collocamento, generando uno scenario di underpricing che non rappresenta la buona riuscita dell'intero processo.

Tra la moltitudine di problematiche in cui può incorrere l'azienda decidendo di quotarsi in un mercato regolamentato, se ne possono identificare alcune di carattere generale che hanno caratterizzato molte operazioni di IPO soprattutto negli ultimi anni.

#### 1.3.1 Aumento della formalizzazione del processo decisionale

La quotazione in un mercato regolamentato determina l'accesso ad una particolare forma societaria che richiede una serie di adempimenti, sia di carattere formale che sostanziale, che possono complicare sensibilmente la fase del processo decisionale. Quando una società è quotata, deve quindi rispettare una serie di regole quali:

1. Tutela dei soci di minoranza<sup>6</sup>: tale materia è stata aggiornata con la riforma del diritto societario del 2003 che ha sostanzialmente spostato la gestione societaria dall'assemblea all'organo amministrativo, di fatto riducendo i poteri dell'assemblea e compromettendo la tutela dei soci di minoranza. Tuttavia, il legislatore ha attribuito a questi ultimi alcuni

---

<sup>6</sup> Satriano, Mauro "Diritti e tutela del socio di minoranza nelle società di capitali", Milano, 12/10/2016 dal sito: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoCivile/2016-10-12/diritti-e-tutela-socio-minoranza-societa-capitali--141046.php>

strumenti a tutela dei propri diritti volti ad evitare abusi della maggioranza, come l'azione sociale di responsabilità disciplinata dall'art.2393 c.c. che nelle società di capitali quotate può essere esercitata da soci che rappresentino il 2,5% del capitale sociale.

2. Presidio delle situazioni di conflitto di interesse<sup>7</sup>: tale problematica è invece disciplinata dall'art.2373 c.c. che impone a coloro che abbiano un interesse in conflitto con quello della società amministrata, con riguardo a una determinata operazione, di dare notizia di ciò agli amministratori e al collegio sindacale, ed inoltre di astenersi dal partecipare alla deliberazione riguardante l'operazione stessa. In caso di inosservanza di tale regola, il soggetto risponde personalmente delle perdite derivate alla società dal compimento dell'operazione stessa. Inoltre, gli amministratori non possono votare nelle deliberazioni riguardanti la loro responsabilità. In sintesi, si ha un conflitto di interesse quando un azionista si trova ad essere portatore di un duplice interesse, uno attinente alla sua posizione di socio all'interno della società e l'altro di carattere personale o comunque esterno alla società. Tale istituto è quindi atto ad evitare situazioni di questo genere che possano recare danno o comunque essere pericolose per l'intera società.

3. La difesa dell'integrità del mercato<sup>8</sup>: riguardo alle società operanti nei mercati di Borsa Italiana, la CONSOB stabilisce che sono previste sanzioni per i soggetti che commettono abusi di mercato, con riguardo all'utilizzo di informazioni privilegiate concernenti emittenti di strumenti finanziari o gli strumenti finanziari stessi che, se rese pubbliche, potrebbero influenzare sensibilmente i prezzi su tali strumenti, o ancora con riguardo a manipolazioni di mercato, ovvero la diffusione di informazioni false o il conferimento di ordini al fine di alterare ingiustificatamente il processo di formazione dei prezzi. Per tali violazioni, le sanzioni consistono in forti multe, o ancora per alcune fattispecie sono previste anche sanzioni penali.

Dall'analisi di tali aspetti emerge un quadro del processo decisionale decisamente complesso ed articolato, che deve tener conto e cercare di prevenire tali problematiche; ne deriva quindi la necessità di seguire decisioni nel rispetto di criteri di formalizzazione, trasparenza, autonomia.

---

<sup>7</sup> “Dispositivo dell'art.2373 del Codice civile” 10/06/2019, dal sito: <https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-vi/art2373.html>

<sup>8</sup> “La Vigilanza sui mercati”, 2018, dal sito: <http://www.consob.it/web/investor-education/la-vigilanza-sui-mercati>

### 1.3.2 Maggiori costi di compliance

A seguito del complicarsi delle normative vigenti e degli adempimenti a carico delle aziende, si rende fondamentale la predisposizione di un apposito ramo aziendale interamente dedicato alla gestione del rischio di compliance. Quest'ultimo è il rischio connesso al mancato rispetto di leggi, normative o regolamenti che possono portare a sanzioni, multe, revoche di autorizzazioni o, nei casi peggiori, sospensione dell'attività. È necessario allora predisporre una specifica struttura che valuti e monitori la conformità dell'azienda alle regole vigenti nell'apposito mercato di quotazione, al fine di evitare sanzioni economiche che spesso possono essere molto gravose per la società stessa. Altro aspetto cruciale legato alla compliance aziendale è la tutela della reputazione dell'azienda, di cui un eventuale peggioramento potrebbe danneggiarne il rapporto con i clienti, i partner e tutti gli stakeholders in generale, causando effetti negativi che si riversano sull'andamento dell'intera società. Nelle società quotate la fiducia è fondamentale per preservare il rapporto con gli investitori, e nel caso in cui questa dovesse venire a mancare gli effetti potrebbero essere molto dannosi: da qui l'importanza di un'efficiente attività di compliance aziendale. Si tratta di un processo ciclico<sup>9</sup>, caratterizzato da presidi organizzativi ed operativi atti ad evitare disallineamenti rispetto alle regole del mercato nel quale l'azienda opera, garantendo una piena e continua conformità alla normativa in atto. Dal punto di vista operativo, la funzione deve: valutare le fonti di rischio di non conformità cui l'impresa è assoggettata, verificare la situazione aziendale corrente, stabilire le politiche e le procedure da mettere in atto per contrastare i rischi individuati, favorire lo sviluppo delle competenze e delle professionalità necessarie a garantire un'efficace applicazione delle regole e dei processi definiti, elaborare un piano periodico di verifiche di conformità, stilare un report periodico dell'attività di compliance, predisporre eventuali interventi correttivi.

Affinché la funzione possa operare in maniera efficace ed efficiente è necessario che la struttura sia indipendente rispetto alle aree operative aziendali e che sia dotata di risorse qualitativamente e quantitativamente adeguate rispetto ai compiti da adempiere; in tal senso, le risorse impiegate devono possedere competenze tecnico-professionali elevate ed essere inserite in programmi di formazione continua, in base alle necessità riscontrate. Al fine di massimizzare l'efficienza di tale servizio, la funzione deve poter accedere a tutte le attività

---

<sup>9</sup> “Compliance aziendale: ruoli, responsabilità e modelli organizzativi” 05/2018, dal sito <https://www.assiteca.it/2018/05/compliance-aziendale-ruoli-responsabilita-modelli-organizzativi/>

svolte in azienda e deve avere la possibilità di consultare tutte le informazioni rilevanti per lo svolgimento della propria operatività.

Non è presente una regola sulla composizione della struttura addetta alla compliance, la quale può essere definita in maniera autonoma ed indipendente da ciascuna azienda. Solitamente, si può scegliere di affidare l'incarico di responsabile della compliance ad un singolo soggetto aziendale, il compliance officer, o ad una pluralità di risorse interne appartenenti ad aree differenti dell'organizzazione aziendale, in modo da creare un team che disponga di risorse specializzate in vari settori aziendali.

Spesso una struttura aziendale che valuti e monitori il rispetto delle norme vigenti in un determinato mercato è implementata tramite consulenza specializzata.

È chiaro allora come sia necessario per l'azienda, al fine di rispettare le norme del mercato in cui opera e di preservare l'immagine e la reputazione aziendale, disporre di una solida ed efficiente struttura preposta all'attività di compliance e alla gestione dei rischi connessi a tale attività, che inevitabilmente richiede un dispendio economico più o meno rilevante in base alla tipologia di struttura adottata.

### 1.3.3 Costi e pressione crescente legati alle performance di breve periodo

Le società quotate in Borsa hanno l'obbligo di redigere la relazione trimestrale sull'andamento economico e finanziario della società: sono quindi tenuti a comunicare utili trimestrali, risultato netto, ammontare delle vendite, utili per azioni ed altri dati di minor rilevanza. Tali informazioni vengono poi utilizzate da analisti ed investitori che utilizzano questi strumenti al fine di determinare il valore della società.

Un bilancio intermedio ha quindi l'obiettivo di informare il pubblico circa l'evoluzione della gestione aziendale in corso, sia per gli aspetti patrimoniali che per quelli reddituali, e risponde così all'esigenza dei mercati finanziari di avere a disposizione informazioni contabili con frequenza maggiore rispetto al periodo annuale.

Tale materia è disciplinata sia a livello nazionale, sia a livello internazionale: nello specifico, il principio contabile internazionale IAS 34<sup>10</sup>, impone che ogni relazione trimestrale abbia l'obbligo di fornire informazioni contabili intermedie tempestive e attendibili che migliorano la capacità di investitori, fornitori e altri utilizzatori di comprendere la capacità dell'impresa di generare utili e flussi finanziari e la sua situazione finanziaria e di liquidità. L'organo

---

<sup>10</sup> Organismo Italiano di Contabilità "*Principi Contabili: i bilanci intermedi*" del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e del Consiglio Nazionale dei Ragionieri, aprile 2006

amministrativo di ciascuna società ha l'obbligo di mettere a disposizione del pubblico, presso la sede sociale e la società di gestione del mercato, la relazione trimestrale redatta secondo i principi di legge, entro quarantacinque giorni dal termine di ciascun trimestre dell'esercizio.

Gli analisti utilizzano le informazioni derivanti da tali documenti come indicatori della salute economica complessiva dell'azienda: un'azienda con un buon livello di utile per azione (EPS) verrà considerata positivamente dagli analisti, e diverrà più appetibile agli occhi dei futuri investitori.

Emerge qui una criticità legata alla redazione di tale documento: da un lato la relazione o bilancio trimestrale è uno strumento che può essere molto potente per il consenso dei finanziatori nei confronti della società: un'azienda che viene valutata positivamente dagli analisti è facilitata nella raccolta di risorse da parte degli investitori. Dall'altro però genera dei rischi che potrebbero risultare rilevanti: il fatto che la società sia continuamente esposta all'analisi degli operatori di mercato nel breve periodo, pone una crescente pressione sulla qualità dei piani industriali che il management presenta e sulla capacità, trimestre per trimestre, di confermare i risultati attesi. Questo porta a due risultati negativi per la società: il costo di impiegare risorse preposte alla redazione del bilancio trimestrale e il rischio che le decisioni aziendali vengano distorte dalla ricerca di risultati economici nel breve periodo, a danno delle opzioni con lo sviluppo nel medio-lungo periodo.

#### 1.3.4 L'esposizione al rischio di "scalate"

Nei mercati dove prevale la prassi della public company e nei casi in cui, dopo il collocamento, la quota di controllo è contendibile, le società sono esposte al cosiddetto "rischio di scalate" (takeover).

Per takeover<sup>11</sup> si intende un'operazione nella quale un soggetto economico, generalmente un'impresa industriale o una società finanziaria, ottiene il controllo di una società quotata acquistandone sul mercato una quota di azioni sufficiente a detenerne il controllo. Si distinguono takeover amichevoli da takeover ostili. Nel primo caso la società "preda" prende un accordo con la futura controllante, e il che non risulta essere un problema. Nel secondo caso, che spesso accade in seguito ad un mancato accordo di takeover amichevole, possono esserci motivazioni o di carattere economico o di carattere speculativo.

---

<sup>11</sup> [www.treccani.it](http://www.treccani.it)

Dal punto di vista prettamente economico le ragioni sono legate all'obiettivo di penetrare rapidamente in nuovi mercati nei quali la società "preda" ha una presenza rilevante ed una buona posizione di mercato, o l'obiettivo di allearsi con un forte concorrente in modo da neutralizzare possibili conflitti in futuro. Generalmente tali operazioni di takeover vengono effettuate quando la società "preda" dispone di un management di buona qualità.

Quando si ritiene invece che il management della società "preda" sia di bassa qualità, l'obiettivo del takeover è di tipo speculativo: la società acquisitrice sostituisce il management della società preda con un nuovo team management, orientato a politiche di massimizzazione dell'andamento patrimoniale e finanziario sul breve periodo. La speranza è quella di realizzare profitti elevati rivendendo in breve tempo la società preda, spesso smembrata, se questo contribuisce ad aumentarne il valore totale.

Come nel caso della pressione per le performance di breve periodo, l'esposizione al rischio di scalate è da un lato un incentivo e dall'altro una minaccia: incentivo in quanto, ex ante, il management è stimolato ad operare in linea con gli interessi degli azionisti; minaccia in quanto, ex post, in stato di under-performance, è un meccanismo che può portare allo smembramento di un'intera società se questa viene acquisita solamente per fini speculativi. Tuttavia, tale procedimento contribuisce a migliorare il livello di efficienza del mercato; questo riflette l'importanza della qualità della gestione aziendale nei mercati quotati, in cui situazioni di andamento economico negativo portano al possibile collasso di una società molto più rapidamente rispetto a società che non operano sui mercati del capitale di rischio.

### 1.3.5 Conseguenze dei limiti connessi alla quotazione: perché aumentano i casi di delisting<sup>12</sup>

Conseguenza delle limitazioni e dei rischi sopra citati è il fenomeno del delisting. Quest'ultimo è sostanzialmente l'operazione opposta all'IPO, ovvero l'esclusione dal listino di borsa di una società quotata. Esistono tre differenti circostanze legate alla decisione di delisting:

1. Delisting per decisione autonoma da parte di una società. Quando è in atto un cambiamento delle condizioni di mercato e/o della società, quest'ultima potrebbe non beneficiare più dello status di società quotata, conseguentemente al fatto che aumentano i costi diretti e indiretti del mercato borsistico. Tra i primi possono essere inclusi i costi di compliance inerenti alle regole di mercato, agli assetti di governance, ai sistemi

---

<sup>12</sup> Forestieri, Giancarlo. "Corporate e investment banking" Cap.12, pag.231-232 [Terza edizione]. Milano: Egea, 2015. Stampa

amministrativi e di controllo e alle responsabilità della compagine proprietaria. È il caso<sup>13</sup> dell'esperienza delle borse americane dopo l'introduzione del Sarbanes-Oxley Act del 2002, il quale ha notevolmente irrigidito gli adempimenti per le società quotate in reazione agli scandali finanziari del biennio 2000-01 e spinto molte aziende americane a preferire l'uscita dai mercati. L'introduzione di tale atto spinse anche molte società europee che avevano adottato la scelta del dual listing ad accelerare il processo di delisting. Tra i costi indiretti rientrano invece determinate fattispecie relative a cicli negativi di borsa, che si riversano su bassi tassi di rendimento dei titoli e un forte aumento della volatilità dei mercati, circostanze che mettono in discussione la quotazione come miglior canale di finanziamento e alimentano di conseguenza il rischio di una caduta di reputazione. Un esempio di tale situazione nei mercati italiani si ha nel biennio 2007-08 nella fase acuta della crisi, in cui si registra un tasso di delisting molto elevato a causa delle situazioni vigenti nel mercato; un numero significativo di tali operazioni è avvenuto a prezzi di offerta decisamente più bassi rispetto a quelli di collocamento, in IPO avvenute solo qualche anno prima: si prospettava quindi un problema di tutela degli azionisti di minoranza.

2. L'esclusione dal mercato per decisione delle autorità. Il processo di quotazione è subordinato al possesso di requisiti finanziari, dimensionali ed organizzativi che, se dovessero venir meno, portano all'esclusione dal listino di borsa da parte della società di gestione del mercato. La normativa italiana, ad esempio, prevede la revoca della quotazione quando le società sono caratterizzate da una prolungata carenza di negoziazione, oppure quando non è possibile mantenere un mercato normale e regolare per il titolo. Nello specifico, possono presentarsi condizioni relative al mercato, come l'insufficiente diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari o il controvalore giornaliero e la frequenza degli scambi, o condizioni relative all'emittente che possano metterne in discussione l'integrità economica, come l'ammissione a procedure concorsuali o il giudizio negativo del revisore dei conti per due esercizi consecutivi (Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A).

3. Acquisizione della società da parte di un nuovo soggetto di controllo. Quando si presenta una operazione di takeover, come illustrato in precedenza, l'offerta pubblica obbligatoria può portare direttamente al di sotto della soglia di capitale minimo che la società deve detenere sotto forma di flottante (art.108 TUF, comma 2). La società si espone quindi alle condizioni per l'offerta pubblica residuale e conseguentemente la revoca della quotazione.

---

<sup>13</sup>Wolff, Samuel; D. IV Long, Clarence: "Post-Sox Trends in Delistings and Deregistration" Richmond Journal of Global Law and Business, 2010

## 1.4 La struttura dell'operazione

Dopo aver esposto le caratteristiche principali di un'operazione di IPO, le motivazioni alla base di tale decisione e tutti i possibili limiti e rischi connessi alla stessa entriamo nello specifico andando ad analizzare in primis i differenti soggetti coinvolti nell'operazione, ed in seguito le varie fasi in cui si articola il processo, che iniziano con la fase preparatoria per culminare nella fissazione del prezzo dell'azione, o pricing.

### 1.4.1 I soggetti coinvolti nell'operazione

1. Chiaramente il primo soggetto coinvolto nel processo è la società emittente che, oltre a detenere i requisiti già citati in precedenza, deve presentarsi con una struttura di corporate governance tale da garantire autonomia gestionale e tutela delle minoranze.

2. I soggetti che fanno parte della domanda, di cui è possibile fare una prima distinzione rilevante: investitori istituzionali e individuali (settore retail). I primi sono<sup>14</sup> caratterizzati dalla gestione in monte del risparmio raccolto ed investito in strumenti finanziari; sono investitori istituzionali i fondi comuni di investimento aperti e chiusi, SICAV, SICAF, fondi pensioni, società finanziarie, società assicurative, banche. Si tratta di istituzioni altamente specializzate che svolgono una duplice funzione: la “gestione collettiva del risparmio” ossia, come stabilito dal Regolamento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2016, la valorizzazione di un dato patrimonio, perseguita mediante il compimento di una serie di atti unitamente volti al conseguimento di un risultato utile all'attività di investimento e disinvestimento dei beni in cui è investito il patrimonio; la “gestione dei rischi” che comprende, come stabilito dallo stesso regolamento, la valutazione, prima dell'investimento e nel continuo, della coerenza nelle singole operazioni e del portafoglio nel suo complesso con gli obiettivi della gestione e con i limiti prudenziali.

Gli investitori individuali invece sono soggetti che negoziano per conto proprio, investendo il patrimonio personale senza avvalersi dell'intermediazione di altri soggetti. Operano in maniera differente in base a tre aspetti, che denotano il profilo dell'investitore:

- la tolleranza al rischio, ovvero la disponibilità ad accettare la possibilità che un investimento abbia un esito peggiore rispetto a quello auspicato. È un aspetto rilevante in sede di costruzione di un portafoglio di investimento: chi riesce a tollerare rischi superiori è

---

<sup>14</sup> Costi, Renzo “*Il mercato mobiliare*” cap. 5, pag.139-147. Edit. G.Giappichelli, X° edizione, 2016, Torino

in grado di costruire un portafoglio più aggressivo e, di norma, può conseguire rendimenti maggiori.

- gli obiettivi dell'investimento<sup>15</sup>: l'investitore deve stabilire i propri obiettivi non solo in modo da massimizzare la ricchezza attesa ma in un'ottica più generale di portafoglio, e quindi non solo in funzione di punti di riferimento quali la ricchezza iniziale, i benchmark riferiti al contesto sociale, i rendimenti storici.

- l'orizzonte temporale di riferimento, ossia il periodo per il quale un soggetto decide di rinunciare ad un ammontare di disponibilità finanziaria al fine di investirla. È un aspetto che varia a seconda delle situazioni soggettive e delle esigenze personali di ogni individuo; se l'orizzonte temporale è di breve periodo, è importante che abbia un rischio contenuto e sia quindi orientato alla conservazione del capitale; in un'ottica di lungo periodo, invece, è ammesso sopportare rischi maggiori per consentire profitti maggiori: l'orizzonte temporale di lungo periodo da infatti la possibilità di compensare eventuali perdite causate da temporanei rendimenti negativi dei mercati.

3. I soggetti istituzionali interni al mercato: la società di gestione del mercato e l'autorità di controllo responsabile della correttezza del prospetto informativo.

3.1 Le attività della società di gestione del mercato per i mercati di Borsa Italiana, sono disciplinate dall'art.64 del T.U.F. n 58 del 1998. La società deve:

- predisporre le strutture, fornire i servizi di mercato e determinare i corrispettivi ad essa dovuti dagli intermediari e dagli emittenti;
- adottare tutti gli atti necessari per il buon funzionamento del mercato e verificare il rispetto del regolamento da parte degli intermediari e degli emittenti;
- disporre l'ammissione, l'esclusione e la sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni;
- adottare le disposizioni e gli atti necessari per prevenire e identificare abusi di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato;
- comunicare alla CONSOB le violazioni del regolamento del mercato, segnalando le iniziative assunte per la loro eliminazione;
- istituire e gestire il registro delle operazioni effettuate sul mercato, che consente la ricostruzione di tutte le operazioni che si svolgono sul mercato regolamentato e indispensabile per l'accertamento della eventuale violazione delle norme alle quali devono attenersi gli operatori del mercato stesso;

---

<sup>15</sup> “Diritto e responsabilità degli investitori: obiettivi” dal sito <http://www.consob.it/web/investor-education/obiettivi>

- provvedere alla gestione e alla diffusione al pubblico delle informazioni e dei documenti che gli intermediari devono rendere pubblici.

La società di gestione è inoltre libera di esercitare o meno le attività connesse e strumentali. Tale organo quindi, non solo deve compiere le attività materiali necessarie perché possa nascere e funzionare il mercato, ma svolge anche funzioni di vigilanza, in modo da assicurare il rispetto del regolamento al fine di garantire la trasparenza del mercato, come richiesto dalla CONSOB.

3.2 Quando una società intende svolgere attività di sollecitazione al pubblico risparmio è obbligata a redigere il prospetto informativo, che deve contenere informazioni riguardo il proponente l'operazione e le modalità di svolgimento della stessa.

La società responsabile della correttezza del prospetto informativo in Italia è la CONSOB.

Come stabilito dalla normativa<sup>16</sup>, la CONSOB vigila e controlla su:

- la completezza delle informazioni contenute nel prospetto: le autorità devono assicurare che la bozza sia redatta in conformità del Regolamento (UE) 2017/1129, controllo che varia in base al tipo di emittente, al tipo di emissione, al tipo di titoli e al tipo di offerta o di ammissione alla negoziazione.

- la comprensibilità delle informazioni contenute nel prospetto: per tale controllo, le autorità prendono in considerazione elementi formali quali un indice chiaro e dettagliato, l'esenzione da inutili ripetizioni, il raggruppamento delle informazioni, la leggibilità dei caratteri, la chiarezza del linguaggio.

- la coerenza delle informazioni contenute nel prospetto: le autorità analizzano se sono presenti eventuali incongruenze sostanziali tra i diversi elementi di informazione forniti, se i rischi significativi e specifici sono inclusi nella sezione relativa ai fattori di rischio, se le informazioni contenute nella nota di sintesi sono in linea con le informazioni contenute in altre parti della bozza di prospetto.

4. Il global coordinator<sup>17</sup>, ovvero l'intermediario, generalmente una banca di investimento, che guida lo svolgimento dell'operazione.

Si tratta di una figura fondamentale per il buon esito dell'intera operazione di IPO, in quanto occupandosi della gestione dei rapporti tra l'emittente ed i suoi interlocutori, tra i quali la società di gestione del mercato e l'autorità di vigilanza, è il garante della buona riuscita della stessa. La sua attività inizia con la valutazione sulla fattibilità dell'operazione, per decidere

---

<sup>16</sup> Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea "Regolamento delegato (UE) 2019/980 della commissione del 14 marzo 2019",

<sup>17</sup>"Glossario finanziario: global coordinator" dal sito <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/global-coordinator.html>

se dar seguito o meno alla stessa. Nel caso in cui ci siano i presupposti per lo svolgimento, il global coordinator svolge attività di due diligence in collaborazione con i legali, i revisori dei conti e gli advisors.

L'area di attività del global coordinator è divisa in tre grandi macro-aree:

-l'attività di advisory, o consulenza: dato l'elevato livello di complessità che caratterizza la struttura delle aziende medio/grandi che decidono di quotarsi, è necessario che l'investment bank che segue la società durante tutto il processo metta a disposizione il suo expertise nelle operazioni di finanza straordinaria al fine di garantire il buon esito dell'IPO.

- l'attività di equity capital market, ossia la gestione degli strumenti finanziari, derivati, azioni ed obbligazioni, che la società ha intenzione di emettere.

- il sales, l'attività tramite la quale la banca d'investimento gestisce i rapporti con gli investitori.

È evidente quindi come il global coordinator sia una figura di importanza cruciale per la società che intende quotarsi, in quanto gestisce e coordina ogni fase dell'operazione ed è il responsabile ultimo dell'esito dell'IPO.

5. Altre banche del sindacato e altri advisor, sono soggetti che non necessariamente fanno parte del processo: le altre banche del sindacato possono svolgere ruoli di bookrunning (il processo di redazione della scheda di domanda degli investitori che hanno presentato un ordine relativamente ad una operazione di offerta di titoli e che porta alla fissazione del prezzo), di joint lead-management (il compito di formare il consorzio di collocamento invitando gli intermediari a partecipare all'operazione), o semplicemente vendere titoli agli investitori. Gli altri advisor sono soggetti che o svolgono funzioni finanziarie come sponsor, specialist, advisor finanziari dell'emittente, advisor degli azionisti, o funzioni non strettamente finanziarie, come advisor legali, revisori, società di comunicazione.

Nel complesso si tratta di soggetti secondari rispetto agli altri sopraelencati, in quanto spesso tali attività vengono svolte direttamente dal global coordinator; solo nel caso in cui la complessità dell'operazione richieda un maggior grado di specializzazione e separazione dei compiti, allora possono entrare in gioco tali soggetti.

#### 1.4.2 Le fasi principali

Come è possibile immaginare data la complessità dell'operazione, il processo di IPO è lungo ed articolato e si svolge su un orizzonte temporale che, generalmente, va dai sei ai dodici mesi. È strutturato in cinque fasi fondamentali<sup>18</sup>:

1. La fase preparatoria della società. Ha inizio con lo svolgimento di un'indagine approfondita, conseguente allo studio di fattibilità e del piano industriale, finalizzata a stimare la convenienza strategica, economica e finanziaria dell'operazione. Durante tal fase la società procede alla nomina degli advisor, del team di consulenti, dei legali e dei revisori dei conti stipulando i contratti di mandato con tali soggetti che accompagneranno l'emittente nell'intero processo di quotazione. La fase termina con il kick-off meeting, ossia il momento del lancio dell'operazione tramite il quale il management della società e gli advisor, coordinati dall'investment bank che ha il mandato di global coordinator, definiscono il piano delle attività, le tempistiche e la responsabilità.

2. La fase preparatoria dell'IPO. Ha inizio con il processo di due diligence finanziaria, legale e fiscale; è necessario avere una visione completa della realtà aziendale e accertarsi del rispetto dei requisiti formali e sostanziali per l'accesso alla quotazione. Una volta eseguiti tutti i controlli necessari, il team di lavoro composto dai soggetti nominati nella fase precedente prepara i dati finanziari necessari alla redazione del prospetto informativo. Viene inoltre dato avvio alle attività societarie propedeutiche alla quotazione; in particolare, si convoca il consiglio di amministrazione e sia l'assemblea ordinaria sia l'assemblea straordinaria che sono chiamate a deliberare sulle materie necessarie all'approvazione del progetto di quotazione. La conclusione è il cosiddetto filling, ovvero la presentazione, rispettivamente alla autorità di controllo e alla società di gestione del mercato, della domanda di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo e della domanda di ammissione a quotazione, domande che devono essere corredate dalla bozza del prospetto e da tutti i documenti previsti dalla normativa regolamentare in materia. La società di gestione del mercato ha una scadenza per fare le sue valutazioni e deliberare l'ammissione dell'offerta; una volta che questa è stata approvata, l'autorità di controllo (CONSOB) completa l'istruttoria per il via libera alla pubblicazione del prospetto informativo.

---

<sup>18</sup> “Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia”, 2009, dal sito: [https://www.assolombarda.it/fs/2010341568\\_183.pdf](https://www.assolombarda.it/fs/2010341568_183.pdf)

Le due fasi appena esposte rappresentano la prima parte del periodo ante offerta, e generalmente si articolano su arco temporale di 4-6 mesi.

3. La fase esecutiva<sup>19</sup>. Una volta effettuato il filling, inizia la fase esecutiva vera e propria dell'IPO, che vede come protagonisti gli advisor e la società emittente che redigono la cosiddetta equity story: si tratta di un riassunto della strategia aziendale che sia in grado di mostrare il business plan ad investitori, clienti, partner commerciali, social media e dipendenti. È una presentazione della società che deve essere di facile lettura al fine di rendere chiaro ed attraente un possibile investimento nelle azioni della stessa. Durante tutto il periodo antecedente al processo di pricing l'equity story rappresenta l'informazione fondamentale a disposizione del mercato e degli investitori, rappresentando una base di partenza importante per l'intero processo di valutazione.

Simultaneamente alla redazione dell'equity story, la fase esecutiva dell'IPO si articola su due fronti: da un lato si opera sulla sponsorizzazione dell'offerta e sulla stima del sentimento del mercato nei confronti dell'offerta (attività di pre-marketing), dall'altro si cerca di rafforzare la valutazione della società, restringendo a livelli minimi lo spread tra prezzo minimo e prezzo massimo; anche se in maniera piuttosto approssimativa, si può affermare che il processo di pricing inizi proprio durante questa fase.

Il passaggio seguente si articola a seguito del completamento dell'istruttoria da parte della società di gestione della borsa e da parte dell'autorità di controllo, che da quel momento autorizzano ufficialmente l'ammissione al mercato e la pubblicazione del prospetto informativo: si entra allora nella fase di marketing vero e proprio con l'esposizione del roadshow (presentazione in cui la società viene descritta in maniera completa ed esauriente) agli investitori istituzionali parallelamente al processo di bookbuilding; quest'ultimo è la raccolta effettuata dal global coordinator di tutti gli ordini di acquisto/sottoscrizione degli investitori istituzionali che vengono ordinati in base a prezzo, priorità temporale e dimensione.

La fase esecutiva generalmente ha una durata di 1-2 mesi.

4. Il pricing. Durante la fase di pricing viene deciso l'intervallo di prezzo preliminare dell'offerta: è probabilmente il momento più delicato e complesso dell'intero processo, in quanto deve riflettere al meglio il vero valore dell'azienda, ed evitare situazioni di eccessivo underpricing che potrebbero rivelarsi dannose nei primi periodi di accesso ai mercati: data la complessità di tale fase, la analizzeremo più avanti con un paragrafo dedicato.

---

<sup>19</sup> Forestieri, Giancarlo. "Corporate e investment banking" Cap.12, pag.235-236 [Terza edizione]. Milano: Egea, 2015. Stampa.

5. L'after-market. È l'ultima fase del processo, che generalmente comprende il primo mese post offerta, finalizzata a stabilizzare l'andamento del prezzo delle azioni tramite strategie di acquisto o vendita titoli. Vi sono due possibili strumenti utilizzabili, atti a tale finalità:

- il greenshoe, ossia la facoltà concessa al global coordinator di assumere una posizione corta sulle azioni della società: sostanzialmente vende allo scoperto azioni dell'emittente, in una percentuale pari al 10-15% dell'offerta base, allo stesso prezzo di collocamento.

A questo punto si possono verificare due scenari: se la domanda di titoli sul mercato è superiore all'offerta, il prezzo del titolo cresce al di sopra del prezzo di sottoscrizione e il global coordinator esercita l'opzione, potendo quindi utilizzare i titoli ottenuti dall'emittente per coprire la posizione corta sulle azioni della società; nello stesso tempo l'offerta si conformerà sulla dimensione allargata, compensando la spinta al rialzo e riequilibrando l'andamento del prezzo delle azioni. Lo scenario opposto si presenta quando la quotazione scende al di sotto del prezzo di collocamento: in questo caso il global coordinator, per far fronte agli squilibri presenti, non esercita la greenshoe e per rimborsare il prestito acquista titoli sul mercato, riuscendo simultaneamente a rimborsare i propri debiti e a restringere il margine tra prezzo di collocamento e prezzo di acquisto sul mercato.

- il lock-up<sup>20</sup>: si tratta di una clausola che vincola la società a non emettere nuove azioni e vieta ai vecchi azionisti (coloro che detengono importanti quote di maggioranza) di vendere azioni sul mercato per un periodo successivo alla quotazione che va dai sei ai dodici mesi. Si tratta di un accordo, obbligatorio o volontario a seconda dei casi, che rappresenta una garanzia nei confronti dei sottoscrittori in quanto impedisce che un aumento del numero delle quote societarie sul mercato possa creare un eccesso di offerta che vada a generare ripercussioni negative sul prezzo del titolo.

## 1.5 Il sindacato di collocamento

Il collocamento è uno dei servizi di investimento previsto dal T.U.F., art.1 5° comma, e consiste nell'attività diretta a far acquisire dai risparmiatori nuovi titoli per conto di un emittente o di un potenziale venditore attraverso la loro distribuzione; è un servizio che può essere svolto solo da imprese di investimento. Il sindacato di collocamento è quindi l'organo che svolge tale servizio, ed è composto da un consorzio di banche, presiedute dal global coordinator, che svolge tutte le attività necessarie per eseguire e svolgere l'IPO da parte della

---

<sup>20</sup> “Glossario finanziario: clausola di lock-up” dal sito <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/clausola-di-lock-up.html>

società. È caratterizzato da una struttura piramidale così strutturata: al vertice c'è il global coordinator (anche in forma di joint) che in genere si articola nelle due componenti di un IPO: l'offerta retail sul mercato domestico e l'offerta istituzionale rivolta sia al mercato internazionale sia al mercato domestico. All'interno di queste due componenti, le banche si organizzano per livelli di funzioni e responsabilità, e si distingue tra: managing group (banche che hanno responsabilità di gestione del sindacato), non-managing underwriter (banche che assumono l'impiego di garanzia e svolgono attività di collocamento), selling group (operano solo come collocatori e non svolgono attività di garanzia).

Una volta esposta la struttura del sindacato, si può distinguere tra due tipologie di tale organo: sindacati di collocamento in senso stretto, sindacati di collocamento e garanzia. La differenza è che mentre nel primo caso le banche si limitano a distribuire l'offerta al pubblico di investitori, nel secondo caso il sindacato sottoscrive con l'emittente l'impegno al buon fine dell'offerta, garantendole l'acquisto di eventuali quote invendute della stessa. Sostanzialmente il sindacato si pone da garante per il successo dell'offerta, cosa che non avviene nel primo caso dove l'organo svolge solo una mera attività allocativa, e il buon fine non rientra nelle responsabilità del sindacato: tuttavia non si tratta di una semplice attività "di sportello", ma del processo di marketing dell'operazione finalizzato al completamento del collocamento.

Riguardo alle attività svolte dal sindacato, da un punto di vista tecnico si individuano le seguenti tre funzioni principali: originating (le attività necessarie a dare sostanza all'operazione), underwriting (assistenza all'emissione dei titoli e ricerca dei sottoscrittori) e placement (il collocamento in senso stretto). Andando oltre una visione puramente tecnica di tale organo, si possono individuare ulteriori funzioni del sindacato che per la loro importanza giustificano la formazione di un gruppo di banche che, creando un network interconnesso ed efficiente, possono assumere una soluzione ottimale, che non sarebbe raggiungibile da una singola banca. Tali funzioni sono rappresentate da: la produzione e diffusione dell'informazione, la reputazione e certificazione dell'emittente, lo sviluppo e la selezione degli investitori; analizziamo adesso nel dettaglio le tre fattispecie.

- la produzione e diffusione dell'informazione: abbiamo visto in precedenza che durante la fase esecutiva inizia simultaneamente l'attività di placement del sindacato, che si sostanzia nella promozione dell'operazione, la sollecitazione della domanda, la raccolta delle intenzioni di investimento, fino al collocamento vero e proprio dell'offerta. Trattandosi quindi di rapporti commerciali con altri soggetti, che rappresentano i potenziali futuri investitori, è chiaro che produrre un'informazione di qualità sull'emittente è di cruciale

importanza. Tramite la conoscenza del mercato e degli investitori le banche del sindacato sono in grado di aggiungere informazione rispetto a quella già disponibile attraverso l'attività di *originating*, creando un potenziale vantaggio in sede di lancio dell'offerta in quanto si giunge alla miglior definizione della forchetta di prezzo che sarà alla base del *bookbuilding*. Riguardo alla conoscenza degli investitori, qui emerge un altro aspetto importante che concerne la suddivisione del sindacato in diverse banche: ogni *underwriter* ha le sue specializzazioni, ci sono banche con presenza più forte nel mercato degli investitori istituzionali (fondi comuni di investimento, assicurazioni, fondi pensione...), banche che hanno capacità distributiva concentrata in particolari mercati geografici, o ancora banche che focalizzano le loro attività nei rapporti con la clientela *retail*; la composizione del sindacato risulta quindi rilevante non solo per la sua forza distributiva, ma anche per la capacità di produrre e diffondere l'informazione ad una moltitudine di mercati e di soggetti, riuscendo a penetrare il più possibile nei potenziali investitori tramite informazione di grande qualità e specificità.

- Un'altra importante funzione svolta dal sindacato, inevitabilmente collegata al concetto delle informazioni, è la certificazione della qualità della società emittente<sup>21</sup>. In sede di IPO si ha una situazione di asimmetria informativa, infatti gli investitori non hanno a disposizione molte informazioni riguardo l'emittente e le sue performance di mercato, e di conseguenza l'incertezza può essere molto forte. È qui che entra in gioco il ruolo delle banche del sindacato: una società emittente che viene garantita da un team di banche di alto prestigio verrà percepita agli occhi degli investitori come più sicura ed affidabile. Tuttavia, sorge un problema di *trade-off* riguardo alla definizione del prezzo di collocamento: se il prezzo si rivela troppo alto (*overpricing*) si produrrà un vantaggio per l'emittente a discapito degli investitori, se il prezzo risulta invece troppo basso (*underpricing*) gli investitori avranno un vantaggio a discapito dell'emittente. In entrambi gli scenari, sorge un problema di reputazione per le banche del sindacato ed in particolare per il *global coordinator*: questi ultimi potrebbero essere visti con diffidenza sia dagli emittenti che dagli investitori nel caso in cui la loro attività di *placement* non risulti ottimale. È chiaro allora come sarà il sindacato stesso il primo soggetto ad avere interesse nello svolgere l'attività di coordinamento dell'offerta nella maniera più efficiente possibile, evitando di compromettere la reputazione dell'emittente che si rifletterebbe in una peggior reputazione per ogni banca del sindacato. Inoltre, l'attività di garanzia svolta dalle banche che sottoscriveranno l'eventuale invenduto

---

<sup>21</sup> Logue, Dennis; Rogalski, Richard; Seward, James; Foster-Johnson, Lynn: "What Is Special about the Roles of Underwriter Reputation and Market Activities in Initial Public Offerings", *The Journal of Business*, 2002

al momento del collocamento, viene percepita dagli investitori come un ulteriore segnale di qualità dell'offerta stessa.

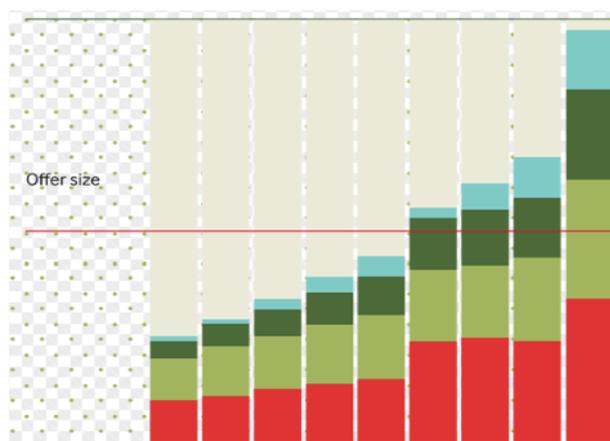
- Lo sviluppo e la selezione della domanda: è la terza funzione rilevante svolta dal sindacato di collocamento. Come detto in precedenza, il sindacato è composto da banche che sono specializzate in differenti ambiti che variano a seconda degli investitori (istituzionali e retail) e dei diversi mercati; a seconda che si operi in un settore piuttosto che in un altro, vengono utilizzati criteri di selezione della domanda differenti. Ad esempio, nel caso del segmento retail i criteri sono oggettivi e trasparenti, e vanno dall'estrazione a sorte all'assegnazione pro-quota; nel caso dei mercati istituzionali invece la selezione è più discrezionale, e verranno preferiti i soggetti che sono in grado di fornire un maggior contributo in termini di informazioni di pricing. È un concetto che risulta collegato all'attività di placement: dalla campagna pubblicitaria pre-marketing al roadshow, con la forza del sistema distributivo creato dal sindacato, l'obiettivo è quello di creare un potenziale di investitori il più ampio possibile al quale, una volta raggiunto, verranno applicati i criteri selettivi sopra indicati. In conclusione, si tratta di un organo di vitale importanza per la riuscita dell'operazione, e sarà compito dell'emittente cercare di stringere rapporti con il miglior team di banche possibili al fine di ottimizzare l'efficienza del processo di IPO beneficiando fin dall'inizio dei migliori risultati attesi in termini di pricing e di investimenti.

## 1.6 Il processo di pricing

Il pricing è una parte del processo di IPO che si articola nel tempo, assimilando la produzione di informazione e riducendo l'incertezza, fino alla definizione della forchetta di prezzo su cui si avvia il meccanismo del bookbuilding.

Il processo ha inizio con le valutazioni preliminari effettuate nella fase preparatoria dalle banche che, per conquistare il mandato di global coordinator, presentano alla società emittente la visione dell'operazione e dell'effettivo valore realizzabile; chiaramente l'importanza di una valutazione adeguata e che rifletta al meglio il vero valore dell'impresa è un aspetto fondamentale, al quale sarà dedicato il prossimo capitolo. In seguito alla valutazione preliminare, le traiettorie di prezzo subiscono discontinuità dovute all'effetto della due diligence, dell'equity research e del pre-marketing; si tratta ancora di stime del prezzo, ed è normale che l'andamento di tali valutazioni risenta dell'influenza di fattori esterni.

In seguito alle operazioni preliminari, si entra nell'aspetto prettamente tecnico del pricing, che si sostanzia con il bookbuilding: il global coordinator raccoglie le manifestazioni di interesse degli investitori istituzionali e le ordina per quantità e prezzo; sostanzialmente è come se la banca costruisca una curva di domanda vera e propria basata sulle intenzioni di investimento del mercato. Si crea una struttura caratterizzata da prezzi crescenti per quantità decrescenti, mentre la curva di offerta rimane fissa, in quanto l'ammontare dell'offerta globale riservata agli investitori istituzionali rimane costante: il processo può essere rappresentato graficamente come segue.



La linea rossa rappresenta il livello dell'offerta, mentre il grafico a barre i vari livelli di prezzo offerti dagli investitori istituzionali ordinati in maniera crescente. Per ogni livello di prezzo viene fatta una distinzione in base alla qualità dell'offerente: in azzurro le offerte di maggiore qualità (categoria Tier 1) ed in rosso le offerte peggiori (categoria Tier 4). A livello qualitativo le distinzioni possono ricomprendere la stabilità delle scelte di investimento, il contributo informativo apportato per il global coordinator, la forza della relazione con la clientela. Tale distinzione è particolarmente utile per il global coordinator il quale può utilizzare una delle quattro categorie qualitative come limite per il prezzo dell'offerta.

È evidente come il global coordinator, durante il processo di bookbuilding, detenga una quantità di informazioni rilevanti che dovranno essere ordinate e trasmesse alle altre banche del sindacato. Esistono tre modalità con cui vengono organizzati e trasmessi gli ordini:

- strike bid, l'investitore dichiara la disponibilità ad acquistare un determinato numero di azioni, qualunque sia il prezzo di collocamento, all'interno della forchetta di prezzo;
- limit bid, l'investitore dichiara il numero di azioni che è disposto ad acquistare ed il prezzo massimo che è disposto a pagare;
- step bid, l'investitore presenta un ordine in forma multipla per diverse quantità di azioni e di prezzo.

Tali tipologie di ordini hanno un contenuto informativo differente, che influenza la sensibilità della domanda al prezzo: nel caso dello strike bid viene rivelato un contenuto informativo piuttosto scarso, mentre nel caso dello step bid la quantità di informazioni rivelate è decisamente più ampia<sup>22</sup>. Sarà compito del global coordinator gestire la mole di informazioni che riceve, ed organizzarla per la price discovery. L'obiettivo ultimo della gestione di tali dati è la stabilizzazione del prezzo e la sua correttezza.

Da qui emerge una situazione di trade-off per il global coordinator: da una parte deve soddisfare gli interessi degli investitori, soprattutto quelli istituzionali, che possono rappresentare potenziali nuovi investitori per successive IPO ed è quindi importante ottenere la loro fiducia; dall'altra è fondamentale mantenere una buona reputazione con gli emittenti, che può essere decisiva per la ricerca di nuovi mandati nel mercato delle IPO. In sintesi, per risolvere in maniera ottimale tale trade-off il pricing deve risultare il più equilibrato possibile e far emergere un leggero underpricing che rappresenti il premio al rischio per gli investitori che hanno partecipato alla sottoscrizione, e allo stesso tempo il livello di volatilità deve rimanere contenuto per evitare la percezione di alto rischio dell'investimento.

Tali considerazioni sono alla base della fase di aftermarket, che ha inizio immediatamente dopo lo stabilimento del prezzo ed è finalizzata a risolvere eventuali criticità che potrebbero aumentare la volatilità delle azioni e danneggiare l'intera IPO. Nel caso in cui dovessero presentarsi tali problematiche, il global coordinator dispone di due strumenti atti a ristabilire la regolarità e stabilità delle negoziazioni: l'overallotment e il lock-up.

- L'overallotment è la facoltà riconosciuta al global coordinator di assegnare un quantitativo di azioni superiore a quello stabilito nell'offerta; tale quota aggiuntiva non può eccedere la soglia del 15% dell'ammontare globale dell'offerta. Nel caso in cui le condizioni di mercato immediatamente successive al lancio dell'offerta richiedano di dare esecuzione all'overallotment, il global coordinator esercita tale facoltà prendendo a prestito le azioni e collocandole presso gli investitori; il prezzo sarà chiaramente lo stesso al quale è stata fissata l'offerta iniziale. Concetto legato all'overallotment è quello di greenshoe, ossia un'opzione che viene concessa dalla società emittente al global coordinator che dà a quest'ultimo la facoltà di sottoscrivere azioni al prezzo di collocamento. Tali azioni verranno utilizzate dal global coordinator per ripagare il prestito legato all'overallotment.

- Le clausole di lock-up sono vincoli previsti contrattualmente che vietano agli azionisti della società emittente di vendere azioni per un periodo di sei mesi subito dopo il lancio

---

<sup>22</sup> Cornelli, Francesca; Goldreich, David: "Bookbuilding e allocazione strategica", 17/12/2002, The Journal of Finance

dell'offerta; vengono applicate per evitare un crollo del prezzo del titolo nelle prime settimane post-quotazione. Chiaramente le clausole di lock-up variano a seconda dei differenti casi: ad esempio, i manager-azionisti possono avere limiti di vendita per un orizzonte temporale maggiore a causa dell'importanza della loro posizione all'interno dell'azienda. Le clausole perseguono due obiettivi fondamentali: da una parte si cerca di ridurre la pressione dell'offerta nel primo periodo post-IPO, al fine di ridurre la volatilità del titolo e di conseguenza la sua incertezza; dall'altra, si vuole dare al mercato il segnale che coloro che detengono informazioni privilegiate sulla società sono vincolati ad essa, così da evitare situazioni di manipolazione di mercato o di insider trading.

In conclusione, è chiaro come il processo di pricing sia il momento più delicato dell'operazione di IPO, di cui una valutazione distorta potrebbe causare effetti disastrosi ed ingenti perdite di capitale soprattutto nel primo periodo post-quotazione. È fondamentale quindi stabilire un prezzo di collocamento il più coerente possibile con quello che sarà in futuro il prezzo di mercato. Per perseguire tale finalità, la fase di aftermarket svolge un ruolo non trascurabile nella stabilizzazione del prezzo e nella risoluzione di eventuali criticità.

## Capitolo 2. La valutazione aziendale in sede di IPO

### 2.1 Motivazioni alla base della valutazione

La valutazione aziendale<sup>23</sup> è il processo atto alla stima del valore effettivo di un'azienda tramite l'utilizzo di uno o più metodi scientifici. Abbiamo visto nel primo capitolo che il processo di IPO è complesso ed articolato e coinvolge una moltitudine di soggetti che, lavorando simultaneamente e sinergicamente, cercano di raggiungere la miglior performance possibile dell'operazione che culmina in un buon livello di pricing, coerente con il vero valore aziendale. Come è possibile immaginare, anche la valutazione è un procedimento che coinvolge vari soggetti: è da considerarsi parte integrante dell'intero processo di due diligence e deve essere svolta dallo sponsor e/o dal global coordinator a seguito di un'approfondita analisi del business model, del posizionamento di mercato, dei vantaggi competitivi, dei dati finanziari e di bilancio della società quotanda e dei management systems.

Una valutazione di qualità dovrebbe essere stimata in maniera non meccanica e trova le sue fondamenta in una base informativa adeguata: prima che la società acceda ai mercati di borsa, potrebbe essere problematico reperire dati relativi ad essa. Le informazioni di cui si dispone all'inizio della valutazione sono rappresentate da valori contabili storici, dati previsionali, informazioni gestionali e dati sul sistema competitivo: è chiaro allora come sia di fondamentale importanza cercare di estrapolare la miglior base informativa da tali fonti, organizzarla e gestirla al fine di indirizzare in maniera ottimale l'intero processo valutativo. Si tratta di un processo continuo di analisi e verifica, che parte appunto dalla iniziale stima del valore dell'azienda quando ancora non sono reperibili all'analista tutti i dati della società (fase del cosiddetto pitch), per arrivare alla determinazione di una fascia di prezzo a cui l'azione verrà venduta agli investitori che riassume al meglio il valore dell'impresa. Durante le fasi preparatorie alla quotazione, la società mette a disposizione dati ed informazioni specifiche sull'attività e sulle prospettive per il futuro; allora il processo valutativo si arricchisce progressivamente e diventa parte integrante dell'attività di due diligence e dovrebbe essere condotto a vantaggio dell'ottica prettamente industriale e ricercando un

---

<sup>23</sup> Massari, Mauro: "Listing Guides", Aprile 2004 dal sito:  
[https://www.academia.edu/24626614/Guida\\_alla\\_Valutazione\\_Listing\\_Guides](https://www.academia.edu/24626614/Guida_alla_Valutazione_Listing_Guides)

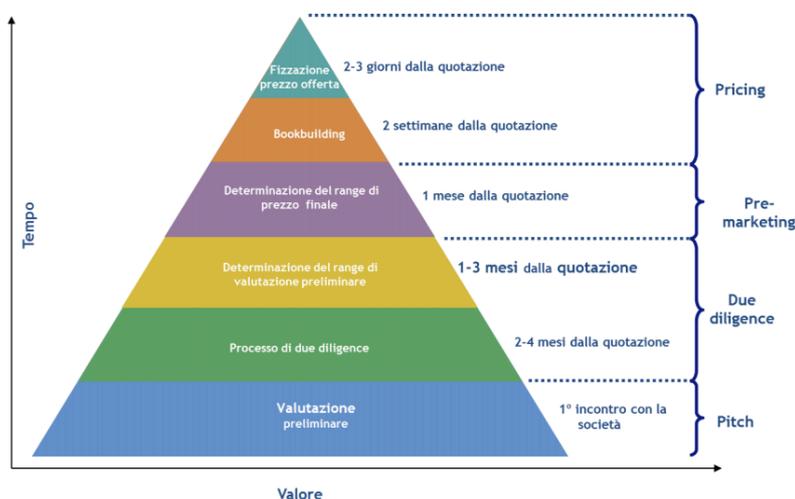
valore di business. Da qui emerge l'importanza del piano industriale come strumento centrale per l'avvio dell'intero processo valutativo.

Partendo dalla stima di un fair value indicativo, ossia un valore approssimativo dell'azienda che risulti congruo con le informazioni possedute, la valutazione deve progressivamente arricchirsi con le informazioni derivanti dagli investitori durante l'attività di pre-marketing, quelle ottenibili dall'andamento dei mercati di Borsa, e quelle che si evincono dalle dimensioni dell'offerta e dalla potenziale liquidità del titolo. Analizzando tali informazioni si giunge alla stima di un IPO discount, ossia un tasso di sconto che deve avere la funzione di massimizzare il livello della domanda e soddisfare gli investitori aumentando la possibilità di ottenere un buon rendimento di mercato dall'investimento; si giunge così a stabilire una forchetta di prezzo ed un livello massimo di prezzo da pubblicare sul prospetto informativo. Presupposto di fondo è quindi che la valutazione sia considerata parte integrante dell'intero processo di IPO e veda l'attivo coinvolgimento della società quotanda con gli altri soggetti quali azionisti, advisor, global coordinator.

## 2.2 Differenti metodologie di valutazione

### 2.2.1 Le linee guida della valutazione

Esistono differenti metodologie analitiche finalizzate alla valutazione di un'azienda, ma prima di esporle è utile cercare delle linee guida che si riferiscano a qualsiasi processo valutativo. Come indicato in precedenza, il processo di determinazione del valore si approfondisce ed arricchisce parallelamente allo svolgersi dell'IPO, e di conseguenza si articola in diverse fasi, come si può vedere dalla seguente *figura*.



Partendo da un range ampio ed approssimativo stimato nelle prime fasi, si arriva alla determinazione di fasce di prezzo più ristrette prima di iniziare la fase di bookbuilding. Il processo valutativo si articola generalmente nelle seguenti 4 fasi.

*Fase 1. Pitch.* Il primo passo della valutazione è il pitch che corrisponde alla fase preparatoria dell'IPO: in tale momento la società, coadiuvata dall'advisor, seleziona gli intermediari che la sosterranno durante la quotazione; questi presentano la proposta per ricevere l'incarico di global coordinator, corredata da una valutazione preliminare. Trattandosi di una stima iniziale, chiaramente si tratta di un giudizio poco accurato che non tiene conto di molti fattori, quali il piano industriale, l'interazione con gli investitori e i risultati della due diligence. Pertanto, sarà importante per la società dare più importanza alla qualità dell'intermediario piuttosto che basarsi sul valore proposto, che risulta poco significativo e verrà aggiornato nelle fasi successive.

*Fase 2. Due diligence.* In seguito alla fase preliminare del pitch, si svolge l'attività di due diligence: la banca collocatrice inizia ad approfondire ed organizzare i propri dati, che ottiene da una grande fonte informativa quale il piano industriale. Quest'ultimo, anche detto business plan, è un documento che rappresenta qualitativamente e quantitativamente le intenzioni di investimento dell'azienda, analizzando le strategie competitive che saranno messe in atto da essa al fine di realizzare gli obiettivi strategici prefissati; inoltre include la *stima* dei risultati attesi. Sostanzialmente l'obiettivo principale è quello di inquadrare l'azienda all'interno del suo settore di appartenenza, cercando di creare la visibilità necessaria al fine di attrarre futuri finanziatori; da un punto di vista prettamente finanziario, si vuole definire al meglio come l'azienda intenda creare valore per gli azionisti.

Una volta analizzato il piano industriale ed ottenute le informazioni più rilevanti, inizia la fase di due diligence vera e propria: l'advisor finanziario e la banca collocatrice iniziano a definire l'Equity Story, che come detto rappresenta il profilo della società quotanda che verrà esposto agli investitori per incentivarli ad aderire all'offerta. In questa fase si parla di early marketing, ossia una "prova" finalizzata ad ottenere dei riscontri da un campione ristretto di investitori che si basa sull'appetibilità dell'Equity Story: è un primo tentativo di capire quanto l'offerta potrà ottenere successo sul mercato. Al termine di tale fase la banca presenta alla società un'ipotesi di valutazione pre-money: è una stima preliminare finalizzata a definire un range valutativo che rappresenti al meglio il valore del capitale economico della società. Tuttavia, si tratta di una stima ancora "giovane" ed approssimativa, che non tiene conto di fattori determinanti quali l'IPO discount e le indicazioni che si evincono dall'attività

di pre-marketing, ma è comunque importante che la valutazione pre-money sia il più possibile accurata per evitare di ottenere un intero processo valutativo distorto fin dalle prime fasi.

*Fase 3. Pre-marketing.* Lo step successivo è rappresentato dalla fase di pre-marketing, durante la quale il global coordinator svolge un'indagine presso gli investitori istituzionali (si allarga così il campione sondato durante l'early marketing in precedenza) per valutare l'appetibilità dell'equity story proposta ed ottenere un primo vero feed-back dal mercato sul valore dell'emittente. In seguito a tale indagine, viene pubblicata una presentazione dell'emittente agli analisti finanziari del consorzio di collocamento (analyst presentation), che ha la finalità di porre questi ultimi nelle condizioni di elaborare e distribuire un prospetto che dia informazioni sulla società. La pubblicazione di tali ricerche è importante in quanto arricchisce il processo valutativo con ulteriori elementi rappresentati dalle indicazioni valutative indipendenti da parte degli analisti, che risultano di grande aiuto per ridurre il range di valutazione preliminare stimato nella fase precedente. Inizia così la vera e propria attività di investor education durante la quale vengono raccolte ed approfondite le indicazioni degli investitori interessati in merito all'appetibilità dell'investment case ed ai livelli di valutazione accettabili: si tratta di analizzare il sentimento degli investitori e tradurlo in una valutazione. A questo punto la banca, sulla base dei riscontri ottenuti dagli investitori istituzionali e la loro predisposizione a pagare, si confronta con la società emittente, con gli azionisti venditori e con l'advisor per giungere alla definizione del range di prezzo pre-money e del prezzo massimo da riportare sul prospetto. Tale range deve avere un livello di prezzo minimo fissato, facendo in modo che sia sufficientemente attrattivo per gli investitori, ed un prezzo massimo che tenga conto delle aspettative di valorizzazione dell'azionista di riferimento e delle soglie valutative espresse dagli investitori in sede di attività di pre-marketing. Generalmente la forchetta di prezzo presenta un range di circa il 20-25% tra prezzo minimo e prezzo massimo. Avendo ridotto decisamente la forchetta di prezzo, il range ottenuto sarà alla base dell'ultima fase di bookbuilding.

*Fase 4. Marketing.* L'ultima fase è rappresentata dall'attività di marketing vera e propria, che si concretizza in una campagna promozionale che fornisce indicazioni fondamentali ai fini della determinazione del prezzo finale. È una fase fondamentale durante la quale il management team della società svolge dei meeting con gruppi di investitori o con investitori singoli, potenzialmente interessati ad investire nell'azienda; nonostante questi ultimi siano

già a conoscenza delle informazioni fornite dagli analisti finanziari del consorzio, è proprio dal confronto con il management team che dipenderà la volontà ultima degli investitori di sottoscrivere quote della società. In tale fase gli investitori istituzionali inviano le loro manifestazioni d'interesse che comprendono un determinato quantitativo di titoli ed un determinato prezzo, che terrà conto dei fondamentali della società, delle informazioni fornite dagli analisti e di elementi secondari come società comparabili, qualità della corporate governance, rischi dell'operazione. L'insieme di tali manifestazioni di interesse viene raggruppato ed ordinato nel book istituzionale e si lancia il prezzo di offerta che riflette al meglio il vero sentimento del mercato: il prezzo finale sarà determinato in modo da allocare il numero di azioni agli investitori che hanno manifestato la loro intenzione di sottoscrivere le quote ma lasciando, allo stesso tempo, una parte della domanda insoddisfatta in modo da stimolare l'interesse all'acquisto e supportare la gestione del titolo nell'after market.

Ora che è più chiaro l'andamento generico di un processo valutativo, passiamo ad analizzare i principali metodi che vengono utilizzati nella realtà aziendale per stimare il valore di una società: il metodo dei flussi di cassa scontati (Discounted Cash Flow, DCF), il metodo del valore attuale modificato (VAM), il metodo basato sui multipli di società comparabili, ed un approccio alternativo quale il Venture Capital Method (VCM).

### 2.3 Il metodo DCF

La valutazione aziendale basata<sup>24</sup> sul metodo dei flussi di cassa attualizzati (discounted cash flow, DCF) fornisce il valore di un'impresa in base al valore attuale dei flussi di cassa attesi, che vengono attualizzati a un determinato tasso di sconto che ne indichi al meglio il livello di rischio; si tratta di un approccio rigoroso basato su determinati fondamentali che ne confermano la validità. Il concetto alla base di tale modello si basa sul fatto che nel momento in cui si decide di investire in un determinato asset, il suo valore è rappresentato dai flussi di cassa che ci si aspetta di realizzare in futuro.

In sostanza si ha: Valore dell'attività =  $\frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n}$  [1]

Dove  $E(CF)_t$  è il flusso di cassa atteso per il t-esimo periodo, r il tasso di attualizzazione ed n il periodo di attività a cui si fa riferimento; la stima del valore dell'attività dipende quindi da questi tre fondamentali, che andiamo ad analizzare nel dettaglio.

---

<sup>24</sup> Damodaran, Aswath; E. Costanza, Consolandi: "Valutazione delle aziende". cap.1, Milano: Apogeo, 2010. Stampa

### 2.3.1 Il tasso di attualizzazione

La prima variabile che analizzeremo è il tasso di attualizzazione da utilizzare per scontare i flussi di cassa attesi.

Quando la stima è finalizzata alla determinazione del valore aziendale e la grandezza di riferimento è il flusso di cassa atteso (CF), il tasso più adatto da utilizzare è il costo medio ponderato del capitale (weighted average cost of capital, WACC<sup>25</sup>). È il tasso di attualizzazione che rappresenta le aspettative di rendimento degli investitori, azionisti e creditori, a cui compete il CF. Analiticamente tale tasso viene calcolato come segue:

$$r_{wacc} = [K_e * E + K_d * (1 - \tau) * D] / [D + E]. \quad [2]$$

dove  $K_e$  è il costo del capitale proprio, " $K_d$ " rappresenta il costo del debito, ossia l'onerosità del capitale preso a prestito, " $E$ " è l'ammontare del capitale azionario (Equity), " $D$ " l'ammontare del debito, " $\tau$ " l'aliquota fiscale imposta sugli utili della società.

L'indicatore più complesso da stimare è senz'altro " $K_e$ ", che rappresenta il costo del capitale proprio, ovvero il tasso di rendimento minimo che un'azienda deve offrire ai propri creditori per remunerare i fondi ricevuti da questi ultimi. Esistono diversi approcci scientifici improntati alla stima di tale valore, ma i principali sono rappresentati dal modello del CAPM ed il modello dei dividendi scontati (Dividend Discount Model, DDM). Il primo fornisce come stima del costo del capitale la seguente formula:

$$K_e = K_{rf} + (R_m - R_f) * \beta. \quad [3]$$

Tale modello rappresenta uno degli aspetti più delicati del processo di valutazione aziendale, in quanto assume che il costo del capitale azionario sia rappresentato dalla composizione di due variabili: la prima rappresentata dal tasso di rendimento risk-free ( $K_{rf}$ ), la seconda costituita dal premio al rischio ( $R_m - R_f$ ) ponderato per il coefficiente  $\beta$  che indica il rischio specifico inerente all'attività rispetto al portafoglio di mercato. Ognuno di questi elementi deve essere valutato in maniera accurata, e spesso la loro definizione può risultare problematica e non immediata; tuttavia, nonostante presenti alcune criticità, il modello del CAPM risulta uno dei più accurati per la stima del costo del capitale proprio. Il secondo approccio, il DDM, si basa invece su una variante dei flussi rappresentata dai dividendi, secondo la seguente formula:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} DIV_0 (1 + g_t)^t (1 + k_e)^{-t}. \quad [4]$$

---

<sup>25</sup> Forestieri, Giancarlo. "Corporate e investment banking" Cap.4, pag.63-65 [Terza edizione]. Milano: Egea, 2015. Stampa.

Secondo tale metodologia, il valore del prezzo di un'azione ( $P_0$ ) al tempo  $t_0$ , è dato dal dividendo ( $DIV_0$ ) all'anno 0, moltiplicato per il tasso di crescita atteso ( $g_t$ ) dei dividendi per l'anno  $t$ . Considerando  $g_t$  costante e pari a  $g$ , la [4] diventa:

$$P_0 = DIV_1 / [K_e - g] \quad [5]$$

da cui si ottiene, con le opportune sostituzioni, la stima del costo del capitale azionario come tasso di dividendo (Dividend Yield) più il relativo tasso di sviluppo atteso:

$$K_e = \frac{DIV_1}{P_0} + g. \quad [6]$$

Per quanto riguarda invece la stima del costo del capitale di debito,  $K_d$ <sup>26</sup>, si parte dalla constatazione che, se il rischio di default di un'impresa è ridotto, si può utilizzare il rendimento a scadenza dell'obbligazione come stima del rendimento atteso per gli investitori; se invece il rischio di default dell'impresa sulla sua obbligazione è significativo, il rendimento a scadenza del debito deve rappresentare tale maggior rischiosità, e sarà allora superiore al rendimento atteso degli investitori. Allora il costo del debito sarà dato dalla seguente formula:

$$K_d = \text{rendimento a scadenza} - \text{prob}(\text{default}) \times \text{tasso di perdita atteso} \quad [7]$$

Naturalmente, il  $K_d$  dipenderà dalla rischiosità dell'obbligazione: titoli con rating inferiore presenteranno una probability of default superiore e di conseguenza un rendimento superiore, e viceversa.

### 2.3.2 L'orizzonte temporale di riferimento

La seconda variabile che influenza la stima dei flussi di cassa nel metodo del Discounted Cash Flow (DCF) è rappresentata dall'orizzonte temporale sul quale viene effettuata la stessa. Quando si valuta un'azienda, l'orizzonte temporale a cui ci si riferisce può influenzarne significativamente il risultato: è necessario valutare la tipologia di impresa in base al mercato in cui opera, cercando di percepire la volatilità di quest'ultimo e di conseguenza scegliere un orizzonte temporale il più possibile appropriato. Solitamente il periodo che viene preso in considerazione varia dai cinque ai dieci anni, durante il quale è possibile operare una previsione analitica, ossia una stima diretta di ogni variabile (economiche e finanziarie), sulla base di appositi assunti. L'estensione più o meno lunga del periodo viene chiaramente influenzata dalla natura dell'attività aziendale oggetto di stima, e dalla stabilità degli assunti che sono alla base della valutazione. Generalmente una

---

<sup>26</sup> Berk, Jonathan; Venanzi, Daniela; DeMarzo, Peter: "Finanza aziendale I", cap.12, pag. 408-411. Edit. Pearson, Milano-Torino, 2011

previsione analitica dei flussi di cassa si estende su un orizzonte temporale non inferiore ai cinque anni, o comunque un periodo che sia in grado di completare un ciclo di sviluppo aziendale e raggiungere un buon livello di stabilità<sup>27</sup>.

Tuttavia, a seguito della stima analitica il ciclo aziendale prosegue, e la valutazione deve chiaramente includere il periodo produttivo successivo a tale previsione: quest'ultimo si ricava attraverso il valore terminale (Terminal Value, TV), ovvero il valore dei flussi di cassa che si ottengono dopo la previsione analitica. Tale valore viene calcolato come segue:

$$TV = \left[ \frac{FCF_t * (1+g)}{r_{wacc} - g} \right] \times \frac{1}{(1+r_{wacc})^t} \quad [8]$$

L' $r_{wacc}$  è il tasso che abbiamo esposto nel paragrafo precedente, mentre il tasso  $g$  è il fattore di crescita, che generalmente viene posto pari al tasso di crescita sul lungo termine relativo ai mercati in cui opera l'azienda.

Da questa analisi emerge come il valore aziendale sia caratterizzato da due componenti, il valore dei cash flow attualizzati che sono oggetto della previsione analitica ed il valore attualizzato dei cash flow successivi al periodo di previsione analitica, per questo spesso si parla di valutazione a due stadi.

### 2.3.3 La stima dei flussi di cassa<sup>28</sup>

La terza variabile che stabilisce il valore dell'attività aziendale all'interno di un processo valutativo è la stima dei flussi di cassa, che rappresenta l'aspetto chiave per l'approccio dei flussi di cassa attualizzati (DCF). Si tratta di una materia complessa ed articolata, della quale si possono individuare tre criteri di classificazione. Una prima distinzione è basata sulla "destinazione" del flusso di cassa:

- Flussi di cassa disponibili per gli azionisti (Free Cash Flow to Equity, FCFE), ossia i flussi di cassa a disposizione degli azionisti al netto del pagamento degli oneri finanziari, del rimborso del debito o dell'accensione di un nuovo debito, ed è alla base della stima del cosiddetto equity value.
- Flussi di cassa disponibili per l'azienda, ossia per gli azionisti ed i creditori (Free Cash Flow to the Firm, FCFF), che è calcolato al lordo dei flussi derivanti dall'indebitamento ed è alla base della stima del cosiddetto entity value.

---

<sup>27</sup> J.Rosenbaum, J.Pearl "Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and M&A", Cap.3, pag.141. Canada, 2009

<sup>28</sup> Damodaran, Aswath; E. Costanza, Consolandi: "Valutazione delle aziende". cap.3, Milano: Apogeo, 2010. Stampa

Una seconda distinzione viene fatta tra flussi di cassa nominali e flussi di cassa reali: i primi includono il livello di inflazione attesa, e di conseguenza sono denominati in una determinata valuta; i secondi invece non tengono conto di tale aspetto.

La terza ed ultima distinzione tiene invece conto del calcolo delle imposte: si distingue tra flussi netti e flussi lordi. Le imposte a carico di azionisti ed investitori hanno una duplice natura: imposte a carico della società ed imposte personali degli investitori. I FCFE e i FCFF sopra definiti sono flussi di cassa al netto delle imposte societarie, ma al lordo delle imposte personali: gli azionisti sono infatti tenuti a pagare imposte sia sui dividendi che sui guadagni in conto capitale (capital gain), mentre i creditori sugli interessi ricevuti. Una volta effettuata questa prima ripartizione, entriamo nello specifico della stima dei cash flow aziendali.

Innanzitutto, occorre definire la base informativa economica e finanziaria su cui è fondata la previsione di questi ultimi: chiaramente lo strumento tramite il quale l'azienda comunica i risultati ottenuti durante l'esercizio è il bilancio annuale. Qui emerge subito un aspetto che potrebbe portare ad una stima fuorviante o comunque inesatta, soprattutto per imprese giovani che presentano elevati tassi di crescita. La valutazione aziendale infatti può essere effettuata durante qualsiasi momento di un determinato esercizio, ed il fatto di operare su bilanci annuali potrebbe portare a stime che non tengono conto di informazioni riguardanti l'azienda e che si estendono su intervalli temporali più o meno lunghi. Tuttavia, in alcuni mercati regolamentati le imprese di grandi dimensioni sono tenute a redigere bilanci riferiti ad intervalli temporali più brevi, come i bilanci trimestrali, dai quali si possono ottenere dati più aggiornati: il problema è che spesso, trattandosi di stime meno accurate, non includono determinate voci che potrebbero influenzare significativamente l'andamento del bilancio. Ad esempio, le imprese forniscono i dati contabili sulle stock option a favore di manager e dipendenti solamente nei bilanci annuali.

Una volta definita la miglior base informativa di bilancio dalla quale ottenere i dati relativi all'azienda, il primo step di applicazione del metodo DCF è quello di determinare il cash flow nella versione più appropriata: nell'approccio entity value, ossia orientato alla stima dei FCFF, il cash flow si ottiene tramite una struttura di conto economico riclassificato come segue:

<b>Ricavi</b>
- Costo del venduto
<b>Margine lordo</b>
- Spese generali e amministrative
<b>EBITDA</b>
- Ammortamenti e accantonamenti
<b>EBIT</b>
- Interessi netti
<b>Utile disponibile</b>
- Imposte
<b>Utile netto (NI)</b>

Il punto di partenza del calcolo del CF è l'EBIT (Earning before interest and taxes), al quale vengono sottratti gli interessi passivi corretti per lo scudo d'imposta [interessi passivi\*(1- $\tau$ )] così da ottenere l'utile netto unlevered (UNI). A questo punto si registrano le variazioni di capitale fisso (+/-  $\Delta$  CAPEX) e capitale circolante (+/-  $\Delta$ CCN), nella seguente modalità: si aggiungono le componenti positive, rappresentate da ammortamenti ed accantonamenti, e si sottraggono quelle negative, ovvero i nuovi investimenti e si ottiene il free cash flow, come mostrato dalla tabella seguente:

<b>Utile netto unlevered (UNI)</b>
+ Ammortamenti ed accantonamenti
+/- $\Delta$ CCN Variazioni capitale circolante
+/- $\Delta$ CAPEX Variazioni capitale fisso
<b>= Free Cash Flow (FCF)</b>

Il CF stimato nella maniera appena descritta rappresenta il FCFF, ossia la grandezza che concerne ogni finanziatore della società, sia azionisti che creditori; partendo dall'UNI, gli

interessi in esso compresi sono una quantità calcolata prima del costo del debito; poiché si tratta di interessi calcolati dopo l'applicazione delle aliquote fiscali, l'UNI tiene conto del fatto che il reddito netto (NI) sia stato calcolato su una base imponibile al netto degli oneri finanziari; di conseguenza il risultato sarà neutrale rispetto al costo del debito ed ai suoi effetti fiscali. Tuttavia, questo non significa che il beneficio fiscale del debito venga trascurato nella definizione del FCF, rientrando infatti nel calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC) che verrà utilizzato come tasso di attualizzazione del flusso di cassa.

Il FCF stimato come descritto sopra, dall'applicazione del metodo DCF, rappresenta la misura delle risorse complessive che vengono generate dall'azienda, che sono composte dal suo capitale investito (total asset), a prescindere da come tali risorse siano finanziate; come detto sopra, il FCFF è quindi alla base della determinazione dell'entity value e prevede l' $r_{wacc}$  come tasso di attualizzazione da utilizzare per scontare tali flussi di cassa.

Nel caso in cui la valutazione sia invece indirizzata alla stima del valore azionario (equity value), è necessario ricalcolare opportunamente i cash flow, al fine di stimare i cosiddetti Free Cash Flow to Equity (FCFE), ossia i flussi di cassa disponibili per gli azionisti. Si tratta di flussi di natura prettamente finanziaria, in quanto sono flussi inerenti a:

- negoziazione e rimborso dei debiti;
- costo dei debiti stessi;
- aumenti/diminuzioni del capitale proprio;
- aumenti/diminuzioni del capitale circolante.

La caratteristica che li distingue dai FCFF è che il FCFE tiene conto delle componenti relative all'indebitamento ed al suo costo, secondo la relazione:

$$FECF + \text{Interessi} * (1-\tau) +/- \text{Debito} = FCF \quad [9]$$

I FCFE sono ottenuti quindi come viene illustrato nella tabella seguente:

<b>Utile netto (NI)</b>
+ Ammortamenti e accantonamenti
+/- $\Delta$ CCN
+/- $\Delta$ Capex
+/- $\Delta$ Debito
<b>Free Cash Flow to Equity (FCFE)</b>

Ora che è più chiaro come si arriva alla definizione dei flussi di cassa, quali sono le variabili che li influenzano e quali i diversi approcci di utilizzo di tale fonte informativa, possiamo riassumere l'applicazione del metodo DCF, definendo delle linee guida che vengono utilizzate nella maggior parte dei processi di valutazione aziendale.

È possibile ricondurre l'applicazione del modello, sia nella versione equity che nella versione entity, a cinque fasi principali<sup>29</sup>:

*Fase 1. Analisi dei fattori che influenzano le performance aziendali.* Come detto in precedenza, la prima fase della valutazione, ossia la stima analitica, è fondata su determinati assunti, sarà quindi fondamentale avere una buona comprensione del business plan della società da valutare e del contesto concorrenziale in cui opera ai fini della consistenza e credibilità di tali ipotesi. Chiaramente più la società oggetto di analisi è complessa ed opera in un contesto nel quale è dispendioso reperire informazioni, più tale analisi sarà complicata; in ogni caso, le competenze di business e l'esperienza del valutatore sono fondamentali per aumentare la credibilità delle stime.

*Fase 2. Previsione dei flussi finanziari.* L'intero processo valutativo si basa proprio sulla stima dei CF, che di conseguenza richiede molta precisione ed accuratezza. Generalmente tale stima si basa su strumenti che descrivono lo sviluppo sia economico che finanziario della società, come il business plan; tuttavia quest'ultimo fornisce solo una stima approssimativa sia della dimensione operativa sia della dimensione finanziaria della società, e sarà quindi opportuno adottare una serie di ipotesi volte ad integrare tali stime. Queste ipotesi possono riguardare tassi di sviluppo, margini, investimenti, struttura finanziaria: è necessario che siano analizzate e verificate nel dettaglio.

*Fase 3. La scelta del tasso di attualizzazione.* Come detto in precedenza, il tasso a cui vengono attualizzati i flussi di cassa è uno dei tre elementi determinanti che influenzano il risultato finale della valutazione. Se viene utilizzato l'approccio entity, il tasso di attualizzazione più appropriato è il costo medio ponderato del capitale,  $r_{wacc}$ , in quanto la stima è orientata a definire i flussi di cassa disponibili per gli azionisti ed i creditori, e tale tasso include nella sua definizione una quota relativa al costo del capitale ed una quota relativa al costo del debito. Tuttavia, tale tasso di attualizzazione include variabili quale il

---

<sup>29</sup> Forestieri, Giancarlo. "Corporate e investment banking" Cap.4, pag.66-67 [Terza edizione]. Milano: Egea, 2015. Stampa.

tasso risk-free, il  $\beta$  delle imprese comparabili, il livello di rischio da adottare nella determinazione dello spread del costo del debito. Nonostante il modello del CAPM definisce in maniera apparentemente univoca tali variabili, sarà imprescindibile stimarle al meglio e limitare il più possibile errori nella loro valutazione che potrebbero portare ad un tasso distorto che influenzerebbe drasticamente l'esito dell'intera stima. Stesso discorso vale nel caso in cui si voglia utilizzare un approccio equity, secondo il quale viene utilizzato il solo costo del capitale come tasso di attualizzazione; di conseguenza, eccetto per il livello di rischio da adottare nella determinazione dello spread del costo del debito, valgono le medesime considerazioni fatte per la stima dell' $r_{wacc}$ .

*Fase 4. Stima del terminal value.* Il DCF è un metodo di valutazione a due stadi, che prevede una iniziale stima analitica basata sulle variabili di mercato in cui opera l'azienda che ne influenzano la valutazione iniziale, ed una seconda fase inerente al periodo di maturità dell'azienda durante il quale il valore viene definito terminal value (TV). Trattandosi di una componente molto importante del valore aziendale e riferita ad un orizzonte temporale per sua natura incerto, la sua stima è continuamente soggetta a verifiche di sensitività (range di variabili fondamentali come il tasso di sviluppo) o a controlli, il più delle volte basati sul confronto tra stime basate sui flussi finanziari o sui multipli aziendali.

*5. Calcolo del valore attuale entity o equity.* Il risultato ultimo della stima è rappresentato da un range di valori che derivano dalla commistione di differenti ipotesi sulle principali variabili, come ad esempio il tasso di attualizzazione o il tasso di crescita. Un intervallo di valori presuppone quindi una successiva fase di verifica: un procedimento abbastanza comune è quello di confrontare tali risultati con quelli ottenuti attraverso differenti metodologie di valutazione.

Ora che abbiamo analizzato il modello di valutazione aziendale più diffuso tra gli analisti, il dividend discount model, passiamo alle altre metodologie di valutazione più conosciute: innanzi tutto analizzeremo un approccio simile al DCF, denominato approccio del VAM (valore attuale modificato); la seconda è rappresentata dal cosiddetto metodo dei multipli, o valutazione relativa, che si basa sull'idea di valutare un'attività aziendale sulla base dei prezzi correnti di mercato di attività comparabili, ovvero società operanti nello stesso mercato o aventi business simili; la terza, il Venture Capital method, è una tecnica più recente diffusa prevalentemente nel mercato del Venture Capital ed in alcune operazioni di Private Equity, e si basa sempre su metodologie sintetiche di valutazione, ma con sostanziali

differenze che esprimono la differenza del mercato del Private Equity e delle aziende che vi operano.

## 2.4 L'approccio del valore attuale modificato (VAM)

L'approccio del valore attuale modificato (VAM)<sup>30</sup>, anche noto come APV (adjusted present value), è suddiviso in tre fasi: si basa sul valore dell'impresa unlevered, ossia in assenza di indebitamento, per poi considerare i due effetti principali che scaturiscono dal ricorso al mercato del debito per un'azienda: i benefici derivanti dallo scudo fiscale degli interessi, ossia il minor ammontare di imposte che un'azienda deve pagare quando ricorre all'indebitamento, ed i costi derivanti dall'aumento di probabilità di fallimento dell'azienda, ossia i costi attesi del dissesto.

*Fase 1. La stima del valore unlevered dell'impresa.* La prima fase di tale approccio è appunto la stima del valore dell'impresa in assenza di indebitamento, che è fondata sull'attualizzazione dei FCFF attesi al costo del capitale unlevered<sup>31</sup>. Tale tasso, che indichiamo come  $r_u$ , è pari al costo medio ponderato del capitale (WACC) come calcolato nel paragrafo precedente, con la differenza che non tiene conto delle imposte, e si calcola come segue:

$$r_u = \frac{E}{D+E} r_e + \frac{D}{D+E} r_d \quad [10]$$

Dove D ed E rappresentano il valore dell'Equity ed il valore del Debito, mentre  $r_e$  e  $r_d$  il costo del capitale proprio ed il costo del debito. Assumendo che i flussi di cassa crescano ad un tasso costante e perpetuamente, il valore dell'impresa può facilmente essere ottenuto attraverso la seguente formula:

$$\text{Valore dell'impresa unlevered} = V^u = \frac{FCFF_0 (1+g)}{r_u - g} \quad [11]$$

In cui  $FCFF_0$  è il flusso di cassa per l'impresa all'anno 0 ed al netto delle imposte,  $r_u$  il costo del capitale unlevered e  $g$  il tasso di crescita atteso, che rappresentano tutti gli input necessari per questa valutazione.

---

<sup>30</sup> "Valutazione delle aziende", Aswath Damodaran, 2010, cap.6, pag.218-222

<sup>31</sup> Berk, Jonathan; Venanzi, Daniela; DeMarzo, Peter: "Finanza aziendale I", cap.18, pag. 640-643. Edit. Pearson, Milano-Torino, 2011

*Fase 2. Valutazione dello scudo fiscale degli interessi.* Il valore unlevered  $V^u$  calcolato in precedenza non tiene conto dello scudo fiscale degli interessi, ossia dai benefici come minori imposte derivanti dal ricorso all'indebitamento. Tale beneficio sarà quindi funzione dell'aliquota fiscale applicata all'impresa e viene attualizzato al costo del debito in modo da riflettere il livello di rischio dei flussi di cassa della stessa. Se ipotizziamo che il rapporto di indebitamento, il  $\frac{D}{D+E}$  nella [10], rimanga costante nel tempo, allora i risparmi fiscali possono essere visti come una rendita perpetua a rata costante, e si ha:

$$VA(\text{scudo fiscale degli interessi}): \frac{\tau_c * r_d * D}{D} = \tau_c * D \quad [12]$$

Dove  $\tau_c$  è l'aliquota fiscale marginale dell'impresa che si assume rimanga costante nel tempo,  $D$  è l'ammontare del debito e  $r_d$  il costo del debito. Se prevediamo che l'aliquota vari nel tempo, non possiamo usare l'equazione [12], ma sarà necessario ricalibrare ogni flusso di cassa relativo allo scudo fiscale tenendo conto di una aliquota differente per ogni periodo.

*Fase 3. I costi di dissesto.* Il ricorso all'indebitamento da parte di un'azienda da un lato presenta dei vantaggi rinvenibili nel minor costo associato all'imposizione fiscale come esposto nel punto precedente, ma dall'altro comporta dei costi legati alla maggiore probabilità di default per l'azienda. Il terzo passaggio del metodo del VAM è proprio la valutazione di tale rischio, ossia l'effetto che il debito ha sul rischio che l'impresa fallisca. Tale stima si basa sul calcolo della probabilità di default addizionale dell'impresa cui si incorre a causa dell'aumento dell'indebitamento: sia  $\pi_a$  la probabilità di default in seguito al debito aggiuntivo,  $BC$  il valore attuale dei costi di dissesto. Allora il valore attuale dei costi di dissesto attesi viene stimato come:

$$VA(\text{costi del dissesto attesi}) = (\text{Probabilità di dissesto})(VA \text{ dei costi del dissesto}) = \pi_a * BC \quad [13]$$

Questa è la fase del metodo del VAM che pone maggiori criticità, in quanto ottenere una stima accurata della probabilità di default e dei costi di dissesto può risultare piuttosto complesso.

Per la stima della probabilità di default, una delle metodologie più diffuse consiste nello stimare il rating di un bond per ciascun livello di debito ed utilizzarne le stime empiriche delle probabilità di default per ciascuna classe di rating; una metodologia alternativa si basa invece su un approccio prettamente statistico come una regressione probit per stimare la probabilità di default, in base alle caratteristiche dell'impresa, per ciascun livello di debito.

Per quanto riguarda invece la stima dei costi del dissesto, sebbene con un errore consistente, possono essere stimati dalle ricerche che hanno esaminato l'entità di tali costi in caso di fallimento. La maggior parte delle ricerche concordano sul fatto che l'ammontare di tali costi sia di importo piuttosto ridotto se posto in relazione con l'intero valore dell'impresa<sup>32</sup>. I costi indiretti possono invece risultare piuttosto significativi, ma differiscono notevolmente da impresa a impresa. Diversi studi sostengono che tuttavia tali onerosità possono essere individuate in una quota compresa in un range pari al 10-30% del valore dell'impresa.

Per concludere, una volta stimato il valore unlevered dell'impresa e i costi/benefici associati all'indebitamento, il valore dell'impresa levered secondo l'approccio del VAM sarà dato da:

$$V^L = \frac{FCFF_0(1+g)}{r_u - g} + \tau_c D - \pi_a BC \quad [14]$$

Tale metodo differisce dall'approccio del costo del capitale esposto nel paragrafo precedente, poiché in quest'ultimo gli effetti del leverage sono inclusi direttamente nel costo medio ponderato del capitale utilizzato come tasso di attualizzazione dei flussi di cassa, i benefici fiscali sono inclusi invece nel costo del debito  $r_d$  al netto delle imposte e i costi del dissesto sono inclusi sia nel beta levered che nel costo del debito ante imposte.

## 2.5 Il metodo dei multipli

Il metodo dei multipli (o valutazione relativa) rappresenta uno degli approcci più utilizzati e più consistenti, alternativamente al metodo DCF, per la valutazione di un'azienda. Fornisce un benchmark di mercato sul quale un analista può stabilire una valutazione per un'azienda privata o analizzare il valore di un'azienda pubblica in un determinato istante temporale. Il metodo dei multipli ha una vasta gamma di applicazioni, ma viene utilizzato principalmente per operazioni di IPO, M&A, ristrutturazione aziendale, decisioni di investimento.

Tale modello consente di stimare il valore di un'azienda, o del suo capitale netto, come multiplo di determinate grandezze economico-finanziarie della stessa: i multipli sono quindi una sorta di benchmark di riferimento che vengono posti come base al fine di stabilire un valore, o un range di valori, attribuibili ad una società target. L'utilizzo di tale metodologia presuppone una base informativa considerevole, che si fonda sulla rilevazione di una moltitudine di dati relativi alle società comparabili: questi valori sono rilevabili più facilmente quando le comparabili sono società già quotate sul mercato, ma possono riferirsi

---

<sup>32</sup> Warner, B. Warner: "Bankruptcy Costs: Some Evidence, 05/1977. The Journal of Finance

anche a società oggetto di transazioni (M&A, IPO...) che hanno i requisiti sufficienti per poterle considerare comparabili con la società oggetto di valutazione.

Il metodo dei multipli presenta il vantaggio di avere semplicità di calcolo, rapidità nel fornire elementi concreti di valutazione e la consistenza dei risultati in quanto rappresentano strumenti che vengono molto utilizzati dagli operatori. Inoltre, sono in linea con la situazione corrente del mercato, ne modellizzano l'andamento, e sono indicativi del sentimento degli investitori in un determinato intervallo temporale. Chiaramente sono influenzati anche da fattori che rappresentano rischio sistematico, fattori irrazionali specifici al mercato che possono influenzare negativamente l'andamento. Una delle criticità principali di questo modello è che non sempre è possibile riscontrare un panel significativo di società comparabili che coprano la specificità delle target da valutare, quindi si potrebbe giungere alla definizione di multipli utilizzati come benchmark poco significativi che pongono in discussione l'intera applicabilità e consistenza di tale metodo di valutazione.

Prima di andare a vedere nel dettaglio quali sono i multipli più utilizzati nella pratica, vediamo quali sono i passaggi principali dell'applicazione di tale metodo di valutazione.

### 2.5.1 Le fasi principali del metodo

L'applicazione del metodo dei multipli è suddivisa, nella maggior parte delle valutazioni, in cinque fasi principali<sup>33</sup>.

*Step 1. Scelta delle società comparabili.* Alla base del metodo dei multipli c'è la definizione delle società comparabili, che ne influenza notevolmente la qualità dei risultati in quanto andranno a rappresentare la struttura sulla quale si basa l'intera valutazione. Ovviamente il requisito necessario che dovranno avere le società comparabili è che operino nello stesso business della società oggetto di valutazione ed abbiano un posizionamento strategico tale da avvicinarle il più possibile alla società target.

Tale fase inizia con la scelta di un numero di imprese sufficientemente elevato in modo da creare un panel iniziale piuttosto ampio; in seguito, si analizzano le aziende caso per caso al fine di escludere progressivamente quelle meno significative, fino a giungere alla definizione di un panel il più ristretto e focalizzato possibile. A volte può addirittura succedere, come caso limite, che il panel finale sia rappresentato da una sola società; tale particolarità avviene quando la società target opera in un business poco comune.

---

<sup>33</sup> J.Rosenbaum, J.Pearl "Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and M&A", Cap.1, pag.32-33. Canada, 2009

In generale, le caratteristiche che le comparabili devono condividere con la società target sono inerenti al business in cui si opera, al profilo economico ed al profilo finanziario. Per quanto riguarda il profilo di business, i fattori sui cui si cercano le analogie si riferiscono al settore di attività, le combinazioni prodotti/clienti, i sistemi distributivi, l'area geografica di riferimento. Riguardo al profilo economico-finanziario, vengono prese in considerazione la dimensione aziendale, il livello di redditività, il trend di sviluppo, la produttività degli investimenti.

*Step 2. Selezione delle fonti informative.* Una volta determinato l'insieme delle società comparabili sulle quali stabilire la valutazione, il secondo passaggio dell'applicazione del metodo dei multipli è caratterizzato dalla selezione di questi ultimi e dalla scelta delle fonti informative da utilizzare. Si opera un'iniziale distinzione tra fonti informative pubbliche e private. Le prime si evincono sostanzialmente dalle classiche informazioni ottenibili dalle società quotate, alle quali vengono imposte per legge la redazione di bilanci di esercizio annuali ed infra-annuali, di business plan, di presentazioni agli analisti... . A tali strumenti è necessario aggiungere fonti informative secondarie quali gli equity research report, le stime di consenso degli analisti, i comunicati stampa, gli information provider. Alle fonti informative pubbliche è correlato il ricorso ai multipli di mercato, che vedremo nel dettaglio più avanti.

Le fonti informative private sono invece ricavate da transazioni effettuate in precedenza nell'ambito rilevante, che possono presentare analogie in termini di business, di area geografica, di dimensione, di periodo. Trattandosi di informazioni riservate, è possibile che le banche di investimento che detengono una quota di mercato significativa abbiano un vantaggio considerevole nell'integrare il processo valutativo. Alle fonti informative private sono associati quindi multipli di transazioni precedenti; tuttavia, si presentano problematiche relative alla scelta di operazioni comparabili, in quanto esse potrebbero presentare un elevato grado di specificità e dunque fornire indicazioni relative ad una nuova operazione piuttosto limitate.

*Step 3. Selezione dei multipli.* La selezione dei multipli da utilizzare rappresenta una delle criticità di tale metodo, in quanto genera un'alta soggettività da parte dell'analista nella scelta dei parametri da utilizzare per il confronto. Innanzi tutto, è importante stabilire il riferimento temporale dei multipli, che può variare da quello storico, in particolare i

cosiddetti last twelve month (LTM), a quello di previsione, che generalmente varia da uno a più esercizi prospettivi.

Stabilito il periodo temporale di riferimento, l'approccio su cui si basa la selezione del valutatore sarà quello di individuare tutte le variabili che meglio sintetizzano la capacità di un'azienda di produrre ricchezza: in funzione del business di riferimento in cui opera la società oggetto di valutazione, i diversi multipli possono risultare più o meno significativi. Ad esempio, i multipli costruiti utilizzando grandezze contabili più influenzate da politiche di bilancio e fiscali sono soggetti ad un maggior rischio di distorsione, ma allo stesso tempo tendono ad evidenziare in maniera più significativa la capacità operativa di un'azienda di generare ricchezza. Inoltre, si può effettuare un'ulteriore distinzione a seconda che le grandezze economico-finanziarie prese in considerazione nel metodo dei multipli siano orientate alla valutazione entity o alla valutazione equity. Nel primo caso, tali grandezze forniscono un risultato che si riferisce al valore della società nel suo complesso (appunto un valore entity); nel secondo caso, invece, esprimono un risultato che è di competenza solo degli azionisti (un valore equity).

Non esiste mai, quindi, un multiplo univoco che sia in grado di rappresentare in maniera ottimale il valore di una determinata azienda, è quindi opportuno che tale selezione venga effettuata nella maniera più accurata possibile al fine di ridurre al minimo le distorsioni.

*Step 4. Benchmarking delle società comparabili.* Tale fase è diretta conseguenza delle fasi 1 e 3. La società target viene collocata rispetto alle società comparabili selezionate in precedenza, e i multipli di performance che sono stati scelti servono ad individuare la posizione relativa della target rispetto alle comparabili, così da individuarne i punti di forza e di debolezza. Se gli indicatori calcolati evidenziano casi classificabili come outlier, ossia poco funzionali alla fase finale della valutazione, si può procedere con un'ulteriore restrizione del panel in modo da ottenere una stima più significativa. In pratica, con lo step 4 si effettua la fase ultima di decisione sia dei multipli che delle società comparabili, predisponendo tutte le informazioni necessarie per procedere con la valutazione.

*Step 5. Valutazione.* I multipli selezionati nella fase precedente vengono moltiplicati per le grandezze della società, ponderate caso per caso, al fine di ottenere i valori entity e/o equity. Generalmente si procede con il calcolo di un range di valori, ottenibile dal valore minimo e massimo dei multipli espressi dal panel delle società comparabili; a volte invece si ottiene il

valore della società moltiplicando la mediana o la moda dei multipli per le grandezze della società target.

Adesso che è più chiaro come viene applicato in linea generale il metodo dei multipli, analizziamo nel dettaglio quelli più utilizzati nell'applicazione del modello.

### 2.5.2 I multipli

I multipli utilizzati nella valutazione relativa possono essere ripartiti in due categorie principali, ossia i multipli relativi al valore dell'azienda, quali EV/Sales, EV/EBIT, EV/EBITDA, ed i multipli relativi al capitale di rischio, o multipli di mercato, quali EPS, P/E, P/BV, P/Sales, V/FCFF.

La prima classe di multipli è incentrata sulla valutazione dell'impresa o delle sue attività operative: quando si effettua una valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati (DCF), è più funzionale utilizzare i multipli del valore dell'impresa rispetto a quelli del capitale netto, in quanto il confronto riguarda imprese che detengono differenti livelli di leverage.

Andiamo a vedere nel dettaglio come si calcolano tali multipli, come sono utilizzati nella pratica e quali sono i principali limiti ad essi legati.

1. EV/Sales. Tale multiplo esprime il rapporto tra l'Enterprise Value (EV, o valore della società) e il fatturato di una società. È il multiplo meno influenzato dalle politiche contabili, che presenta il vantaggio di essere stabile nel tempo, e rappresentare la capacità di un'azienda di accrescere i ricavi. Innanzi tutto, definiamo l'EV di una società, che può essere inteso come "il prezzo che dovrebbe pagare chi volesse acquisire l'impresa senza debiti". Quindi, a seconda che l'impresa oggetto di valutazione sia o meno indebitata, l'EV si esprime nei seguenti modi:

- Società indebitata:  $EV = \text{capitalizzazione di mercato} + \text{indebitamento netto}$ .

- Società non indebitata:  $EV = \text{capitalizzazione di mercato} - \text{liquidità netta}$ .

In generale, si ha:

$EV = \text{capitalizzazione di mercato} + \text{indebitamento netto} - \text{liquidità netta}$ .

Allora il multiplo EV/Sales sarà dato dalla formula:

$$EV/Sales: \frac{MC+D-CC}{SALES} \quad [15]$$

Dove MC rappresenta la capitalizzazione di mercato (Market capitalization), D rappresenta il debito (Debt), CC la liquidità netta (Cash and cash equivalents) e Sales è il livello annuale

delle vendite della società. Il rapporto tra EV e vendite<sup>34</sup> può essere visto come un'espansione del multiplo di mercato prezzo/vendite (P/S) che andremo ad analizzare in seguito, con la sola differenza che utilizza la capitalizzazione di mercato anziché il valore aziendale. Generalmente nella pratica si preferisce utilizzare EV/Sales, in quanto percepito più accurato poiché la capitalizzazione di mercato da sola non tiene conto dell'indebitamento di una società. Per quanto riguarda l'utilizzo di tale indicatore, un basso livello di EV/Sales indica che un'azienda è considerata attraente o comunque che è sottovalutata. Quando la società detiene un ammontare di liquidità superiore alla capitalizzazione di mercato e alla struttura del debito, allora il multiplo è negativo; tuttavia si tratta di una situazione che si presenta raramente. Il limite principale che presenta tale indicatore è dato dalla presenza di un disallineamento temporale tra il numeratore e il denominatore, infatti il primo si ottiene da dati di mercato, mentre il secondo da valori contabili, problema che potrebbe portare ad un basso livello di significatività di questo multiplo.

2. EV/EBIT. Tale multiplo esprime il rapporto tra enterprise value (EV) ed EBIT (Earning before interest and taxes, margine operativo): è particolarmente indicato per società il cui attivo è caratterizzato dalla presenza preponderante di immobilizzazioni materiali; da un lato ha il vantaggio di tener conto delle politiche di ammortamento, ma dall'altro risente maggiormente delle regole contabili. Il rapporto EV/EBIT viene utilizzato per misurare il cosiddetto "rendimento degli utili", quindi maggiore sarà il suo livello, migliore sarà la percezione della società agli occhi degli investitori.

Il multiplo EV/EBIT presenta diversi vantaggi, innanzi tutto il suo utilizzo come misura di redditività, contrariamente al reddito netto, elimina le possibili distorsioni che vengono generate dalle differenti aliquote fiscali; inoltre, l'utilizzo di questo indicatore fa venir meno le differenze nelle strutture di capitale delle diverse aziende, in quanto consente di mettere in relazione società con diversi livelli di indebitamento e aliquote fiscali differenti.

3. EV/EBITDA<sup>35</sup>. È il multiplo che esprime il rapporto tra EV e il margine operativo lordo, EBITDA (earning before interest, taxes, depreciation and amortization), che viene calcolato come:

$$\text{Margine operativo lordo: MOL} = \text{Fatturato} - \text{Costo del venduto} \quad [16]$$

---

<sup>34</sup> "Indici finanziari: EV/Sales", dal sito <https://www.investopedia.com/financial-ratios-4689817>

<sup>35</sup> Caramiello C., Di Lazzaro F., "Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale", Giuffrè, Milano, 2003, cap.19

È il multiplo che trova il maggior utilizzo a livello applicativo, in quanto riferendosi alla grandezza reddituale EBITDA, è in grado di esprimere al meglio la capacità di un'azienda di generare valore attraverso la sua attività caratteristica; inoltre, collocandosi nel conto economico prima di tutte le voci relative sia alla gestione finanziaria che alla gestione straordinaria, viene influenzato in misura inferiore dagli aspetti contabili e fiscali.

Come per il rapporto EV/sales, il limite principale di tale multiplo è dato dall'esistenza di un disallineamento temporale tra EV, che rappresenta un dato di mercato, ed EBITDA, che rappresenta invece un valore contabile. Rispetto al rapporto EV/EBIT, però, presenta il vantaggio di non essere influenzato dalle politiche di bilancio delle società. Agli occhi degli analisti, un valore positivo dell'EBITDA viene valutato positivamente: infatti, un margine operativo lordo consistente indica che la società realizza utili sufficienti da coprire i costi operativi e i costi del personale.

La seconda tipologia di multipli è quella basata sul capitale di rischio: quando si investe in un'impresa o la si vuole valutare, la prima domanda che ci si pone è se il prezzo corrente ad essa assegnato dal mercato sia equo. Pertanto, si analizzano i multipli del capitale di rischio che mettono in relazione il valore di mercato dell'azienda con gli utili o con il suo valore contabile. Andiamo ad analizzare allora come si calcolano e qual è l'utilizzo principale di questi multipli.

4. EPS. L'utile per azione (Earning per share, EPS), è il multiplo che mette in rapporto l'utile netto con il numero di azioni ordinarie di una determinata società, e si riferisce ad una misura dell'utile netto disponibile per gli azionisti ordinari. Rappresenta quindi una stima della profittabilità di una azione per il sistema aziendale, e può essere distinto come segue:

- "EPS basic", quando al denominatore del rapporto viene utilizzata la media ponderata delle azioni ordinarie in circolazione, tenendo così in considerazione la variazione di queste ultime nel corso dell'esercizio;
- "EPS diluted", quando al denominatore del rapporto si pone il numero complessivo di azioni ordinarie ritenute in circolazione, considerando anche quelle derivanti dalla conversione di titoli a loro equivalenti.

5. P/E Ratio. Il P/E ratio è il rapporto tra il prezzo corrente di un'azione e l'utile della stessa, su un orizzonte temporale di riferimento di 12 mesi. È probabilmente il multiplo più utilizzato nella pratica, e normalmente dovrebbe avere un livello pari a 13-15; se è superiore indica

che il titolo è sopravvalutato e viceversa. Chiaramente il P/E ratio è influenzato dal settore economico in cui opera l'azienda, ad esempio società presenti in settori più "tradizionali" che presentano una maggiore concorrenza e quindi una minor possibilità di ottenere utili elevati, avranno un rapporto P/E più basso; mentre settori innovativi che presentano ampi margini di crescita e attese sugli utili futuri elevate spingeranno il P/E verso l'alto. Il multiplo P/E viene calcolato come segue:

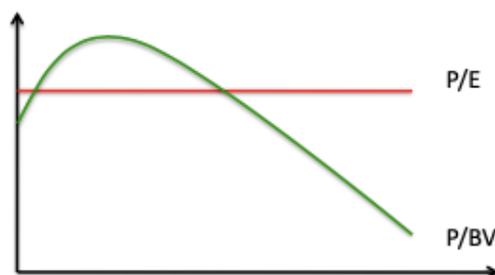
$$P/E = \frac{\text{rapporto di distribuzione degli utili} \times (1 + g_n)}{k_e - g_n} \quad [17]$$

Che è funzione della quota di utili che la società sceglie di distribuire agli azionisti, del costo del capitale netto  $k_e$  e del tasso di crescita attesa degli utili  $g_e$ .

6. P/BV. Immediatamente correlato al P/E ratio si ha il P/BV ratio<sup>36</sup>, ossia il price-to-book value ratio, che indica il rapporto tra il prezzo di un'azione e il valore contabile della stessa; fornisce cioè un confronto diretto tra valore di bilancio e valore di mercato del patrimonio di una società, ponendo in relazione la valutazione che il mercato fornisce di una data azienda e il valore contabile della stessa. Se il P/BV ratio è  $> 1$ , il titolo è considerato "growth", ossia ci si aspetta una consistente crescita del valore contabile della società in futuro; se il valore è  $< 1$ , il mercato considera le attività della società sopravvalutate rispetto alla reale situazione finanziaria e patrimoniale della società e ci si aspetta una decrescita in futuro. Il P/BV ratio si calcola nella maniera seguente:

$$P/BV = \frac{ROE \times \text{rapporto di distribuzione degli utili} \times (1 + g_n)}{k_e - g_n} \quad [18]$$

Quindi viene calcolato allo stesso modo del P/E ratio con la sola aggiunta del ROE, che rappresenta la redditività del capitale netto. Il P/BV ratio presenta il vantaggio di essere altamente significativo nei confronti tra imprese differenti, sotto l'ipotesi di uniformità dei criteri; ma allo stesso tempo ha il difetto di presentare uno sfasamento temporale tra numeratore e denominatore; il BV viene facilmente influenzato da politiche di bilancio, e non sempre i valori contabili rappresentano appieno il valore di un'impresa. Generalmente il P/E ratio ed il P/BV ratio dovrebbero avere andamenti piuttosto correlati, trattandosi di



<sup>36</sup> Damodaran, Aswath; E. Costanza, Consolandi: "Valutazione delle aziende". Cap.7, pag.254-255 Milano: Apogeo, 2010. Stampa

due indicatori che esprimono lo stesso fenomeno sia dal punto di vista patrimoniale che dal punto di vista reddituale. Tuttavia, a volte può presentarsi una situazione simile a quella indicata in figura:

Si tratta della fattispecie per cui gli utili subiscono una netta flessione, e il prezzo rimane stabile. Questa anomalia solitamente può essere generata da due fattispecie: i manager tengono alto il prezzo delle azioni attraverso la distribuzione degli utili (il P/E rimane costante); il Book Value, intaccato dalle perdite e dalla distribuzione di riserve, può essere oggetto di politiche di ristrutturazione finanziaria che portano ad una riduzione dell'indebitamento, attraverso ricapitalizzazione (allora il P/BV è < 1).

7. P/Sales. Partendo dalla formula del multiplo P/BV, dividendo entrambi i membri per i ricavi per azione, si può esprimere la relazione tra prezzo e vendite (P/S, price/sales) per un'impresa, in funzione di un tasso di crescita stabile nel tempo, il suo margine di profitti, il tasso di distribuzione degli utili, il rischio. La formula per il multiplo P/S è la seguente:

$$\frac{P}{Sales} = P/S = \frac{\text{Margine di profitto netto} \times \text{rapporto di distribuzione degli utili} \times (1 + g_n)}{k_e - g_n} \quad [19]$$

Dove rispetto alla [14] si aggiunge al processo solo la variabile relativa al margine di profitto netto. Mentre i multipli P/E, P/BV, P/S sono basati sul DDM in un contesto di crescita costante, è possibile dimostrare che tali affermazioni continuano ad essere valide anche quando ci si trova in presenza di un'impresa con un tasso di crescita atteso piuttosto elevato e in presenza di altri modelli di valutazione del capitale netto.

8.  $V_0/FCFF$ . È possibile effettuare un'analisi simile a quella precedente, utilizzando però i multipli relativi al valore dell'impresa. Quando il tasso di crescita aziendale si ipotizza costante, il DCF model esprime il valore dell'azienda come:

$$\text{Valore dell'impresa} = V_0 = \frac{FCFF_1}{k_c - g_n} \quad [20]$$

Dove  $FCFF_1$  è il flusso di cassa atteso per azionisti e creditori dell'azienda nell'anno successivo, e come sempre  $k_c$  e  $g_n$  rappresentano rispettivamente il costo del capitale netto ed il tasso di crescita atteso costante. Dividendo entrambi i membri della [16] per il FCFF atteso si ottiene così il multiplo  $V_0/FCFF$  per un'impresa con l'ipotesi di tasso di crescita stabile:

$$\frac{V_0}{FCFF_1} = \frac{1}{k_c - g_n} \quad [21]$$

Tale multiplo è influenzato da due variabili: il costo del capitale netto dell'impresa e il tasso di crescita attesa.

## 2.6 Un approccio alternativo: il Venture Capital method

### 2.6.1 Il modello

Per *venture capital*<sup>37</sup> si intende una forma di investimento, orientata sul medio-lungo termine, in imprese non ancora quotate ma che presentano un alto potenziale di sviluppo e crescita e si trovano quindi nella fase di start up.

Generalmente è una forma di investimento effettuata da investitori istituzionali orientata ad ottenere un ingente guadagno in conto capitale derivante dalla vendita della partecipazione acquisita o, nel migliore dei casi, dalla quotazione in borsa. L'attività di *venture capital* non si caratterizza però per il solo apporto di risorse finanziarie, ma include anche un insieme di attività connesse e strumentali alla realizzazione del business aziendale, o dell'idea imprenditoriale. L'ingresso del *Venture Capitalist* nella nuova realtà aziendale conferisce, oltre al capitale di rischio, anche un contributo professionale nelle attività della società; in sostanza, il nuovo investitore istituzionale partecipa al processo decisionale dell'impresa apportando le proprie conoscenze e il proprio expertise, lasciando comunque in capo all'imprenditore e al management la gestione operativa dell'azienda. L'ingresso dell'investitore nell'azienda fornisce inoltre un vantaggio competitivo alla stessa in quanto essendo una figura prestigiosa nell'ambiente finanziario, genera notorietà per la società stessa e fa sì che il mercato esprima fiducia nei confronti dell'azienda al momento della decisione di quest'ultima di effettuare un processo di IPO.

Se l'operazione di investimento ha successo, e la società realizza la crescita attesa, l'investitore istituzionale esce quando la società ha raggiunto lo sviluppo previsto. Contrariamente, se l'operazione si rivela come un insuccesso, l'investitore abbandona la realtà aziendale quando ha la consapevolezza che non sia più possibile risolvere la situazione di crisi o insolvenza. Il *Venture Capitalist* può disinvestire la sua partecipazione o con la quotazione in Borsa dei titoli della società partecipata, o con la vendita degli stessi ad un'altra società o ad altro investitore istituzionale, o con il riacquisto della partecipazione da parte dell'imprenditore originario, o con la vendita a nuovi e vecchi soci.

---

<sup>37</sup> “Glossario finanziario: *Venture capital*” dal sito <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/venture-capital.html>

Trattandosi di un mercato particolare, incentrato su aziende giovani caratterizzate da alti tassi di crescita nel breve periodo, flussi di cassa particolarmente volatili e pochi dati disponibili sui quali effettuare le stime, i metodi di valutazione classica come il DCF o il metodo dei multipli potrebbero risultare poco significativi, si è così sviluppato negli ultimi anni un modello più adatto a tali realtà aziendali, denominato Venture Capital method (VCM).

Il principio alla base del VCM è la stima dei flussi di cassa in una predeterminata data futura (exit value), che generalmente indica il momento in cui l'investitore istituzionale deciderà di disinvestire e cedere la sua quota, e rappresenta il momento in cui si presume che il progetto abbia già iniziato a generare cash flow positivi. Il metodo parte dalla constatazione che la realtà aziendale in cui l'investitore decide di apportare le sue risorse è molto specifica e di recente costituzione: ciò comporterà iniziali flussi di cassa e risultati economico-finanziari negativi, a cui va associato un livello di rischio molto alto ma allo stesso tempo elevate prospettive reddituali future. Chiaramente il rendimento associato all'exit value sarà piuttosto elevato, in modo da tener conto dell'alto livello di rischio connesso al particolare tipo di investimento.

Una volta determinato l'exit value, appunto i flussi di cassa attesi al momento del disinvestimento, si procede alla stima del futuro valore aziendale utilizzando appropriati multipli di mercato, secondo le tecniche della valutazione relativa esposte in precedenza. Tale valore futuro viene poi scontato per un tasso di attualizzazione che rifletta la rischiosità associata all'investimento: come detto in precedenza si tratta di attività ad altissimo rischio, di conseguenza tale tasso generalmente varia in un range 20%-70%, tenendo conto anche dell'orizzonte temporale sul quale viene effettuato l'investimento. Andiamo a vedere nel dettaglio le fasi in cui si articola tale metodologia di valutazione.

#### 2.6.2 le quattro fasi del modello

Il Venture Capital method si articola in quattro fasi principali.

*Step 1. Determinazione dell'exit value.* La prima fase del modello è chiaramente la stima del valore aziendale alla data futura e indica il momento in cui l'investitore istituzionale deciderà di effettuare il disinvestimento. Tale ammontare viene stimato sulla base del rendimento che si prevede di ottenere con l'iniziativa aziendale dopo un determinato lasso temporale, utilizzando uno dei multipli di mercato (P/E, P/BV...).

*Step 2. Attualizzazione dell'exit value.* Il valore stimato al punto precedente deve poi essere attualizzato e, come detto in precedenza, il tasso di attualizzazione da utilizzare deve essere indicativo del rischio che assume l'investitore istituzionale e le risorse finanziarie che apporta; inoltre, tale tasso di sconto deve esprimerne il rendimento richiesto. Per questo, generalmente viene utilizzato l'IRR (Internal rate of return); tale tasso, rappresenta le attività di investimento ad alto rischio, varia tra il 20% ed il 70%. La formula per il calcolo dell'exit value è data da:

$$\text{Exit Value} = \frac{\text{Terminal Value}}{(1+\text{IRR})^n} \quad [22]$$

Dove il terminal value è il valore dei flussi di cassa come esposto nel paragrafo 2.3.2, IRR è il tasso di rendimento atteso dall'investitore istituzionale ed "n" è il numero di anni che ci si aspetta passeranno dal momento iniziale dell'investimento del Venture Capitalist al momento del disinvestimento.

*Step 3. Calcolo della partecipazione attesa di ingresso nel capitale.* L'investitore istituzionale utilizza l'ammontare dell'investimento da lui effettuato e l'ammontare dell'exit value per stimare la quota finale desiderata di ingresso nel capitale. Chiaramente, affinché la valutazione di tale quota si efficienti, si adotta l'ipotesi, seppur irrealistica, che non vi saranno ulteriori aumenti di capitale; irrealistica in quanto le società facenti parte del mercato del venture capital sono orientate alla realizzazione di operazioni di IPO. Tralasciando tali semplificazioni, l'investitore istituzionale può determinare la quota di partecipazione al capitale richiesta secondo tale formula:

$$\text{Quota di partecipazione} = \frac{\text{ammontare conferito dall'investitore}}{\text{exit value attualizzato}} \quad [23]$$

*Step 4. Stima dell'effetto della ricapitalizzazione e calcolo della quota di partecipazione richiesta.* Come esposto nello step precedente, la stima della quota di partecipazione sarebbe corretta attraverso la [23] se si trascura la possibilità che l'azienda decida di effettuare ulteriori ricapitalizzazioni. È chiaro come per società ad alto tasso di crescita si tratti di ipotesi decisamente irrealistiche, quindi per compensare l'effetto di tali eventualità è necessario stimare il tasso di ritenzione, che indica la diminuzione della quota di capitale del venture capitalist che scaturisce da futuri aumenti di capitale. La quota di capitale<sup>38</sup> richiesta dall'investitore deve allora tener conto di tale aspetto, e viene calcolata come segue:

$$\text{Quota corrente richiesta} = \frac{\text{Quota corrente richiesta}}{\text{Tasso di ritenzione}} \quad [24]$$

---

<sup>38</sup> Cioli, Valentina "Modelli di business e creazione di valore nella New Economy" Edit. Angeli, 2005

Da cui si ha che:

$$\text{Quota percentuale richiesta} = \frac{\text{ammontare conferito dall'investitore}}{\text{exit value}} \times \frac{1}{\text{tasso di ritenzione}} \quad [25]$$

Uno dei principali limiti associati a tale modello di valutazione è rappresentato dall'utilizzo di tassi di attualizzazione molto elevati, di cui gli investitori istituzionali ne danno le seguenti motivazioni:

- data la scarsa liquidità dell'investimento, viene richiesto un tasso di sconto molto elevato;
- il fatto che l'investitore istituzionale effettui un apporto di capitale nell'azienda, non solo fornisce un contributo in termini finanziari, ma anche in termini di servizi accessori forniti, di aumento dell'immagine aziendale, di esperienza fornita a livello manageriale; tutto ciò deve riflettersi in un rendimento consistente al momento del disinvestimento;
- trattandosi di realtà aziendali poco solide, caratterizzate da flussi di cassa negativi e decisamente instabili, la possibilità che l'azienda vada in default nei primi anni di vita è decisamente alta: tale rischio deve quindi essere compensato da rendimenti elevati.

## Capitolo 3. I mercati regolamentati di Borsa Italiana

### 3.1 La nascita e l'affermazione di Borsa Italiana

Un'operazione di Initial Public Offering viene effettuata su un determinato mercato azionario: in relazione al caso pratico che verrà esposto nel prossimo capitolo, andiamo ad analizzare come è strutturato e quali sono le regole di funzionamento di Borsa Italiana, il principale mercato azionario italiano.

Borsa Italiana è una delle principali Borse sul panorama dei mercati finanziari europei, e si occupa dell'ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari ed operatori dalle negoziazioni. Borsa Italiana S.p.A. ricopre inoltre la funzione di gestione e controllo delle negoziazioni, e tutto il sistema di obblighi e controlli in capo ad operatori ed emittenti. I soggetti che vi operano, rappresentati da intermediari nazionali ed internazionali, possono accedere ed operare al mercato tramite un apposito sistema di negoziazione completamente elettronico, che garantisce l'esecuzione delle negoziazioni in tempo reale, riducendo così le tempistiche delle negoziazioni. L'obiettivo principale di Borsa Italiana è quello di rendere i mercati sempre più sviluppati ed efficienti, massimizzandone la liquidità, la trasparenza e la competitività.

A partire dalla legge del 2 gennaio 1991, n.1<sup>39</sup> che approvò la riforma dei mercati mobiliari, ha inizio il processo di privatizzazione delle borse valori in precedenza gestite da vari organi locali; tale legge portò all'istituzione del Consiglio di Borsa al quale, con il decreto legislativo 23 luglio n.415, viene definitivamente conferito il controllo su tutte le attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati in precedenza appartenente all'autorità pubblica. In seguito a tali decisioni, il 7 febbraio 1997 nasce la società privata Borsa Italiana S.p.A. con sede a Milano, sotto la quale vengono raggruppate tutte le borse valori locali presenti sul territorio nazionale e alla quale viene conferita l'organizzazione e la gestione dei relativi mercati regolamentati.

A partire dal 2 gennaio 1998 Borsa Italiana S.p.A. è operativa, e vengono ammesse a quotazione più di 100 aziende; nel frattempo la società si occupa di ricomporre qualitativamente il listino di quotazione che vedrà debuttare, immediatamente negli anni successivi, società industriali indipendenti. Fin dai primi anni, Borsa Italiana S.p.A. si

---

<sup>39</sup>“Entrata in vigore della legge: 5/1/199” dal sito:  
<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1991/01/04/091G0003/sg>

impegna in progetti atti a favorire lo sviluppo del mercato facilitando l'accesso per numerose aziende a nuovi canali di finanziamento, tra i quali il più rilevante è rappresentato dal mercato del capitale di rischio: si tratta di progetti che, oltre a svolgere azioni di marketing, sono indirizzati a creare una procedura di ammissione alla quotazione che renda l'accesso ai mercati mobiliari più semplice, rapido, meno oneroso, preservando comunque la selettività e la competitività degli stessi. Le azioni di Borsa Italiana hanno così permesso a numerose società, grazie all'ammissione alla quotazione, di realizzare progetti di sviluppo finanziabili unicamente tramite il ricorso al mercato del capitale di rischio. Allo stesso tempo, l'ampliamento del listino di quotazione sia in termini quantitativi sia in termini qualitativi, ha dato ad investitori ed intermediari la possibilità di investire ed operare in un mercato decisamente più liquido, trasparente ed efficiente.

A partire dal 2007<sup>40</sup>, anno particolarmente positivo per i mercati di Borsa Italiana durante il quale si registra l'ammissione a quotazione di 16 nuove società di cui 12 a seguito di IPO solo nei primi 5 mesi, i Consigli di Amministrazione di Borsa Italiana S.p.A. e London Stock Exchange Group plc annunciano di aver concluso un accordo sui termini di un'offerta da parte di LSE Group nei confronti degli azionisti di Borsa Italiana. La "fusione" tra Borsa Italiana e London Stock Exchange dà così vita al più grande gruppo borsistico europeo e pone le basi per un futuro di crescita su scala europea ed internazionale. Il nuovo gruppo è in grado di offrire vantaggi sostanziali ai propri operatori ed azionisti, diventando leader a in Europa per listing, negoziazione di azioni, e per il trading su piattaforme elettroniche di ETF (exchange-traded fund), securitised derivatives e titoli a reddito fisso. Il gruppo sarà l'unione dei punti di forza del mercato italiano e di quello londinese, così da sfruttare al meglio le favorevoli dinamiche macroeconomiche e di crescita. Sarà il mercato azionario leader in Europa, con il 48% della capitalizzazione complessiva delle società facenti parte dell'indice FTSEurofirst 100 e dotato del mercato telematico più liquido sia per controvalore che per numero di negoziazioni effettuate. L'ammontare totale dell'offerta, tenuto conto del tasso di cambio vigente al momento dell'operazione, viene stimato per 1,634 miliardi di euro (£ 1,103 miliardi). Borsa Italiana e London Stock Exchange contribuiscono così a creare un mercato finanziario europeo, che permette l'accesso a nuovi partecipanti e si proietta verso una dimensione globale: tale integrazione rappresenta un'opportunità di sviluppo sostanziale per ampliare l'offerta ad emittenti, intermediari ed

---

<sup>40</sup> "L'integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange Group", Comunicato stampa del 25/06/2007

investitori, fondendo le competenze sulle quali entrambe le Borse hanno creato il loro successo nel corso degli anni.

Ad oggi, è allora facile intuire come Borsa Italiana sia una delle borse internazionali più prestigiose, in grado di offrire opportunità ad una moltitudine di soggetti, rappresentata da società emittenti, intermediari ed investitori istituzionali. Chiaramente, trattandosi di un mercato evoluto ed efficiente, è strutturato in differenti comparti sui quali vengono negoziati una moltitudine di strumenti finanziari, che vanno da semplici scambi azionari a scambi di ETF, di covered warrant (opzioni), di certificates e di titoli a reddito fisso. Andiamo ora ad analizzare tali settori del mercato nel dettaglio, e le differenze che li caratterizzano.

### 3.2 I segmenti del mercato

Il “sistema mercati” di Borsa Italiana è in continua evoluzione per poter rispondere costantemente alle esigenze sia delle società emittenti, sia degli operatori ed investitori. È possibile effettuare una prima segmentazione riferita ai soggetti operanti, che prevede:

- Borsa: è il mercato dedicato ad aziende operanti in settori consolidati, e si suddivide in cinque comparti, di cui il più importante, il Mercato Telematico Azionario (MTA), è suddiviso in:
  - segmento Blue Chips: per aziende con capitalizzazione non superiore a € 800 milioni;
  - segmento STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti): per aziende di media e bassa capitalizzazione che detengono elevati requisiti in termini di liquidità e trasparenza informativa;
  - segmento ordinario (standard) di Borsa: dedicato a tutte le altre aziende.
- Nuovo Mercato: è il mercato dedicato ad aziende con elevato potenziale di crescita e appartenente a settori ad alta innovazione.
- Mercato Ristretto: è il mercato dedicato alle aziende operanti in settori tradizionali che non intendono chiedere l’ammissione sugli altri due mercati.



Questa era la ripartizione vigente fino al 3 marzo 2008, data in cui Borsa Italiana decide di accorpate il Mercato Telematico Azionario, uno dei mercati ufficiali del segmento Borsa, con il Nuovo Mercato, al fine di razionalizzare e ottimizzare l'offerta dei mercati, decretando così la scomparsa del Nuovo Mercato, le cui società quotate vengono direttamente ripartite nei tre segmenti Blue Chips, STAR, Standard.

### 3.2.1 Il mercato ufficiale di Borsa

Il mercato ufficiale di Borsa<sup>41</sup> è articolato in cinque comparti differenti, che si differenziano principalmente in base agli strumenti negoziabili all'interno di ciascuno di essi. Tuttavia, all'interno di alcuni dei segmenti di mercato esistono dei relativi sotto segmenti.

#### 3.2.1.1 Il Mercato Telematico Azionario (MTA)

Il Mercato Telematico Azionario (MTA) è la piattaforma sulla quale sono negoziate azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione warrant, ed al suo interno, come detto in precedenza, si distingue tra il segmento STAR, il segmento Blue Chips, il segmento standard. È possibile effettuare una ripartizione dell'MTA sia in termini di capitalizzazione e liquidità dei titoli delle aziende negoziate, sia in termini delle società operanti all'interno. Per quanto riguarda il primo aspetto, che è alla base dei principali benchmark del mercato di Borsa Italiana, si distingue tra:

- Large Cap, che comprende le prime 40 imprese in termini di capitalizzazione e flottante (numero di azioni emesse e disponibili per la negoziazione), componenti il FTSE MIB;
- Mid Cap, comprendente le successive 60 imprese sempre in termini di capitalizzazione e flottante, che vanno a comporre l'indice Italia Mid Cap;
- Small Cap, nel quale rientrano le altre imprese che per capitalizzazione non fanno parte delle prime cento imprese, ma che comunque soddisfano i requisiti di liquidità e flottante, e che compongono il FTSE Italia Small Cap.

L'aggregazione di FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap e FTSE Italia Small Cap costituisce l'indice FTSE Italia All-Share. Tuttavia, anche i titoli residuali che non appartengono ai tre indici sopra indicati sono comunque quotati sull'MTA.

Per quanto riguarda i segmenti dell'MTA differenziati in base alle società che ne fanno parte, abbiamo detto che esiste una tripartizione tra Blue Chips, STAR, segmento standard: andiamo ad analizzarne le differenze.

---

<sup>41</sup> Costi, Renzo *“Il mercato mobiliare”* cap. 5, pag.265-269 Edit. G.Giappichelli, X° edizione, 2016, Torino

Il segmento Blue Chips, che può trovare un riscontro in termini di indici con le società componenti il FTSE MIB, è dedicato alle aziende a maggior capitalizzazione, che deve essere non inferiore alla soglia di 1 miliardo di euro. Tale segmento di mercato prende il suo nome dai titoli azionari che sono negoziati al suo interno, appunto i blue chip; si riferiscono ad imprese di grandi dimensioni che presentano prezzi relativamente stabili, in ragione della loro solida struttura economico-finanziaria e di un buon andamento degli utili. Si tratta di imprese di prim'ordine, affermate e con una buona reputazione, derivante da una duratura gestione corretta e redditizia; sono aziende di dimensione e struttura elevate, con un elevato grado di affidabilità che si riflette in una domanda sempre crescente da parte degli investitori. Come detto, è composto dalle 40 società a maggior capitalizzazione e conta in totale circa 150 titoli, 30 dei quale compongono il paniere dell'indice Mib 30.

Il segmento STAR (Segmento Titoli ad Alti Requisiti), è rivolto alle PMI che sono alla ricerca della massima visibilità sui mercati azionari. È un comparto del listino di Borsa particolarmente indicato per quelle società che, avendo una capitalizzazione medio-piccola, operano già con successo in settori tradizionali ma devono soddisfare specifiche caratteristiche legate al flottante, all'informativa societaria, al sostegno della liquidità da parte di un intermediario specializzato, alla corporate governance. Il superamento di tali requisiti permetterà loro di accedere al segmento STAR e godere di una maggiore appetibilità agli occhi degli investitori, rientrando automaticamente nel target di investimento degli investitori istituzionali. In particolare, per essere ammessi allo STAR, si richiedono le seguenti caratteristiche:

- Flottante almeno pari al 35% per l'ammissione e al 20% per la permanenza;
- La società deve nominare uno specialista che assicuri sufficiente liquidità al titolo, realizzando almeno due studi e due road-show all'anno;
- In termini di informativa societaria, la società è tenuta a pubblicare i propri bilanci, le relazioni semestrali e trimestrali, e i comunicati sul proprio sito includendo anche una versione in inglese;
- Si richiede l'adesione ai principi di Corporate governance esposti nel Codice di Autodisciplina emanato da Borsa Italiana S.p.A.: in particolare sono presenti indicazioni riguardo alla presenza, al numero e all'autorevolezza degli amministratori non esecutivi e indipendenti;
- Si richiede inoltre la predisposizione di un comitato per il controllo interno, che deve obbligatoriamente essere composto da un numero sufficiente di amministratori non

esecutivi, che hanno il compito di analizzare problematiche e istruire pratiche rilevanti per il controllo delle attività aziendali.

- Parte della remunerazione del management deve essere variabile e correlata ai risultati aziendali, così da stimolare e garantire una gestione aziendale da parte dei dirigenti che non sia influenzata da fenomeni di azzardo morale ma sempre orientata verso la massimizzazione dei risultati dell'azienda;

- Deve essere nominato un soggetto interno all'azienda, detto Investor Relator (IR), che si occupi della gestione dei rapporti con investitori ed intermediari: si richiede che venga scelto tra le risorse interne all'azienda così da garantire l'effettivo coinvolgimento nelle decisioni strategiche che saranno orientate al beneficio generale dell'impresa e non mosse da interessi personali.

È chiaro come si tratti di requisiti orientati alla composizione di una fetta di mercato azionario nella quale vadano ad operare solo le migliori società, creando così una piattaforma di negoziazione di eccellenza, il cui accesso garantisce la possibilità di essere oggetto di investimento dei migliori finanziatori presenti sul mercato.

L'ultimo segmento di Borsa, lo standard, comprende chiaramente tutte le società che non fanno parte del segmento Blue Chips e del segmento STAR. Per accedere alla negoziazione sullo standard è richiesta una capitalizzazione minima di 40 milioni di € e un flottante pari o superiore al 25%. Tale segmento è a sua volta suddiviso in due settori, che si differenziano in base alla liquidità dello strumento che viene negoziato: classe 1 e classe 2, dove avviene la compravendita di titoli che presentano minore liquidità.

### 3.2.1.2 Il SEDEX

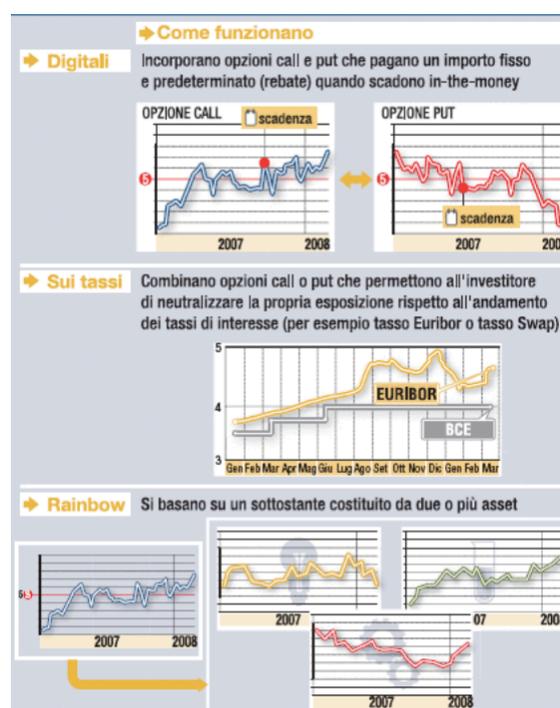
Il SEDEX è il Mercato telematico dei Securities Derivates; si tratta di un particolare settore del mercato ufficiale di Borsa che si caratterizza per gli strumenti che vengono negoziati al suo interno: i covered warrant e i certificates.

1. Covered Warrant: sono strumenti finanziari che conferiscono la facoltà di acquistare e/o vendere, entro una certa data di scadenza, un determinato ammontare dell'attività sottostante ad un prezzo prestabilito. Alternativamente, nel caso di contratti per i quali è prevista una liquidazione monetaria, si conferisce la facoltà di incassare una somma di denaro determinata come differenza tra prezzo di liquidazione dell'attività sottostante e prezzo di esercizio (strike price) o come differenza tra prezzo di esercizio e prezzo di liquidazione dell'attività sottostante, a seconda che si detenga una posizione lunga o corta sull'attività.

I tipi di covered warrant più utilizzati nella pratica sono i Covered Warrant plain Vanilla, derivati semplici che prevedono solamente la consegna fisica del sottostante o la liquidazione monetaria della differenza, o i Covered Warrant strutturati/esotici: sono strumenti derivati strutturati più complessi, in quanto al loro interno incorporano una combinazione di più opzioni put e/o call o opzioni esotiche, ossia strumenti finanziari derivati che presentano caratteristiche particolari o comunque differenti da quelle che regolano il funzionamento di un'opzione ordinaria, e di conseguenza conferiscono allo strumento una maggiore complessità. In base alla natura dell'attività sottostante, possono distinguersi in:

- Covered Warrant digitali: sono una combinazione di opzioni call e put che pagano un importo fisso e predeterminato (rebate) quando scadono in-the-money, ossia quando il valore dell'opzione è positivo e l'esercizio della stessa risulta vantaggioso. Questo tipo di derivati risulta adatto per investitori con aspettative direzionali sulle attività sottostanti, ossia rialziste per le opzioni call e ribassiste per le put.
- Covered Warrant su tassi: sono strategie di opzioni call o put finalizzate alla neutralizzazione dell'esposizione al rischio per un dato investitore rispetto all'andamento dei tassi di interesse a breve e a lungo termine, come ad esempio tassi Swap e l'Euribor. Solitamente si utilizzano per coprirsi da passività indicizzate a tassi variabili.
- Covered Warrant rainbow: si tratta di covered warrant sottoscritti su un sottostante costituito da due asset, uno long e uno short, ciascuno dei quali è costituito da più underlying asset.

Si può osservare la natura dei tre strumenti strutturati tramite la figura seguente:



2. Certificates: Sono un pool di opzioni europee scritte su una determinata attività sottostante. Poiché si tratta di un pool al quale è quindi associata una strategia, non è un investimento orientato solamente alla replica dell'andamento dell'attività sottostante, bensì alla creazione di un profilo di rischio/rendimento differente, basato sulle preferenze dell'investitore. Come per i covered warrant, si può effettuare una distinzione dei diversi tipi di certificates, la cui differenza principale è legata al ricorso alla leva finanziaria o meno.

- Investment certificates: sono i certificates senza effetto leva, che sia in termini di ammontare investito sia in termini di rischio costituiscono un'alternativa all'attività di investimento diretto nel sottostante. A loro volta, si può distinguere tra:

a) certificates che semplicemente replicano la performance del sottostante, detti in genere benchmark, vantaggiosi nel caso in cui investitori privati desiderino investire in un'attività che replichi un sottostante difficilmente raggiungibile da un privato, come ad esempio indici, valute... .

b) i certificates che permettono la realizzazione di strategie di investimento più complesse, ad esempio orientate alla protezione del capitale investito o all'ottenimento di performance migliori di quelle ottenute dall'underlying asset in un determinato momento e in base a particolari condizioni di mercato.

Gli investment certificates fanno parte del segmento di mercato del SEDEX denominato classe a).

- Leverage certificates: i certificates che utilizzano la leva finanziaria, e possono essere bull o bear.

a) I bull leverage certificates sono strumenti derivati dedicati ad investitori che desiderano assumere una posizione rialzista sul sottostante, potendo beneficiare di maggiori rendimenti ottenibili appunto dall'utilizzo della leva finanziaria; accendendo un bull leverage certificates, è come se l'investitore stesse comprando il sottostante e contestualmente finanziandosi con l'emittente per un importo pari al valore dello strike price.

b) All'opposto, invece, i bear leverage certificates sono strumenti finanziari indirizzati ad investitori che assumono una posizione ribassista sul sottostante.

### 3.2.1.3 Il MOT

Il Mercato Telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (MOT)<sup>42</sup> viene istituito nel 1994 per venire incontro alle esigenze degli investitori retail agevolandone l'accesso al mercato obbligazionario, rendendo allo stesso tempo più efficiente l'operatività degli investitori professionali, consentendo loro di utilizzare un sistema di negoziazione elettronico ed automatizzato.

Nel 2005 il MOT viene suddiviso in due segmenti, DomesticMOT ed EuroMOT, differenti in base al diverso sistema di liquidazione adottato. Sul DomesticMOT vengono negoziati sostanzialmente Titoli di Stato italiani ed altri titoli del debito pubblico che adottano il sistema di liquidazione nazionale accentrato gestito dalla Monte Titoli S.p.A., la società che appunto detiene la custodia dei titoli. Sull'EuroMOT, invece, avviene la compravendita di titoli di stato esteri liquidabili solamente attraverso i sistemi operanti a livello internazionale quali Euroclear e Clearstream Banking Luxemburg.

Si tratta di un mercato order driven, ossia un mercato nel quale tutti gli operatori, dai professionali agli investitori retail, hanno la possibilità di proporre la loro volontà di acquisto o vendita concorrendo così alla formazione del prezzo.

Borsa Italiana si pone nella posizione di garante della trasparenza del mercato, effettuando una costante attività di controllo e vigilanza che assicuri il regolare svolgimento delle negoziazioni, come disposto da Consob e Banca d'Italia.

In particolare, sul MOT vengono negoziati i seguenti strumenti finanziari:

- obbligazioni diverse da quelle convertibili, ossia quelle obbligazioni che danno al sottoscrittore la possibilità di ricevere, alla data di scadenza del prestito obbligazionario, azioni della società emittente in sostituzione della somma di denaro che avrebbe diritto a ricevere;
- titoli di Stato, ossia gli strumenti emessi dai governi nazionali per finanziare le proprie esigenze di indebitamento al fine di soddisfare il fabbisogno del paese e per far fronte alle attività istituzionali. Si tratta di strumenti caratterizzati da regolarità dei collocamenti, possibilità di impostare strategie di trading, alto livello di liquidità. Sul MOT vengono negoziati Titoli di Stato italiani, tedeschi, francesi, spagnoli, greci, austriaci e svedesi;
- Euro-obbligazioni, ovvero obbligazioni emesse in un Paese differente da quello del soggetto debitore e di conseguenza sottoscritte in una valuta differente da quella del Paese di collocamento del titolo. Chiaramente tali strumenti vengono negoziati sull'EuroMOT, e

---

<sup>42</sup> “*Mot: Mercato Telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato*”, 26/02/2016; dal sito: <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/mot.html>

comprendono i titoli di debito emessi da società internazionali o estere e da Stati o enti sovranazionali che sono assoggettati ad una normativa differente rispetto a quella cui è assoggettato l'emittente. Generalmente vengono collocati in più stati e in mercati differenti;

- asset backed securities (ABS), strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, garantiti dalle attività sottostanti. Apparentemente sono simili alle normali obbligazioni, in quanto pagano al detentore una serie di cedole per un ammontare predeterminato, basato su tassi di interesse fissi o variabili. Tuttavia, gli ABS si differenziano dalle normali obbligazioni in quanto esiste una stretta correlazione tra pagamento delle cedole a scadenza e somme incassate dai crediti ceduti: somme che comprendono sia gli interessi sia il rimborso a scadenza. Chiaramente si evince come si tratta di strumenti decisamente più rischiosi rispetto ad una normale obbligazione, infatti nel caso in cui si verificasse il mancato incasso del credito posto a garanzia dell'operazione, il rimborso dell'ABS potrebbe venire meno. Al fine di mitigare tale rischio, spesso l'ammontare dei crediti ceduti e posti in garanzia è spesso superiore al valore nominale delle obbligazioni emesse.

#### 3.2.1.4 L'ETFplus

ETFplus è il mercato di Borsa Italiana<sup>43</sup> sul quale vengono negoziati in tempo reale:

- Exchange Traded Commodities (ETC), ossia strumenti finanziari emessi a fronte di un investimento diretto da parte di un emittente in materie prime fisiche o in contratti derivati su materie prime.
- quote di Exchange Traded Funds (ETF), ossia particolari fondi di investimento o SICAV che hanno come unico obiettivo la replicazione di un indice di riferimento (benchmark) tramite una gestione totalmente passiva;
- Exchange Traded Notes (ETN), strumenti finanziari emessi a fronte dell'investimento diretto dell'emittente nell'attività sottostante, o in contratti derivati dello stesso; si differenziano dagli ETC in quanto l'underlying asset non è rappresentato da materie prime (commodities).

A partire dal settembre del 2002, su un apposito segmento dell'MTA si iniziano a negoziare i primi fondi indicizzati che replicavano la performance degli indici delle maggiori blue chips europee, ossia le società a maggior capitalizzazione. Dato il successo di tali strumenti

---

<sup>43</sup> “*ETFplus: Il mercato degli ETF e degli ETC/ETN: trasparenza e liquidità*”. Borsa Italiana, London Stock Exchange Group, Novembre 2013, Milano

finanziari negli anni seguenti, Borsa Italiana decide di istituire nell'aprile del 2007 un apposito mercato ad essi dedicato, appunto ETFplus. Ad oggi tale mercato, grazie ad un'infrastruttura avanzata ed efficiente, consente agli investitori un rapido e trasparente accesso alla negoziazione in tempo reale di numerosi strumenti finanziari.

La caratteristica positiva degli strumenti negoziati su ETFplus è che, replicando noti indici di mercato, permettono agli investitori di essere pienamente consapevoli del profilo di rischio/rendimento della propria strategia di investimento. Il meccanismo di funzionamento di ETF, ETC ed ETN contribuisce inoltre alla generazione di un'ingente liquidità consentendo così la negoziazione in tempo reale, con bassi livelli di spread e uno spessore del book di negoziazione adeguato. La liquidità del mercato è inoltre garantita dalla presenza di un operatore specialista, che si pone appunto da garante delle negoziazioni: il rispetto degli obblighi di quest'ultimo è monitorato direttamente da Borsa Italiana, che detiene anche il diritto di intervento sotto forma di sanzioni nel caso in cui lo specialista venga meno ai propri impegni.

Al suo interno, l'ETFplus è suddiviso in sottocategorie:

- per quanto riguarda gli ETF non strutturati, si distingue tra:
  - Classe 1, nella quale rientrano i fondi il cui indice di riferimento è di tipo obbligazionario;
  - Classe 2, ossia l'insieme di fondi il cui indice di riferimento è di tipo azionario o equivalente;
- per quanto riguarda gli ETF strutturati, si ha:
  - Classe 1, dove operano ETF strutturati senza effetto leva (short, con protezione);
  - Classe 2, che comprende gli ETF strutturati con effetto leva (sia a leva long sia a leva short);

Gli ETC e i ETN sono invece distinti in tre classi, in base a:

- Classe 1, ETC/ETN senza effetto leva (tradizionali, forward e short);
- Classe 2, ETC/ETN con effetto leva massimo pari a 2;
- Classe 3, ETC/ETN con effetto leva maggiore a 2.

Ad oggi l'insieme degli strumenti che vengono negoziati regolarmente su ETFplus ammonta a più di 800.

### 3.2.1.5 Il MIV

Il Mercato telematico degli Investment Vehicles (MIV) è il mercato sul quale sono negoziate azioni di Investment Companies e di Real Estate Companies. È un mercato specificamente dedicato ai soggetti che utilizzano strategie di investimento diverse tra loro, tra le quali:

- attività di Private Equity;
- Public e Private Debt;
- Venture Capital;
- Real Estate;
- strategie multiple.

Con il MIV si chiude l'analisi dei settori del mercato ufficiale di Borsa, che però non rappresenta l'unico mercato regolamentato gestito da Borsa; Borsa Italiana S.p.A. gestisce infatti anche l'IDEM.

### 3.2.2 Il mercato degli strumenti derivati (IDEM)

Il secondo mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana S.p.A., l'IDEM<sup>44</sup>, o mercato degli strumenti derivati, è il segmento sul quale vengono negoziati contratti futures e contratti di opzione aventi come attività sottostante strumenti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici.

L'IDEM è uno dei maggiori mercati per la compravendita degli strumenti derivati a livello europeo, sul quale vengono scambiati circa 200.000 contratti ogni giorno, per un nozionale complessivo di circa 3.7 miliardi di euro. Tale mercato registrò un tasso di sviluppo molto rapido nel periodo 2005-2011, che si aggirava intorno al 10%; grazie a tale forte crescita, il mercato beneficiò così di una sempre maggior partecipazione ed influenza sia degli investitori istituzionali che dei clienti retail. Operano sull'IDEM più di 80 intermediari nazionali ed esteri, di cui questi ultimi contribuiscono per una percentuale del volume complessivo superiore al 50%. Il mercato è suddiviso in due segmenti:

- IDEM Equity, sul quale vengono negoziati futures e opzioni iscritte su singole azioni italiane e su indici, tra i quali è importante menzionare il principale indice del mercato azionario di Borsa Italiana, il FTSE Mib. In particolare, vengono negoziati indici quali il FIB, il MiniFIB, l'FDIV e il MIBO, che rappresentano differenti prodotti indicizzati all'andamento del principale indice italiano. Sull'IDEM Equity avviene inoltre la compravendita di contratti futures su opzioni europee.
- IDEX, è il segmento riservato agli investitori istituzionali. Su tale mercato avviene la compravendita di contratti derivati aventi come sottostante commodities; in particolare sono negoziati contratti scritti sul PUN (Prezzo Unico Nazionale), che viene formato sul mercato

---

<sup>44</sup> “*IDEM: Il mercato italiano dei derivati*”; Borsa Italiana, London Stock Exchange Group, Ottobre 2011, Milano

italiano dell'elettricità. Tali contratti si differenziano in base al periodo di scadenza, infatti si distingue tra: IDEX Futures mensile, IDEX futures trimestrale, IDEX futures annuale.

Le varie tipologie di futures e opzioni presenti sull'IDEM sono finalizzate a venire incontro a diverse esigenze degli investitori, che tramite tali strumenti possono realizzare sia strategie di esposizione al ribasso o al rialzo del mercato nel suo complesso, sia strategie di hedging di portafoglio e trading di volatilità.

Le categorie di operatori ammessi alle negoziazioni su tale mercato sono le seguenti:

- broker, autorizzati ad immettere ordini esclusivamente per conto terzi;
- broker/dealer (dual capacity), autorizzati ad immettere ordini sia per conto proprio che per conto di terzi. All'interno di tale categoria rientrano anche i market maker, che svolgono un ruolo fondamentale per garantire la liquidità del mercato e migliorare l'efficienza del processo di pricing di ogni strumento. Sull'IDEM sono operativi più di 20 market maker, che si occupano della quotazione dei prezzi di acquisto e vendita su base continuativa e rispondono a richieste di quotazione immesse dai soggetti negozianti. Esistono tre tipologie di Market maker: i Primary Market Maker (PMM), che hanno obblighi inerenti alla quotazione su base continua, i Market Maker (MM), a cui è delegato l'obbligo di rispondere alle richieste di quotazione, e i Liquidity Provider (LP), che si occupano invece della gestione della liquidità degli strumenti. Borsa Italiana si occupa del controllo su tali soggetti e ha il potere di esonerarli temporaneamente dagli obblighi di quotazione se si presentano anomalie in termini di sospensione delle negoziazioni, aumenti anomali della volatilità o del bid-ask spread o in presenza di qualsiasi altra situazione che impedisca il regolare svolgimento dell'attività di market making.
- dealer: sono autorizzati a immettere ordini esclusivamente per conto proprio.

Come accennato in precedenza, l'IDEM è il mercato che viene incontro agli operatori che hanno diverse esigenze in termini di investimento: presenta inoltre il vantaggio di avere alcune combinazioni predefinite di strumenti derivati orientate a velocizzare l'attività di immissione degli ordini, lasciando comunque inalterata la liquidità disponibile. In particolare, le strategie attuabili possono essere raggruppate in due macro-categorie:

- Standard Combinations: sono strategie attuabili tramite la combinazione di FTSE MIB Futures, MiniFutures e futures su azioni. Le proposte di negoziazione possono essere inserite come Limit Orders, ossia ordini immessi nel book rispettando la priorità prezzo/tempo, come Top Orders, ossia ordini inseriti nel mercato ed eseguiti al miglior prezzo di mercato, o come Market Orders, ossia ordini inseriti per acquistare o vendere al miglior prezzo disponibile. Oltre agli strumenti standard, esiste inoltre la possibilità di negoziare i cosiddetti Time

Spread, ossia la combinazione di due ordini contestuali di pari quantità, ma con scadenze diverse e segno opposto. L'obiettivo dei Time Spread è di cercare di guadagnare sulla variazione della differenza di prezzo esistente fra i due contratti.

- Tailor Made Combinations (FLEXCO): tali strategie si ottengono dalla combinazione di contratti di opzione su indice, opzioni su azioni e futures su azioni. Le FLEXCO sono negoziate solamente sull'IDEM Equity, e possono quindi essere attuate sia da investitori istituzionali che da investitori retail; consentono agli operatori di inserire ordini relativi a una determinata combinazione di strumenti derivati; ogni strumento che compone una FLEXCO è definito "gamba". Tuttavia, tali strategie sono soggette alle seguenti limitazioni imposte direttamente da Borsa Italiana:

- numero massimo di gambe per una singola FLEXCO pari a due;
- esclusione dei futures su indice dagli strumenti ammissibili alla creazione di una FLEXCO;
- il peso massimo associabile ad una singola gamba è 100.

Trattandosi di un mercato altamente innovativo e ad alto potenziale, il controllo di Borsa Italiana è fondamentale, e si tratta di un controllo dinamico orientato alla fissazione dei limiti massimi di variazione del prezzo.

### 3.2.3 AIM Italia

AIM (Alternative Investment Market) Italia è un mercato regolamentato italiano gestito ed organizzato da Borsa Italiana S.p.A., fondato nel marzo del 2012. Si tratta di un mercato dedicato a piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita, che vengono quotate sull'indice FTSE AIM Italia.

Per quanto riguarda gli strumenti ammissibili alle negoziazioni, sono scambiate solamente azioni ordinarie: tuttavia, sono da escludere quelle soggette alla sollecitazione all'investimento, allo scambio su altri sistemi organizzati, come ad esempio i sistemi multilaterali di negoziazione, o quelle negoziate su altri mercati regolamentati.

Riguardo ai requisiti richiesti ai soggetti che chiedono di essere ammessi all'AIM Italia, le società emittenti devono:

- presentare l'ultimo bilancio di esercizio appositamente revisionato da società di revisione iscritte alla CONSOB;
- effettuare un collocamento presso investitori professionali, eccetto per i casi in cui da almeno un anno sia presente la partecipazione al capitale di un investitore istituzionale o di almeno 20 investitori professionali;

- mantenere un rapporto con lo sponsor e con lo specialista per almeno tre anni dalla data di quotazione;
- soddisfare vari obblighi di informazione periodica, ed obblighi informativi su specifici eventi e circostanze, che vengono analizzati e richiesti dalle autorità di controllo del mercato caso per caso.

Il vantaggio che detiene AIM Italia rispetto agli altri mercati gestiti da Borsa Italiana è che presenta una procedura di ammissione semplificata: essendo organizzato esclusivamente per investitori professionali, che detengono una maggiore capacità di analisi rispetto agli investitori retail, non è richiesta la pubblicazione del prospetto informativo ed inoltre le verifiche di Borsa Italiana sono più semplici e meno specifiche, limitandosi semplicemente a controllare la completezza e correttezza della domanda di ammissione. Quest'ultima può essere ammessa o rigettata entro 10 giorni dalla sua presentazione.

Un'altra particolarità di AIM Italia che aiuta a semplificare la struttura ed il funzionamento dello stesso è rappresentata dalla figura del cosiddetto "Nomad": si tratta di un soggetto incaricato direttamente dall'emittente di assumere la posizione di advisor, il quale segue la società quotanda assistendola nella fase pre-ammissione, ammissione e post-ammissione; si occupa di predisporre tutta la documentazione necessaria per accedere al mercato. Inoltre, il Nomad sostiene la società nel periodo post-ammissione fornendo pareri e dando indicazioni al management dell'emittente riguardo gli obblighi e le responsabilità da rispettare per accedere al mercato. Sono le funzioni che, nelle normali operazioni di IPO, vengono svolte dal global coordinator e dall'advisor, con la differenza che in questo mercato sono in capo alla medesima figura che, oltre ad occuparsi del buon funzionamento del mercato e a proteggerne la reputazione e l'integrità, aiuta le società emittenti a velocizzare le tempistiche e le procedure per essere ammessi alle negoziazioni sul mercato.

Ad oggi AIM Italia conta 133 società quotate ripartite in 10 settori differenti, con i seguenti dati:

- 3,8 miliardi di euro derivanti dalla raccolta totale in quotazione;
- 6,9 miliardi di euro di capitalizzazione totale di mercato<sup>45</sup>.

### 3.2.4 Mercato ristretto

L'ultimo mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana che andiamo ad analizzare è il Mercato ristretto. Tale segmento viene fondato per le imprese operanti nei settori

---

<sup>45</sup> Borsa Italiana Italy Primary Markets : "AIM Italia", 31.12.2019

tradizionali, che però non detengono i requisiti necessari per esse ammessi alla quotazione sugli altri mercati sopra esposti. Generalmente le imprese che rientrano in tale mercato non soddisfano i requisiti minimi di capitalizzazione e di liquidità richiesti per l'accesso ai mercati di Borsa.

Come tutti i mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A., anche mercato ristretto è regolato dal "Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana" che ne disciplina l'ammissione alle negoziazioni, il regolare svolgimento delle stesse, la sospensione e/o esclusione dal listino di borsa.

A partire dagli anni 70, gli agenti di cambio e le banche iniziano a contrattare titoli quotati al mercato ufficiale e titoli non quotati tramite negoziazioni private fuori dalla borsa ufficiale (over the counter): trattandosi di operazioni non riconosciute e che potevano generare influenze negative anche sui mercati ufficiali di borsa, si rende necessaria la creazione di un mercato apposito dedicato a quegli strumenti che non detengono ancora la maturità necessaria per essere ammessi alla borsa ufficiale; con la legge 1977/49 viene così istituito il Mercato Ristretto.

In seguito, tale legge viene abrogata dal TUF, e la disciplina del mercato viene affidata completamente a Borsa Italiana, che è così incaricata di stabilire i requisiti che le società emittenti e gli strumenti finanziari devono possedere per essere ammessi alle negoziazioni. Per quanto riguarda le società emittenti, i requisiti minimi di ammissione sono individuati in:

- pubblicazione e deposito dell'ultimo bilancio di esercizio annuale, sottoposto a revisione legale ai sensi dell'art. 156 TUF;
- l'emittente deve esercitare un'attività capace di generare ricavi;
- la nomina di uno sponsor che sostenga l'emittente nella procedura di IPO e segua la società per almeno un anno dall'inizio delle negoziazioni;
- non sono previsti requisiti in termini di fatturato, di consistenza del patrimonio netto e di flottante.

Per quanto riguarda invece gli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni, i requisiti prevedono:

- per le azioni, l'ammissione è subordinata ad una capitalizzazione di mercato di almeno 500.000€;
- per le obbligazioni, l'ammontare deve essere almeno pari a 150.000€ o 50.000€ nel caso di obbligazioni convertibili;

- la diffusione delle obbligazioni tra il pubblico o presso investitori istituzionali in modo da garantire il regolare funzionamento del mercato.

Nel 2003 Mercato ristretto viene rinominato Mercato Expandi, ossia rivolto alle piccole imprese operanti in settori tradizionali che detengono posizioni consolidate nei mercati di riferimento, e che presentino risultati economico-finanziari positivi negli ultimi esercizi.

### 3.3 Il ruolo di Borsa italiana nelle operazioni di IPO

Dopo aver visto come sono strutturati i mercati di Borsa Italiana, quali sono i requisiti di ammissione e come differiscono in base al mercato nel quale si decide di accedere, vediamo ora il ruolo che svolge Borsa Italiana nella gestione delle operazioni di Initial Public Offering.

Generalmente, la procedura formale di ammissione<sup>46</sup> ai mercati si estende su un arco temporale non superiore ai 60 giorni: Borsa Italiana mette a disposizione delle società emittenti le sue strutture durante l'intero periodo, così come nel post-quotazione. Le strutture che vengono coinvolte nell'operazione sono:

- il marketing team, che si occupa di tutte le procedure necessarie per il buon funzionamento del mercato, ossia tutte le attività connesse e strumentali che aiutano a garantire il regolare svolgimento delle negoziazioni. In particolare, il team si occupa di:

a) promozione dei mercati: Borsa Italiana si è impegnata nell'organizzazione di conferenze e roadshow orientate alla promozione delle società quotate su tutti i mercati da essa gestiti; in particolare, solo nel 2019 sono stati fatti più di 6.100 incontri "one-to-one" con circa 800 case di investimento e più di 1.200 con investitori internazionali situati in Asia, Australia, Europa e USA. Tali conferenze internazionali dell'Italian Equity Roadshow hanno messo in contatto i mercati di Borsa Italiana, e di conseguenza le società ivi quotate, con le maggiori piazze finanziarie mondiali quali Londra, New York, Hong Kong, Singapore, Melbourne e Sydney per un coinvolgimento totale di oltre 30 Mid-Large Caps in più di 450 meeting con investitori istituzionali. È chiaro come si tratti di una struttura imprescindibile per l'accesso ai mercati dei maggiori investitori di tutto il mondo, che permettono così uno sviluppo per le aziende emittenti che difficilmente si potrebbe realizzare senza il lavoro di un team di lavoro così integrato ed esperto.

---

<sup>46</sup> "Quotarsi in Borsa: la nuova segmentazione dei mercati di Borsa Italiana", Gennaio 2001, dal sito <https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf>

b) fornire supporto e informazioni ad emittenti, intermediari e investitori<sup>47</sup>: come recita l'articolo 6.1.1 del regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, inerente alla trasparenza dei mercati, “la società di gestione del mercato si occupa dell’agevolazione delle decisioni di investimento, di disinvestimento, nonché della verifica delle condizioni di esecuzione delle operazioni nei mercati e provvede, attraverso le strutture telematiche di supporto alle negoziazioni, alla diffusione tempestiva al pubblico delle informazioni riguardanti le condizioni di mercato e le operazioni effettuate per singoli strumenti finanziari. Ogni giorno, al termine delle negoziazioni, Borsa Italiana provvede inoltre a diffondere mediante supporto informatico il Listino ufficiale, contenente le informazioni relative ai contratti conclusi per ciascuno strumento finanziario. Borsa Italiana non diffonde al pubblico informazioni relative all’identità degli operatori contraenti”.

c) pre-verifica dei requisiti di quotazione: al fine di agevolare e velocizzare le procedure di ammissione alla negoziazione sui mercati di Borsa, il team si occupa di verificare prima del processo la consistenza dei requisiti necessari richiesti per accedere al mercato, che chiaramente variano in base a quello prescelto.

- le strutture legali: Borsa Italiana fornisce inoltre delle strutture legali che in linea generale si occupano di svolgere l’analisi della documentazione e degli adempimenti necessari per l’ammissione a quotazione che variano in base al mercato prescelto. Le attività svolte dai legali si suddividono in:

a) due diligence legale, ossia l’attività che ha come obiettivo la raccolta di informazioni riferite alla società emittente al fine di elaborarle producendo un documento finale, detto report, che contenga gli aspetti più rilevanti e collegati al processo di quotazione. Tali informazioni devono essere adeguatamente selezionate, così da ottenere un’analisi funzionale all’obiettivo che si desidera raggiungere, elencate all’interno di un’apposita lista e suddivise per aree di indagine, le quali devono rappresentare la pertinenza ad una specifica materia.

b) supporto al documento di ammissione: quando una società intende quotarsi su un mercato, deve redigere un apposito documento di ammissione alle negoziazioni che verrà analizzato dalla società di gestione dei mercati previa autorizzazione all’accesso dello stesso. Chiaramente si tratta di un documento tecnico e dotato di una elevata specificità, alla cui stesura collaborano appunto i legali predisposti da Borsa Italiana, fornendo un sostegno dal

---

<sup>47</sup> “Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.” Deliberato dall’Assemblea di Borsa Italiana S.p.A. del 29 aprile 2005 e approvato dalla Consob con delibera n. 18765 del 22 gennaio 2014

punto di vista legislativo e burocratico, favorendo così la velocizzazione dell'intero processo di ammissione.

c) informare gli amministratori delle loro responsabilità: secondo quanto disposto dal codice civile, esistono norme di condotta, di responsabilità o di rischio in capo agli amministratori. In particolare, l'art. 2392 cc sostiene che gli amministratori incorrono in responsabilità verso la società e sono tenuti al risarcimento dei danni cagionati qualora non adempiano i doveri ad essi imposti dalla legge con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle specifiche competenze richieste. L'art. 2393 dà inoltre all'assemblea il diritto di esercitare azione di responsabilità nel caso in cui gli amministratori abbiano compiuto inadempienze dei doveri a loro imposti. Trattandosi quindi di normative che possono porre i membri del management della società in situazioni di complicazione civilistica, penalistica o dal risvolto amministrativo, è compito dei legali informare gli amministratori dei rischi cui vanno incontro e cercare di evitare situazioni che potrebbero ledere la loro posizione dirigenziale, compromettendone anche l'andamento dell'intera vita aziendale.

- l'altra tipologia di strutture di Borsa Italiana coinvolta nel processo di quotazione si occupa dell'informativa societaria e della vigilanza sui mercati: in particolare, deve garantire la gestione informativa delle operazioni societarie e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, al fine di assicurare trasparenza del mercato e tutela degli investitori. Trattandosi di un tema piuttosto ampio e delicato, lo analizzeremo dettagliatamente nel paragrafo seguente.

Ora che abbiamo un'ottica delle strutture di Borsa Italiana coinvolte nel processo di ammissione alla quotazione sui mercati di Borsa Italiana, vediamo le fasi in cui è suddivisa tale procedura.



La prima fase si caratterizza chiaramente per la documentazione richiesta alla società emittente, che deve includere:

- copia degli ultimi 3 bilanci d'esercizio annuali approvati dalla società di revisione e pubblicati;
- copia della delibera dell'organo competente che ha approvato la presentazione della domanda di ammissione;

- copia dello statuto dell'emittente attualmente in vigore;
- una prima bozza del prospetto informativo e delle sue successive versioni;
- copia del documento informativo che sarà poi rivolto agli investitori istituzionali (offering circular);
- budget economico, patrimoniale e finanziario dell'esercizio in corso e connessi piani consolidati per i due esercizi seguenti;
- nel caso in cui vi siano partecipazioni con lo sponsor, un documento nel quale l'emittente precisa la natura e la consistenza di tali rapporti;
- un documento che esponga il confronto tra il sistema di governo societario e le raccomandazioni indicate dal Codice di Autodisciplina delle società quotate;
- dichiarazione di libera trasferibilità delle azioni che saranno a disposizione della Monte Titoli S.p.A.

Borsa Italiana ha inoltre il potere di richiedere alla società emittente, in qualunque momento, ulteriori informazioni, documentazione o chiarimenti se ritenuti utili ai fini della sua istruttoria.

Una volta che la documentazione viene inviata a Borsa Italiana, quest'ultima ne analizza la completezza formale e, accertata la presenza di tutti i requisiti necessari, emette una comunicazione ufficiale di avvenuta domanda di ammissione al mercato.

Segue così la fase istruttoria, che ha inizio con la visita di Borsa Italiana alla società emittente. Di recente, è stato inoltre introdotto un test finalizzato all'analisi dei dati finanziari, il cosiddetto QMAT (Quotation Management Admission Test). Si tratta di un questionario che deve essere compilato dalla società che intende quotarsi e da inoltrare insieme alla documentazione ufficiale richiesta per l'inoltro della domanda di ammissione. La finalità del test è di rafforzare la comunicazione tra Borsa Italiana, sponsor ed emittente così da agevolare il processo. È un test che, in base ai fattori sul quale si sofferma, copre tutto il business system dell'azienda, analizzandone l'andamento della struttura-condotta-performance. A volte viene utilizzato dalle imprese che hanno intenzione di quotarsi in un futuro prossimo come test auto-valutativo delle condizioni di business dell'azienda.

In seguito, viene analizzato il documento di valutazione predisposto dallo sponsor e viene confrontato con quello di Borsa Italiana, parallelamente alla presentazione formale della società a Borsa Italiana.

Se l'esito della fase istruttoria risulta positivo e tutti i prerequisiti sono considerati validi, Borsa Italiana inizia a rilasciare le delibere di ammissione alla negoziazione, che hanno una triplice natura:

- delibera di avviso dell'avvenuta presentazione della domanda;
- delibera del provvedimento di ammissione a quotazione;
- delibera del provvedimento di inizio delle negoziazioni.

Con l'emissione delle delibere si intende concluso ed autorizzato il processo di ammissione alla quotazione nei mercati di Borsa Italiana e la società è così ufficialmente autorizzata alla compravendita.

### 3.4 La normativa per l'ammissione a quotazione

La disciplina che regola l'accesso ai mercati regolamentati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. ha subito varie modifiche negli anni, trovando oggi l'intera regolamentazione nel "Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A.", deliberato per la prima volta dall'assemblea ordinaria di quest'ultima in data 11 dicembre 1997 e approvato dalla Consob con delibera 12 dicembre 1997. Il testo è stato successivamente modificato negli anni e la versione più aggiornata risulta essere quella deliberata dal Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana del 21 marzo 2018, e approvato dalla Consob con delibera n. 20445 del 17 maggio 2018.

Il regolamento si articola in 7 parti, che sono suddivise nelle seguenti materie: disposizioni generali, ammissione alla quotazione e alle negoziazioni, partecipazione degli operatori ai mercati, strumenti ammessi e modalità di negoziazione dei mercati MTA, MIV, MOT ed ETFplus, strumenti ammessi e modalità di negoziazione del mercato degli strumenti derivati IDEM, vigilanza sui mercati, disposizioni finali. Siamo qui interessati all'analisi della parte 2, inerente alle disposizioni in termini di ammissione alla quotazione e alle negoziazioni.

Si tratta di una normativa complessa ed articolata, che disciplina sia l'ammissione a quotazione e alla negoziazione di determinati strumenti finanziari sia per gli strumenti negoziati su altri mercati regolamentati, della quale è possibile individuare delle principali regole comuni<sup>48</sup>.

#### 3.4.1 L'ammissione alla quotazione degli strumenti finanziari

a) l'ammissione alla quotazione avviene in seguito a domanda dell'emittente. Il regolamento prevede quindi condizioni di ammissione che si riferiscano a determinati strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, warrant, certificati di fondi chiusi, titoli di Stato...), elencati

---

<sup>48</sup> "Il mercato mobiliare" Renzo Costi, cap. IX "La disciplina dei mercati", pag 265-269, X° edizione, 2016

nell'articolo 2.1.1, per l'ammissione alla negoziazione; condizioni che differiscono anche in base alla società emittente.

L'articolo 2.1.2, che in linea generale legifera sulle competenze in materia di ammissione, conferisce a Borsa Italiana il diritto di respingere la domanda di ammissione alla quotazione con un provvedimento motivato e comunicato tempestivamente all'interessato, nel caso in cui si presentino una delle seguenti fattispecie<sup>49</sup>:

- le caratteristiche dello strumento finanziario sono tali da far ritenere che non possa avere luogo la formazione di un mercato regolare;
- avendo altri strumenti finanziari già ammessi alle negoziazioni, l'emittente non adempie agli obblighi derivanti dalla stessa;
- essendo lo strumento finanziario già ammesso alle negoziazioni in un altro Stato, l'emittente non adempie agli obblighi derivanti dalla stessa;
- la situazione dell'emittente sia tale da rendere l'ammissione contraria all'interesse degli investitori.

In tali casi, il regolamento stabilisce che Borsa Italiana, per tutelare l'interesse degli investitori, può subordinare l'ammissione alla quotazione a qualsiasi condizione particolare che ritenga opportuna e che sia esplicitamente comunicata al richiedente.

Ciò che si evince dall'analisi di tale articolo, è che non si è in presenza di un diritto universale alla quotazione, ma bisogna analizzare caso per caso: tuttavia, il potere di mercato del quale gode la società di gestione dei mercati difficilmente si può conciliare con un rifiuto ingiustificato dalla mancanza dei requisiti previsti dal Regolamento.

L'articolo 2.1.3 riguarda invece le condizioni generali per l'ammissione, e impone che, per essere ammessi alla quotazione:

- le società e gli enti emittenti devono essere regolarmente costituiti e i loro statuti devono essere conformi alle leggi ed ai regolamenti ai quali le società e gli enti stessi sono soggetti;
- gli strumenti finanziari devono essere emessi nel rispetto delle leggi, dei regolamenti e di ogni altra disposizione applicabile; è inoltre richiesto che siano conformi alle leggi ed ai regolamenti ai quali sono sottoposti, e che siano liberamente negoziabili.

Tali richieste implicano, con riguardo agli strumenti finanziari, che sia effettuata una valutazione di legittimità da parte della società di gestione, e l'esclusione della possibilità di quotare titoli la cui circolazione sia sottoposta a clausole di gradimento o di prelazione; è

---

<sup>49</sup> “Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.”, Titolo 2.2 – condizioni per l'ammissione. Dal sito: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/nuovipdf/reg-bit/regbitexavviso10349.pdf>

consentita invece l'ammissione di titoli il cui emittente preveda un limite massimo alla partecipazione sociale detenuta da un singolo socio.

L'articolo 2.2.1 è inerente ai requisiti richiesti per gli emittenti di azioni. Si afferma che possono essere ammesse alla quotazione:

- azioni rappresentative del capitale di emittenti che abbiano pubblicato e depositato i bilanci, compresi i bilanci consolidati, degli ultimi tre esercizi annuali, di cui l'ultimo deve essere corredato da un giudizio espresso da un revisore legale o da una società di revisione iscritta nel registro dell'apposito albo;
- le società risultanti da operazioni straordinarie o che abbiano subito, nel corso dell'esercizio precedente a quello di presentazione della domanda, modifiche sostanziali nella loro struttura patrimoniale. Tali modifiche devono essere incluse in appositi documenti pro-forma anche in questo caso accompagnati da una relazione di un revisore legale o di una società di revisione legale, che sia in grado di avere una conoscenza adeguata dei soggetti coinvolti e che fondi le proprie valutazioni su verifiche adeguate.

L'articolo 2.2.2 detta invece le disposizioni in termini di requisiti per le azioni. Queste ultime devono avere:

- una capitalizzazione di mercato pari almeno a 40 milioni di euro; Borsa Italiana può comunque ammettere azioni con una capitalizzazione inferiore, nel caso in cui ritenga che per tali azioni si formerà un mercato sufficiente;
- sufficiente diffusione (quota del flottante), che si presume realizzata quando le azioni sono ripartite presso gli investitori professionali e non professionali per almeno il 25% del capitale rappresentato dalla categoria di azioni delle quali si chiede la quotazione. Quota richiesta che aumenta al 35% nel caso di ammissione richiesta sul segmento STAR;
- non si consente la quotazione di azioni prive del diritto di voto nelle assemblee ordinarie, a meno che non siano già stati quotati titoli dotati di tale diritto dallo stesso emittente.

L'articolo 2.2.5 enuncia i requisiti degli emittenti di obbligazioni. Possono essere ammesse alla quotazione:

- obbligazioni emesse a fronte di un prestito il cui ammontare residuo sia almeno pari a 15 milioni di euro o, nel caso di obbligazioni convertibili, a 5 milioni di euro; le obbligazioni devono inoltre essere diffuse tra il pubblico o presso investitori professionali in misura adeguata a soddisfare il regolare svolgimento del mercato.

In termini generali il Regolamento prevede che, qualsiasi emittente che non possiede altri titoli quotati sul mercato ufficiale di Borsa, può richiedere l'ammissione di azioni, warrant, quote di OICR con l'assistenza di uno sponsor (una banca o un'impresa di investimento); a

quest'ultimo verrà allora richiesta l'emissione di una serie di attestazioni relative all'emittente che ne garantiscano la qualità sia della società che dello strumento finanziario per il quale si chiede l'ammissione; attestazioni che chiaramente variano in maniera quantitativa e qualitativa in base al mercato sul quale si effettua la richiesta.

### 3.4.2 Sospensione e revoca dell'ammissione a negoziazione

Il Regolamento del mercato fornisce regole che riguardano anche la sospensione e/o la revoca dell'ammissione alle negoziazioni nel caso in cui vengono meno gli obblighi o i requisiti che le società emittenti sono obbligate a detenere e perseguire.

Secondo quanto disposto dall'articolo 2.5.1 (sospensione e revoca), Borsa Italiana può disporre:

- la sospensione dalle negoziazioni di uno strumento finanziario se “la regolarità del mercato dello strumento stesso non è temporaneamente garantita o rischia di non esserlo ovvero se lo richieda la tutela degli investitori”;
- la revoca dalla quotazione e dalle negoziazioni di uno strumento finanziario “in caso di prolungata carenza di negoziazione ovvero se reputa che, a causa di circostanze particolari, non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento.

Con riguardo alla situazione economica, finanziaria e patrimoniale della società emittente, ai fini della sospensione o revoca dalle negoziazioni nei casi sopraelencati, Borsa Italiana fa riferimento ad elementi concernenti: la mancata diffusione di notizie che possono incidere sul regolare andamento del mercato, la delibera di azzeramento del capitale sociale, l'ammissione dell'emittente a procedure concorsuali, lo scioglimento dell'emittente, il giudizio negativo del revisore o della società di revisione legale.

L'articolo 2.5.5 disciplina invece la fattispecie prevista dall'articolo 133 del Testo Unico della Finanza (T.U.F.), ossia quando è la società emittente a richiedere l'esclusione dalle negoziazioni (delisting). Le società emittenti che intendono richiedere l'esclusione dalle negoziazioni, sono tenute a presentare un'apposita domanda che allegghi la seguente documentazione:

- delibera dell'assemblea straordinaria di richiesta di esclusione dalle negoziazioni;
- attestato dell'ammissione a quotazione in un altro mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana o di un altro Paese dell'Unione Europea;
- nel caso di ammissione alle negoziazioni in un mercato extracomunitario, il parere legale circa l'esistenza nel mercato di quotazione di una disciplina dell'offerta pubblica di acquisto

obbligatoria applicabile all'emittente, o il parere favorevole della Consob che attesti l'esistenza di altre condizioni atte a garantire una tutela per gli investitori equivalente.

### 3.4.3 Obblighi a carico degli emittenti

Il Regolamento del mercato prevede inoltre una serie di obblighi aggiuntivi che si pongono a carico degli emittenti di titoli quotati, suppletivi rispetto a quelli già presenti fissati dalla legge e dai regolamenti emanati dalla Consob.

L'articolo 2.6.1 (Rapporti con gli emittenti strumenti finanziari quotati) impone agli emittenti di:

- comunicare a Borsa Italiana tutte le informazioni che la stessa ritenga utili al fine del buon funzionamento del mercato;
- diffondere, sull'apposita richiesta di Borsa Italiana, dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico nei modi e nei termini da essa stabiliti;
- comunicare a Borsa Italiana, secondo il modulo allegato nelle Istruzioni, il nominativo del referente destinatario delle richieste di informazioni enunciate al primo punto.

Inoltre, gli emittenti sono obbligati di portare a conoscenza della società di gestione del mercato, almeno quindici giorni prima dell'invio alle agenzie di stampa, qualsiasi comunicato che contenga notizie idonee ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari quotati. Si richiede inoltre di trasmettere senza indugio a Borsa Italiana le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti ricevute dai soci del medesimo emittente, e di comunicare ogni variazione dell'ammontare della composizione del proprio capitale sociale.

Nel caso di inosservanza delle suddette disposizioni, il Regolamento prevede sanzioni private che, tenendo conto della gravità della violazione e dell'eventuale recidiva, possono variare dall'invio di un richiamo scritto in forma pubblica o privata all'applicazione di sanzioni pecuniarie da 5.000 a 100.000 euro, la cui specificazione è stabilita in via generale dalla stessa Borsa Italiana S.p.A.

### 3.4.4 Modalità di negoziazione

Il Regolamento dei mercati detta inoltre norme per quanto riguarda le modalità secondo le quali devono svolgersi le negoziazioni. Tale aspetto non rientra nella Parte 2 concernente l'ammissione alla quotazione e alle negoziazioni, bensì nella Parte 4 sugli strumenti ammessi

e le modalità di negoziazione nei mercati regolamentati di Borsa. Tuttavia, è importante dare un accenno delle norme che regolano lo svolgimento delle negoziazioni una volta che gli strumenti sono stati ammessi alla compravendita, così da fornire un quadro generale di come avviene la negoziazione di tali strumenti.

Le modalità di scambio e di rilevazione dei prezzi variano chiaramente in base al comparto di riferimento; l'articolo 4.3.1 (Modalità e fasi di negoziazione) ne espone delle linee guida. Si afferma che le negoziazioni si possono svolgere secondo due modalità: asta e negoziazione continua.

Le fasi di negoziazione sono le seguenti:

- asta di apertura, a sua volta articolata in fase di determinazione del prezzo teorico d'asta di apertura ("pre-asta"); conclusione dei contratti ("apertura");
- negoziazione continua;
- asta di chiusura, a sua volta articolata nella fase di determinazione del prezzo teorico d'asta di chiusura ("pre-asta"); conclusione dei contratti ("chiusura");
- negoziazione al prezzo di asta di chiusura.

Al variare del mercato e/o segmento di negoziazione, nelle Istruzioni sono stabilite le fasi e gli orari di negoziazione; per i mercati in cui è possibile la negoziazione continua, questa è preceduta da una sessione di pre-negoziazione durante la quale è possibile immettere, modificare e cancellare le proposte in acquisto e in vendita da parte degli operatori specialisti.

Così si conclude l'analisi della normativa vigente con riguardo all'ammissione alle negoziazioni e il funzionamento delle stesse sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. Nel prossimo capitolo esporremo il caso di studio di GIMA TT SpA che ha deciso di quotarsi sul segmento STAR.

## Capitolo 4. l'IPO di GIMA TT S.p.A. sul segmento STAR dell'MTA

### 4.1 l'Azienda GIMA TT S.p.A.

#### 4.1.1 La storia

L'azienda GIMA TT<sup>50</sup> nasce come una start-up agli inizi del 2009 dall'idea dell'attuale amministratore delegato Stefano Cavallari che, in team con altri membri, decide di ideare un nuovo concetto di macchina per l'industria del tabacco.

Nello stesso anno, il mercato del packaging del tabacco si stava sviluppando nella creazione di nuovi pacchetti che non richiedevano grandi volumi di produzione ma allo stesso tempo necessitavano di poter essere lanciati velocemente e senza essere sostenuti da importanti investimenti di capitale. Da tale situazione di mercato nasce l'idea in seguito sviluppata come divisione di GIMA, di creare macchine più flessibili in grado di effettuare rapidi cambiamenti basata su un investimento ritenuto comunque contenuto ed appropriato.

Parallelamente allo sviluppo dell'idea e all'inizio della produzione, date le forti prospettive di crescita aziendali GIMA può beneficiare della forza finanziaria necessaria grazie all'acquisizione da parte del gruppo IMA, attuale società "madre". Grazie al sostegno fornito dalla capogruppo, il progetto GIMA inizia a prendere piede nel mercato del tabacco e nel 2012 viene lanciata la prima linea di confezionamento di sigarette. Dati gli importanti risultati raggiunti nel breve periodo, l'azienda è consapevole della sua forte posizione sul mercato e all'inizio del 2013 diventa una società indipendente denominata GIMA TT.

Dato il suo forte orientamento all'innovazione e la qualità dei suoi progetti di crescita, GIMA TT diventa immediatamente uno dei fornitori privilegiati dalle multinazionali operanti sul mercato del tabacco; vengono inoltre lanciati progetti innovativi di sigarette non convenzionali e l'azienda diventa fornitrice e leader di prodotti di nuova generazione. Tali importanti risultati culminano, a soli 8 anni dalla nascita della società, nella decisione di quotarsi alla Borsa di Milano, sul segmento STAR, nel settembre del 2017.

Uno dei punti di forza sul quale si focalizza il business dell'azienda è rappresentato dall'attenzione all'elettronica: vengono ideate linee di confezionamento completamente elettroniche così da garantire la massima flessibilità, in modo da poter soddisfare le richieste

---

<sup>50</sup> Cavallari, Stefano "GIMA TT e la mia prospettiva sull'industria del tabacco e le possibilità future", 14/03/2019; dal sito: <https://gimatt.it/stefano-cavallari-tobacco-industry/>

del mercato di produrre pacchetti diversi potendo utilizzare una sola macchina. Fin dagli inizi, la società focalizza l'attenzione sulla creazione di un'unica piattaforma che sia in grado di funzionare sia per i prodotti convenzionali che per i prodotti NGP, ovvero prodotti di nuova generazione come quelli basati sul riscaldamento del tabacco in sostituzione della combustione, o le sigarette elettroniche. La prima piattaforma ideata nel 2009 è la FLEX-A, della quale parleremo in seguito.

Altro punto di forza sul quale si focalizza GIMA TT è l'attenzione alla flessibilità: la linea di produzione è fin da subito in grado di eseguire tutti gli step del processo produttivo, rappresentati da cambi completi delle tre dimensioni del pacchetto, nel minor tempo possibile. La macchina si specializza inoltre nel numero di pacchetti che la stessa può produrre, arrivando a soddisfare tutte le tipologie esistenti sul mercato così da coprire qualsiasi linea di prodotto. Chiaramente tale enfaticizzazione della flessibilità viene più che apprezzata dagli operatori del mercato del tabacco, che hanno così la libertà di utilizzare la linea di GIMA TT per il lancio di nuovi prodotti, avendo sempre la possibilità di cambiarlo in tempi molto ridotti.

La linea FLEX-A ottiene una eccellente risposta dal mercato, e nel giro di pochi anni oltre 100 linee vengono installate: sulla base dell'esperienza acquisita, la società decide di aggiornare alcune aree della macchina così da migliorarne la stabilità, l'efficienza e la velocità di produzione. Nel 2017 viene così lanciata una versione aggiornata della FLEX-A che diventa la nuova piattaforma standard di GIMA TT, in grado di produrre più di 500 pacchetti al minuto.

Con l'introduzione della direttiva dell'Unione Europea TDP2, che modifica le regole per la vendita al pubblico di prodotti contenenti nicotina (sia quelli convenzionali sia i NGP) alternando proprio le disposizioni inerenti al packaging, si crea un temporaneo momento di squilibri e confusioni sul mercato del tabacco: tuttavia, data la solidità di GIMA TT e la qualità della sua linea, tali modifiche normative vengono percepite come un'opportunità, grazie alla flessibilità della piattaforma e al numero pressoché infinito di pacchetti e di geometrie ottenibili. Anche nell'eventualità dell'introduzione di nuove normative, grazie all'attenzione alla flessibilità sviluppata durante gli anni, le macchine sono in grado di evolversi facilmente e di gestire forme e stili di pacchetti sempre differenti.

Il mercato del tabacco negli ultimi tempi si sta evolvendo verso volumi sempre più ristretti, sapori variegati, stili e marchi differenti. Tali evoluzioni possono rappresentare un'opportunità da sfruttare per GIMA TT, che sarà sempre in grado di soddisfare i propri

clienti tramite una piattaforma che garantisce, oltre ad un ottimo livello di produttività, una risposta rapida ai nuovi mutamenti del mercato.

In un'ottica futura, la tendenza a focalizzarsi sui prodotti NGP da parte delle multinazionali del tabacco sarà sempre più preponderante: si tratta di prodotti che, oltre a richiedere un packaging speciale e differente rispetto alle sigarette convenzionali, detengono diversi elementi che devono essere incorporati nel pacchetto. Essendo prodotti destinati a saturare rapidamente grosse quote di mercato in sostituzione delle sigarette convenzionali, è su questi che la maggior parte degli operatori sul mercato del tabacco focalizzerà l'attenzione e soprattutto gli investimenti. Sarà quindi compito di GIMA TT, coadiuvata dalla tecnologia disponibile all'interno del Gruppo IMA, di fornire soluzioni chiavi in mano in modo da gestire tutte le componenti necessarie per rendere i prodotti NGP completi e soddisfacenti per gli utilizzatori finali.

#### 4.1.2 Il portfolio packaging

Il portfolio di GIMA TT<sup>51</sup>, sviluppatosi ed articolatosi negli anni, consta di 5 linee differenti per il confezionamento e 3 per l'assemblaggio e il riempimento. Analizziamo rapidamente le caratteristiche dei prodotti offerti dalla società.

Per quanto riguarda il confezionamento, le macchine sviluppate sono:

- Flex-A: è la prima linea prodotta da GIMA TT, grazie alla quale l'azienda è in grado di fornire una vasta gamma di packer da media ad alta velocità, così da ridurre al minimo le tempistiche di conversione tra diversi stili di pacchetto. La tecnologia della quale dispone la linea Flex-A consente al packer di completare il processo di confezionamento nonostante gli arresti della macchina, così da ridurre la quantità di pacchetti scartati. Il design di Flex-A presenta dimensioni ridotte, una rapida rimozione dei blocchi che possono avvenire e una riduzione dei rumori prodotti. La flessibilità della quale gode tale macchina la rende particolarmente adatta per la produzione di pacchetti di diverse



---

<sup>51</sup> "Portafoglio di packaging", dal sito: <https://gimatt.it/portfolio/>

dimensioni, che possono contenere da 10 a 50 sigarette per pacchetto, o ancora per pacchetti speciali innovativi.

- Flex-B: data l'esigenza del mercato di creare configurazioni di pacchetti altamente complessi, costituiti da diversi pezzi combinati tra loro per fornire un pacchetto speciale innovativo, GIMA TT decide di lanciare la sua seconda linea di prodotto. Si tratta di una linea specificamente progettata per la produzione di soluzioni di imballaggio innovative, così da integrare e completare l'offerta rispetto ai prodotti già forniti dalla famiglia Flex-A. Flex-B è così in grado di produrre pacchetti dal design differente, che siano anche in grado di assicurare e migliorare l'ergonomia del prodotto mantenendo allo stesso tempo un'adeguata flessibilità.



- Flex-ST: in risposta all'evoluzione della legislazione sul mercato del tabacco, che impone l'applicazione di marche da bollo sui pacchetti, nasce la famiglia di macchinari Flex-ST. Si tratta di una linea innovativa che offre unità sulle quali poter applicare timbri autonomi. La flessibilità offerta da questo prodotto permette di applicare contrassegni fiscali pretagliati e di differenti dimensioni, indipendentemente dal punto della confezione prescelto. Lo stamper ha inoltre la possibilità sia di essere utilizzato come unità autonoma, sia di essere combinato nel processo produttivo con altre macchine, eventualmente prodotte da altri fornitori.



- Flex-WF: è una linea nata dalla necessità di preservare l'integrità di un pacchetto ad alta qualità, con differenti formati e dimensioni. È una macchina avvolgitrice semplice e veloce che vanta la possibilità da un cambio formato molto rapido. Collegata alla famiglia Flex-A, può gestirne la stessa gamma di pacchetti; è inoltre dotata di tutte le funzionalità che rispondono alle esigenze dell'industria del tabacco. Come per la Flex-ST, l'involucro



prodotto da questa linea può essere utilizzato come unità indipendente o può essere combinato con altre macchine nel processo produttivo, anche di altri fornitori.

- Flex-CO: l'ultimo prodotto fornito per il confezionamento è una macchina astucciatrice/avvolgitore progettata per eseguire una rapida conversione del cambio del formato e una facile regolazione della forma e della fascicolazione del cartone. È in grado di fornire prodotti dalle diverse forme, materiali differenti e in grado di contenere un numero di elementi variabili all'interno; il tutto ottenibile con una sola piattaforma integrata. Flex-CO è inoltre dotata della tecnologia direct drive, che è in grado di mantenere indipendenti le sezioni della macchina, consentendo al macchinario di completare il processo di avvolgimento anche quando si bloccano le macchine a monte. Come per la Flex-ST e la Flex-Wf, anche la Flex-CO può essere utilizzata come macchina autonoma o combinata con macchine di altri fornitori; è inoltre in grado di gestire un'innumerabile varietà di fascette di cartone come richiesto dall'industria del tabacco.



Riguardo invece all'attività di assemblaggio e riempimento, il portfolio di GIMA TT è composto da:

- EC-FLEX LINEAR: è una piattaforma di montaggio e riempimento di indicizzazione autocomandata, macchinario ideale per la produzione su larga scala di prodotti complessi pronti per essere lanciati sul mercato. Particolarmente adatta per la produzione di prodotti per la vaporizzazione, consta un gran numero di stazioni disponibili in grado di gestire un'ampia varietà di liquidi e polveri. Garantisce fino a 80 cicli al minuto, disponendo di una tecnologia altamente innovativa capace di rispondere a tutte le esigenze del mercato per i NGP.



- EC-FLEX ROTARY: è un macchinario in grado di rispondere alle mutazioni del mercato, fornendo prodotti ad altissima qualità in tempi molto ristretti. Si tratta di una piattaforma a media velocità adibita al montaggio e riempimento: la sua struttura è composta da una tavola rotante motorizzata. Il punto di forza di questa macchina è dato dalla precisione e dalla versatilità della quale dispone: all'esterno è caratterizzata da una struttura molto robusta in acciaio elettro saldato e detiene una capacità di gestione di più componenti in ogni fase.



- EC-PILOT: è un prodotto sviluppatosi negli ultimi anni in risposta all'evoluzione del mercato delle sigarette elettroniche; in particolare si occupa di riempimento e tappature di cialde, serbatoi e cartucce. Rappresenta una risposta altamente flessibile per i clienti in cerca di operazioni di riempimento efficienti e riferite a qualsiasi tipo di polvere e liquido. Ha la capacità di funzionare a una velocità identica a quella richiesta per la produzione di grandi volumi, così da trasferire la tecnologia senza rischi direttamente alle linee ad alta velocità. È inoltre in grado di gestire diversi formati di ogni elemento necessario per la produzione di tutti gli accessori delle sigarette elettroniche.



Concludiamo così questa breve analisi della storia e dei prodotti forniti dalla società, che ne evidenzia le caratteristiche di leadership nel settore del tabacco, e andiamo a vedere quali sono stati in termini finanziari i risultati di GIMA TT che hanno portato alla quotazione sullo STAR.

## 4.2 I dati finanziari di GIMA TT

Effettuiamo un'analisi dei valori di bilancio della società nel periodo pre e post quotazione al fine di analizzare le motivazioni che hanno spinto GIMA TT a decidere di quotarsi e l'andamento della società in seguito all'operazione di IPO.

Riportiamo innanzi tutto un prospetto riassuntivo che tenga conto dell'Income Statement e del Profit&Loss del triennio 2014-2016 con le relative variazioni rispetto all'anno precedente così da sintetizzare i principali dati di bilancio dell'azienda<sup>52</sup>:

<b>Voci di bilancio (dati in milioni di€)</b>	<b>2014</b>	<b>var %</b>	<b>2015</b>	<b>var %</b>	<b>2016</b>
totale ricavi	37,28	86,37	69,47	44,69	100,51
marginie operativo lordo	12,31	89,56	23,34	74,26	40,68
<b>EBITDA margin</b>	<b>33,04</b>	-	<b>33,6</b>	-	<b>40,47</b>
Risultato operativo	11,6	94,61	22,58	76,12	39,76
<b>EBIT margin</b>	<b>31,12</b>	-	<b>32,5</b>	-	<b>39,56</b>
Risultato ante imposte	11,73	94,31	22,79	74,43	39,75
<b>EBT margin</b>	<b>31,46</b>	-	<b>32,8</b>	-	<b>39,54</b>
Reddito netto	7,97	95,74	15,59	74,67	27,23
E-Margin	21,37	-	22,44	-	27,09
Posizione finanziaria netta (Cassa)	-39,28	7,21	-42,12	7,44	-45,25
<b>Patrimonio netto</b>	<b>14,77</b>	<b>37,9</b>	<b>20,37</b>	<b>34,98</b>	<b>27,5</b>
Capitale investito	-24,39	-11,34	-21,62	-18,49	-17,62
ROE	53,92	-	76,54	-	99,05

Nel triennio la società vede crescere il fatturato da 32,3 a 100,5 milioni di euro, per una crescita complessiva pari al 169,7%, con un conseguente aumento del margine operativo lordo (MOL) da 12,31 a 40,68 milioni di euro, pari al 230,3%. L'aumento così imponente del MOL evidenzia la capacità dell'azienda di generare ricchezza: tale indicatore rappresenta infatti l'abilità di un'azienda di generare ricavi solo tramite la gestione operativa, senza considerare gli ammortamenti, gli accantonamenti e la gestione finanziaria; si tratta del cosiddetto "autofinanziamento potenziale" che identifica i flussi di cassa generabili da un'azienda dalla sola gestione operativa. Un ulteriore dato che risalta subito all'attenzione è dato dall'aumento del reddito netto che cresce del 241,9%, passando da 7,97 a 27,23 milioni; anche tale indicatore rispecchia l'ottimo risultato reddituale derivante dall'attività d'impresa. La sintesi della produttività aziendale viene enfatizzata da valori del ROE decisamente elevati: nel giro di soli due anni la redditività del capitale proprio passa da 54 a 99.

Tali risultati in termini di bilancio sono semplicemente l'espressione dell'esperienza maturata nel lungo periodo dalla società, dell'impegno e della perseveranza mostrata dal management team durante gli anni, che porta a sfruttare il solido know-how acquisito fin dai

<sup>52</sup> "GIMA TT: relazione finanziaria annuale 2014, 2015, 2016", dal sito: <https://gimatt.it/investor-relations/financial-reports/>

primi tempi nel mercato automatizzato per la produzione di macchinari adibiti al packaging del tabacco.

Date le prospettive di crescita sul lungo periodo, l'azienda decide così di iniziare il processo di IPO che la porterà ad essere ammessa<sup>53</sup> alle negoziazioni sul segmento STAR del MTA in data 14/09/2017, con conseguente inizio delle negoziazioni il 02/10/2017.

Riportiamo ancora il prospetto di bilancio, relativo questa volta al biennio post-quotazione 2017-2018<sup>54</sup>:

<b>Voci di bilancio (dati in milioni di €)</b>	<b>2017</b>	<b>var %</b>	<b>2018</b>
totale ricavi	154,22	20,9	186,45
marginе operativo lordo	62,18	16,88	72,67
<b>EBITDA margin</b>	<b>40,32</b>	<b>-</b>	<b>38,98</b>
Risultato operativo	61,23	17,79	72,13
<b>EBIT margin</b>	<b>39,7</b>	<b>17,79</b>	<b>38,68</b>
Risultato ante imposte	61,12	17,79	71,88
<b>EBT margin</b>	<b>39,63</b>	<b>17,79</b>	<b>38,55</b>
Reddito netto	44,12	17,79	51,84
E-Margin	28,61	-	27,8
Posizione finanziaria netta (Cassa)	-45,79	-61,37	-17,69
<b>Patrimonio netto</b>	<b>44,61</b>	<b>26,62</b>	<b>56,48</b>
Capitale investito	-1,05	-3806,86	38,92
ROE	98,9	-	91,78

Anche in questo periodo i dati finanziari di GIMA TT si rivelano più che positivi, con un aumento dei ricavi totali da 100,51 a 186,45 milioni (153%), il margine operativo lordo rimane crescente, anche se con un andamento leggermente ridotto rispetto al triennio pre-quotazione, ma registrando comunque una crescita del 155%, passando dai 40,68 milioni del 2016 ai 72,67 di fine 2018; il ROE mantiene sempre un livello decisamente elevato, anche se in leggera decrescita, ma comunque pari a 91,78.

In sintesi, i dati di bilancio del quinquennio che si pone a cavallo dell'ingresso in Borsa di GIMA TT non fanno altro che confermare la qualità dell'azienda, la cui crescita

<sup>53</sup> "IPO Gima TT", 14/09/2017; dal sito: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/ipo/ultime-societa-ammesse-dettaglio.html?ndg=2000&lang=it>

<sup>54</sup> "GIMA TT: relazione finanziaria annuale 2017, 2018", dal sito: <https://gimatt.it/investor-relations/financial-reports/>

esponenziale rappresenta la naturale conseguenza per una società che ha costruito negli anni la sua posizione di leadership nel mercato, investendo nella realizzazione di prodotti di altissima qualità, e dotati di tecnologia all'avanguardia che le hanno permesso di conquistare il mercato.

### 4.3 I dettagli dell'offerta e la risposta del mercato

Come accennato in precedenza, il 14/09/2017 Borsa Italiana S.p.A. ufficializza l'ammissione di GIMA TT S.p.A. alle negoziazioni sul mercato telematico azionario (segmento STAR); l'offerta sarà destinata esclusivamente agli investitori istituzionali.

Agiscono in qualità di joint global coordinators e joint bookrunners Bofa Merrill Lynch, Equita Sim, Mediobanca e Unicredit Corporate&Investment Banking<sup>55</sup>; in particolare, Equita SIM svolge anche il ruolo di Sponsor dell'operazione. Gli azionisti principali sono rappresentati dal gruppo IMA che detiene il 70% delle partecipazioni, e Maestrale Investimenti S.p.A. con una quota pari all'8%. Il ruolo di legal advisor viene invece svolto dalle società White&case e Clifford Change, studi legali rispettivamente americano e londinese specializzati nel supporto legale ad aziende, governi ed istituti finanziari; la funzione di audit viene invece svolta dalla multinazionale Ernest&Young.

In termini numerici, l'operazione prevede una sottoscrizione di 30.800.000 azioni, corrispondenti al 35% del capitale della società. Al fine di stabilizzare le quotazioni del titolo, le banche in ruolo di Joint Global Coordinators decidono di esercitare l'opzione di greenshoe, al prezzo dell'offerta, per un ammontare massimo di altre 3.080.000 azioni, pari al 10% dell'offerta totale, così da raggiungere un flottante massimo pari al 38.5%, decisamente superiore rispetto al 35% richiesto come requisito di ammissione per il segmento STAR, così da denotare la qualità dell'offerta.

La società e gli azionisti individuano un intervallo di valorizzazione rappresentativo del capitale economico della società compreso tra circa 845 milioni di euro e circa 1,1 miliardi di euro, che in termini di azione porta alla definizione di una forchetta di prezzo pari a 9,6-12,5 euro per azione. GIMA dichiara che il prezzo ufficiale dell'offerta sarà determinato al termine dell'intero collocamento secondo il meccanismo dell'open price, ossia il prezzo al quale un titolo viene negoziato per la prima volta all'apertura di uno scambio in un determinato giorno di negoziazione. Alla fine, il prezzo di collocamento viene fissato

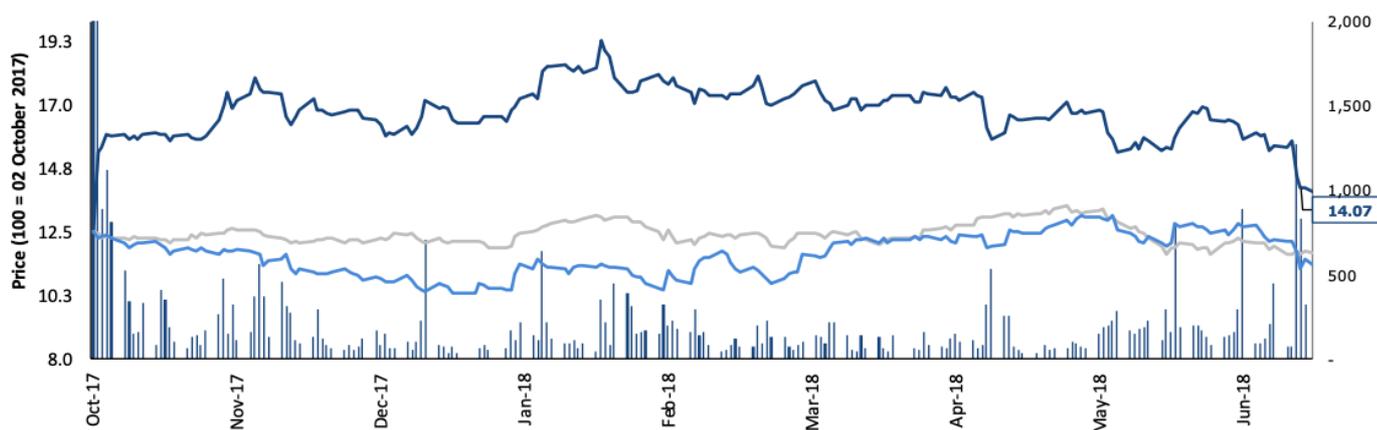
---

<sup>55</sup> Dal Maso, Elena "Gima TT, in IPO fino al 40% del capitale", 04/09/2017; dal sito: <https://www.milanofinanza.it/news/gima-tt-in-ipo-fino-al-40-del-capitale-201709040908244791>

esattamente pari al limite massimo della forchetta, ovvero 12,5: tale prezzo fornisce dei valori dei multipli P/E pari a 40,4, e dell'EV/EBITDA pari a 25,9. Considerando imprese comparabili, come Biesse, Interpump e Prima Industrie che presentano multipli medi pari a 35,3 e 15,4, il titolo valutato in base al metodo dei multipli sembra fin da subito quotare a premio.

È quello che conferma il mercato: l'IPO di GIMA si rivela immediatamente come un grande successo, registrando un prezzo di apertura pari a 14,25 euro, superiore del 14% rispetto al prezzo di offerta stabilito pari a 12,5 euro. Gli scambi iniziano a correre fin dalle prime ore di negoziazione registrando nell'immediato un balzo pari al 22%. Complessivamente nella prima giornata di quotazione vengono scambiate 11.731.599 azioni, con un prezzo di chiusura di 15,30 euro, superiore del 22,4% rispetto all'offerta iniziale; il tutto si riflette in una capitalizzazione di mercato superiore a 1,1 miliardi di euro. Addirittura, durante la giornata vengono sospese le negoziazioni per eccesso di rialzo quando si registra un upside gap al 19,2%: si tratta di particolari situazioni in cui il titolo apre al massimo rispetto alla seduta precedente o, come in tal caso, nel primo giorno di negoziazioni, senza mai tornarci nel corso della giornata, lasciando così aperto un "buco" che viene appunto definito upside gap. Chiaramente si tratta di una situazione sui mercati mobiliari che avviene in presenza di una forte spinta rialzista su di un determinato titolo.

Ad un anno dalla quotazione il titolo presenta il grafico seguente:



Confermando il sentimento positivo del mercato; si registra un picco massimo di prezzo pari a 18,21 euro per azione nel Febbraio del 2018.

#### 4.4 Il ruolo di Equita SIM nell'operazione

Equita SIM<sup>56</sup> è la principale investment bank indipendente in Italia, anch'essa quotata sul segmento STAR dell'MTA, e vanta più di 45 anni di esperienza al servizio di investitori professionali ed istituzionali, svolgendo servizi di assistenza ad imprese e istituzioni finanziarie potendo contare sull'esperienza maturata negli anni e sulle forti competenze sviluppate sui mercati finanziari.

La società è operativa dal 1973, anno in cui nasce Euromobiliare, una delle prime realtà indipendenti e di merchant bank italiane attive nel mercato dei capitali e nell'investment banking: Equita inizia fin dai primi anni a fornire supporto agli investitori istituzionali, basando il proprio lavoro su ricerca di qualità e focus sui mercati mobiliari italiani.

Negli anni vengono svolte diverse partnership con importanti banche commerciali che permettono ad Equita SIM di ampliare ed incorporare nuove competenze, così da consolidare importanti relazioni istituzionali.

Nel 2015 viene avviato un processo di riorganizzazione interno della società, completato due anni dopo, che porta Equita a divenire investment bank indipendente, direttamente controllata dai suoi professionisti.

Ad oggi Equita opera su tre principali aree di business:

- Global Markets: è la più grande sala operativa indipendente in Italia che fornisce servizi di intermediazione su azioni, obbligazioni, ETF e opzioni su azioni;
- Alternative Asset Management: è l'area che si occupa della gestione di asset liquidi e illiquidi per investitori e gruppi bancari, volta alla ricerca di soluzioni di investimento "alternative";
- Investment Banking: è costituita da un team di elevato profilo in grado di fornire una consulenza ad alto valore aggiunto e un importante supporto in termini di raccolta di capitale. Riguardo all'area di business inerente all'Investment Banking, Equita si posiziona oggi tra le prime banche d'investimento indipendenti per dimensioni in Italia. In particolare, il team di IB è composto da professionisti altamente specializzati, dotati di una comprovata esperienza in grado di offrire un'ampia gamma di servizi a imprese, clienti e investitori istituzionali. L'operatività in tale settore è suddivisa in quattro aree: Equity Capital Markets, Debt Capital Markets e Debt Advisory, M&A Advisory e Corporate Broking.

---

<sup>56</sup> "Il Gruppo Equita SIM", dal sito: <https://www.equita.eu/it/il-gruppo-equita/chi-siamo.html>

La divisione Equity Capital Markets offre un insieme di servizi finalizzato alla raccolta di risorse equity, sfruttando le capacità distributive e le relazioni consolidate negli anni con investitori istituzionali. Rientra in tale divisione anche la funzione di global advising nelle operazioni di IPO e listing; in particolare, Equita è in grado di gestire in maniera ottimale i rapporti tra la società emittente, la società di gestione del mercato, l'autorità di vigilanza basandosi sulla rete di rapporti e di fiducia rinforzata negli anni di operatività.

Sulla base di tali premesse, è chiaro come l'apporto di Equita nelle vesti di global coordinator abbia facilitato e agevolato in maniera sostanziale l'intero processo di quotazione di Gima TT: in particolare, la società si è rivelata di fondamentale importanza per quattro aspetti.

La rapidità di esecuzione: il processo è stato completato solamente in cinque mesi, tenendo conto anche del mese di agosto durante il quale l'operatività sui mercati mobiliari viene fortemente limitata. Considerando che in media, la durata di un'operazione di IPO può variare dai 6 ai 12 mesi, il sostegno di Equita ha garantito e agevolato la rapidità del processo; le tempistiche risultano inoltre perfettamente in linea con il programma previsto.

L'interazione con la domanda: grazie alla sua esperienza e alle conoscenze sul mercato mobiliare italiano ed internazionale, Equita riesce a garantire una domanda di qualità in termini di destinatari dell'offerta; il risultato viene immediatamente confermato dai dati dell'operazione. La sottoscrizione di azioni viene infatti sottoscritta in eccesso di addirittura 9 volte rispetto all'offerta iniziale, ed il trading book viene coperto interamente già dal primo giorno di negoziazioni, risultato che difficilmente viene raggiunto per le operazioni di IPO. L'apporto in termini di domanda viene confermato anche dalla qualità degli investitori, composta per il 28% da investitori istituzionali italiani e per il 72% da investitori istituzionali esteri, di cui il 56% in posizione long ed il 44% con obiettivi di copertura.

La capacità di pricing: il supporto di Equita si evince inoltre dall'efficienza del processo di pricing realizzato; il prezzo di collocamento viene fissato infatti a 12,5 €, pari esattamente al limite massimo della forchetta di prezzo stabilita durante la fase di bookbuilding. La valutazione risulta inoltre perfettamente in linea rispetto alla stima iniziale effettuata durante la fase del pitch, che ricordiamo essere il periodo durante il quale gli intermediari candidati a svolgere la funzione di global coordinator durante il processo di quotazione presentano una prima stima dell'effettivo valore dell'azienda e del relativo prezzo di quotazione previsto. I parametri valutativi identificati nell'incontro del pitch, risultano poi effettivamente significativi registrando solo un leggero sconto in termini di multipli rispetto ad IMA, che rappresenta chiaramente il maggior benchmark di riferimento, e un premio in termini di multipli piuttosto elevato rispetto alle altre imprese comparabili.

Il processo di coordinamento: infine Equita, sfruttando le interazioni strutturate negli anni con Borsa Italiana e Consob sulla base delle precedenti operazioni di IPO seguite, agevola l'adempimento delle prassi burocratiche e regolamentari al fine di un efficiente svolgimento dell'ammissione alle negoziazioni. La investment bank si occupa inoltre di coordinare le banche facenti parte del Joint Global Coordinators group, gestendone le relazioni e occupandosi di assicurare il buon esito dell'IPO.

## Bibliografia

“Come quotarsi”, dal sito:

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/comequotarsi/comequotarsihome/come-quotarsi.htm>

“Compliance aziendale: ruoli, responsabilità e modelli organizzativi” 05/2018, dal sito

<https://www.assiteca.it/2018/05/compliance-aziendale-ruoli-responsabilita-modelli-organizzativi/>

“Diritto e responsabilità degli investitori: obiettivi” dal sito <http://www.consob.it/web/investor-education/obiettivi>

“Dispositivo dell’art.2373 del Codice civile” 10/06/2019, dal sito:

<https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-vi/art2373.html>

“Entrata in vigore della legge: 5/1/1991”, dal sito:

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1991/01/04/091G0003/sg>

“ETFplus: Il mercato degli ETF e degli ETC/ETN: trasparenza e liquidità”. Borsa Italiana, London Stock Exchange Group, Novembre 2013, Milano

“GIMA TT: relazione finanziaria annuale 2014, 2015, 2016”, dal sito: <https://gimatt.it/investor-relations/financial-reports/>

“Glossario finanziario: clausola di lock-up” dal sito

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/clausola-di-lock-up.html>

“Glossario finanziario: global coordinator” dal sito

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/global-coordinator.html>

“Glossario finanziario: Venture capital” dal sito

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/venture-capital.html>

“IDEM: Il mercato italiano dei derivati”; Borsa Italiana, London Stock Exchange Group, Ottobre 2011, Milano

“Il Gruppo Equita SIM”, dal sito: <https://www.equita.eu/it/il-gruppo-equita/chi-siamo.html>

“Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia”, 2009, dal sito: [https://www.assolombarda.it/fs/2010341568\\_183.pdf](https://www.assolombarda.it/fs/2010341568_183.pdf)

“Indici finanziari: EV/Sales”, dal sito <https://www.investopedia.com/financial-ratios-4689817>

“IPO Gima TT”, 14/09/2017; dal sito: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/ipo/ultime-societa-ammesse-dettaglio.html?ndg=2000&lang=it>

“L’integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange Group”, Comunicato stampa del 25/06/2007

“La Vigilanza sui mercati”, 2018, dal sito: <http://www.consob.it/web/investor-education/la-vigilanza-sui-mercati>

“Mot: Mercato Telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato”, 26/02/2016; dal sito: <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/mot.html>

“Portafoglio di packaging”, dal sito: <https://gimatt.it/portfolio/>

“Quotarsi in Borsa: la nuova segmentazione dei mercati di Borsa Italiana”, Gennaio 2001, dal sito <https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf>

“Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.” Deliberato dall’Assemblea di Borsa Italiana S.p.A. del 29 aprile 2005 e approvato dalla Consob con delibera n. 18765 del 22 gennaio 2014

“Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.”, Titolo 2.2 – condizioni per l’ammissione. Dal sito: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/nuovipdf/reg-bit/regbitexavviso10349.pdf>

Berk, Jonathan; Venanzi, Daniela; DeMarzo, Peter: “Finanza aziendale I”, cap.12, cap. 18. Edit. Pearson, Milano-Torino, 2011

Biscaro, Quirino “*La quotazione di una PMI: costi, benefici ed effetti sulla struttura economico-finanziaria dell’azienda*”, 1999 dal sito [www.academia.edu](http://www.academia.edu)

Capuano, Massimo; Vitale, Marco; Duca, Sergio “*Guida alla quotazione*”, A.I.F.I., Borsa Italiana, PriceWaterHouseCoopers, giugno 2001

Caramiello C., Di Lazzaro F., “*Indici di bilancio. Strumenti per l’analisi della gestione aziendale*”, Giuffrè, Milano, 2003, cap.19

Cavallari, Stefano “*GIMA TT e la mia prospettiva sull’industria del tabacco e le possibilità future*”, 14/03/2019; dal sito: <https://gimatt.it/stefano-cavallari-tobacco-industry/>

Cioli, Valentina “*Modelli di business e creazione di valore nella New Economy*” Edit. Angeli, 2005

Cornelli, Francesca; Goldreich, David: “*Bookbuilding e allocazione strategica*”, 17/12/2002, The Journal of Finance

Costi, Renzo “*Il mercato mobiliare*” cap. 5, cap. 9, Edit. G.Giappichelli, X° edizione, 2016, Torino

Dal Maso, Elena “*Gima TT, in IPO fino al 40% del capitale*”, 04/09/2017; dal sito: <https://www.milanofinanza.it/news/gima-tt-in-ipo-fino-al-40-del-capitale-201709040908244791>

Damodaran, Aswath; E. Costanza, Consolandi: “*Valutazione delle aziende*”. Cap.1, Cap.3 Milano: Apogeo, 2010. Stampa

Draho, Jason “*The IPO Decision: Why and how companies go public*” Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2004

Forestieri, Giancarlo. “*Corporate e investment banking*” Cap.12, pag.227-247 [Terza edizione]. Milano: Egea, 2015. Stampa.

Forestieri, Giancarlo. “*Corporate e investment banking*” Cap.4, Cap.12 [Terza edizione]. Milano: Egea, 2015. Stampa.

Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea “*Regolamento delegato (UE) 2019/980 della commissione del 14 marzo 2019*”

J.Rosenbaum, J.Pearl “Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and M&A”, Cap.3, pag.141. Canada, 2009

Logue, Dennis; Rogalski, Richard; Seward, James; Foster-Johnson, Lynn: “*What Is Special about the Roles of Underwriter Reputation and Market Activities in Initial Public Offerings*”, The Journal of Business, 2002

Massari, Mauro: “*Listing Guides*”, Aprile 2004 dal sito:

[https://www.academia.edu/24626614/Guida\\_alla\\_Valutazione\\_Listing\\_Guides](https://www.academia.edu/24626614/Guida_alla_Valutazione_Listing_Guides)

Organismo Italiano di Contabilità “*Principi Contabili: i bilanci intermedi*” del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e del Consiglio Nazionale dei Ragionieri, aprile 2006

Satriano, Mauro “*Diritti e tutela del socio di minoranza nelle società di capitali*”, Milano, 12/10/2016 dal sito: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoCivile/2016-10-12/diritti-e-tutela-socio-minoranza-societa-capitali--141046.php>

Wolff, Samuel; D. IV Long, Clarence: “Post-Sox Trends in Delistings and Deregistration” , Richmond Journal of Global Law and Business, 2010

## Sitografia

[www.academia.edu](http://www.academia.edu)

[www.assiteca.it](http://www.assiteca.it)

[www.assolombarda.it](http://www.assolombarda.it)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.brocardi.it](http://www.brocardi.it)

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.diritto24.ilsole24ore.com](http://www.diritto24.ilsole24ore.com)

[www.equita.eu](http://www.equita.eu)

[www.fondazioneoic.eu](http://www.fondazioneoic.eu)

[www.gazzettaeuropea.com](http://www.gazzettaeuropea.com)

[www.gazzettaufficiale.it](http://www.gazzettaufficiale.it)

[www.gimatt.it](http://www.gimatt.it)

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

[www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it)

[www.treccani.it](http://www.treccani.it)

## Conclusioni

I risultati positivi ottenuti da GIMA TT S.p.A. in seguito alla quotazione sul mercato sottolineano l'importanza di effettuare un'operazione di IPO come prerogativa fondamentale per la crescita dimensionale di un'azienda. Quando una società possiede un business di qualità, fornendo una linea produttiva che permette di detenere una posizione di leadership sul mercato, la quotazione rappresenta senza dubbio la scelta più adatta per lo sviluppo: inoltre, come nel caso analizzato nell'ultimo capitolo, la possibilità di accedere al segmento STAR dei mercati di Borsa Italiana denota i vantaggi derivanti dall'operare su tale frazione del mercato, rappresentati dalla possibilità di entrare in contatto con i migliori investitori, nazionali ed internazionali.

Un altro aspetto rilevante connesso alla quotazione è rappresentato dall'opportunità di entrare in contatto con istituti che detengono un'elevata esperienza sui mercati come nel caso di GIMA TT, che ha potuto usufruire del sostegno di banche di altissima qualità come Merrill Lynch, Equita SIM, Mediobanca e Unicredit.

Inoltre, accedendo al mercato dei capitali una società è obbligata a soddisfare determinati requisiti qualitativi e quantitativi: in primis si richiede che l'azienda sia orientata alla creazione del valore e consolidi la sua posizione competitiva all'interno del mercato in cui opera, attuando strategie chiare e strutturate che si riversano in una migliore organizzazione manageriale; inoltre una società quotata è obbligata a redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali, che deve essere corredato da prospetti trimestrali e semestrali. Una tale base informativa permette così di rappresentare al meglio le condizioni finanziarie e patrimoniali della stessa. La soddisfazione di tali requisiti si riversa allora in un miglioramento dello status della società, che viene percepita dal mercato come più solida e trasparente: da qui scaturisce il vantaggio di attrarre l'interesse di manager qualificati che vedono la società quotanda come una nuova opportunità da poter sfruttare, apportando così a livello dirigenziale un vantaggio competitivo decisamente rilevante per l'azienda.

La quotazione permette inoltre di espandere la compagine azionaria, creando un mercato per le azioni che vedono aumentare esponenzialmente la loro liquidità e trasferibilità; si crea allora un'opportunità di disinvestimento per gli azionisti che intendono diversificare il loro patrimonio, conservando comunque l'integrità aziendale e producendo creazione di valore. In termini generali, questo si riversa nella possibilità per la società di finanziare la crescita esterna, favorendo uno sviluppo dimensionale rapido ed efficiente, che difficilmente può essere raggiunto se non con un'operazione di IPO.

Inoltre, abbiamo analizzato l'importanza della valutazione ai fini di IPO: tramite un processo complesso ed articolato, che coinvolge una moltitudine di soggetti, si arriva alla stima di un valore che riflette al meglio le potenzialità dell'azienda. Si tratta di un altro dei vantaggi connessi alle operazioni di IPO: spesso infatti aziende di piccole o medie dimensioni utilizzano metodi di valutazione poco specifici o comunque inadatti, che portano ad una stima inesatta della società. Tramite i processi di valutazione attuati dalle società prossime alla quotazione, che si estendono dalla preliminare valutazione durante la fase del pitch fino alla fase del pricing su un arco temporale di circa cinque-sei mesi, si riesce ad ottenere una valutazione decisamente più corretta, che si riflette in un valore numerico rappresentato dalla forchetta di pricing proposta in sede di fissazione del prezzo dell'offerta indicativo dell'effettivo valore della stessa.

In conclusione, l'accesso al mercato dei capitali rappresenta un'opportunità unica per tutte le imprese che presentano tassi di sviluppo elevati e intendono crescere sia a livello dimensionale sia a livello manageriale: la decisione di quotarsi rappresenta il passaggio fondamentale di un'azienda per superare i limiti di crescita ed arrivare a competere ai massimi livelli sui mercati domestici ed internazionali.

# Riassunto

## Capitolo 1. Le offerte pubbliche iniziali (IPO)

L'initial public offering è l'offerta al pubblico di investitori delle azioni di una società, al termine di un processo che culmina nella quotazione in uno o più mercati regolamentati. Tale processo, oltre alla società emittente, coinvolge diversi soggetti: gli investitori, gli azionisti della società, gli advisor, le banche del sindacato di collocamento, la società di gestione del mercato a cui è diretta la quotazione e l'autorità di controllo che è incaricata di supervisionare sull'offerta ed autorizzarla.

La società quotanda deve essere in possesso di requisiti sia formali che sostanziali; i primi si riferiscono ad un buon posizionamento competitivo sul mercato, che deve essere sostenuto da una solida struttura finanziaria e da una buona organizzazione manageriale. I requisiti sostanziali riguardano invece tematiche inerenti alla certificazione di bilancio, ai principi contabili utilizzati nella redazione dello stesso, quota del flottante, trasferibilità delle azioni. Al termine dell'operazione di IPO, che si estende su un arco temporale che varia mediamente dai sei ai dodici mesi, viene stabilito un prezzo di collocamento che riflette l'effettivo valore della società. Nei giorni successivi al collocamento possono presentarsi due scenari: underpricing, ovvero il titolo è sottostimato, overpricing, il titolo è sovrastimato.

Si distingue tra due tipologie differenti di IPO: l'offerta pubblica di sottoscrizione (OPS), ovvero lo strumento attraverso il quale la società offre agli investitori azioni di nuova emissione; l'offerta pubblica di vendita (OPV), vengono offerte agli investitori azioni già emesse. Più raramente vengono effettuate operazioni di offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS), che combina l'offerta di azioni di nuova emissione ed azioni già emesse.

Le motivazioni che spingono una società a quotarsi variano in base all'azienda ed al mercato di riferimento, ma è comunque possibile identificare delle ragioni comuni in linea generale per tutte le società:

- la gestione della struttura finanziaria della società: l'accesso al mercato del capitale di rischio permette alle società di accedere ad una forma di provvista differente e meno onerosa rispetto al ricorso all'indebitamento, dando la possibilità di finanziare progetti di investimento caratterizzati da tassi di sviluppo e rischiosità elevati;
- il miglioramento dello status della società: una società quotata sul mercato beneficia di vantaggi di immagine e reputazione che la distinguono rispetto ad una società privata, in quanto è sottoposta a certificazione del bilancio dalle società appositamente preposte e da

controlli svolti dalle società di gestione del mercato. Questo si riversa su una maggiore trasparenza della società, che permette di ottenere l'attenzione e l'interazione con i migliori investitori nazionali ed internazionali;

- la creazione di un mercato per le azioni: la quotazione permette alle azioni di accrescere la loro liquidità e trasferibilità, dando un'opportunità di disinvestimento agli azionisti che intendono diversificare il loro patrimonio;

- miglioramento delle risorse ed attività manageriali: lo status superiore di cui beneficia una società quotata e la visibilità di cui gode le permettono di attirare l'attenzione di manager sempre più qualificati che spesso, anche in base ai piani di incentivo basati sui contratti di stock options, apportano alla società un importante vantaggio competitivo che parte dal miglioramento della compagine dirigenziale.

Chiaramente alla quotazione sono connessi costi e limiti che possono compromettere il successo dell'IPO, che vanno valutati e monitorati con attenzione durante l'intero processo.

Si tratta di:

- aumento della formalizzazione del processo decisionale: l'accesso ai mercati di Borsa richiede l'utilizzo di una determinata forma societaria, alla quale è connessa una serie di adempimenti inerenti alla tutela dei soci di minoranza, al presidio delle situazioni di conflitto d'interesse e alla difesa dell'integrità del mercato;

- maggiori costi di compliance: al fine di evitare il mancato rispetto di leggi, normative o regolamenti che possano portare a sanzioni di varia natura. Una società che intende quotarsi è tenuta a predisporre un apposito ramo aziendale, spesso piuttosto oneroso, dedicato alla gestione di tale rischio (rischio di compliance);

- crescente pressione legata alla performance di breve periodo: poiché le quotate sono tenute a dare comunicazione di bilanci trimestrali e semestrali, il management spesso si trova nella difficoltà di dover orientare le proprie scelte a favore di risultati economici nel breve periodo, così da denotare la qualità dell'azienda agli occhi del mercato, penalizzando però i progetti di investimento riferiti al medio-lungo periodo;

- rischio di scalate: sui mercati che vedono prevalere la prassi della public company, le società sono esposte al rischio di scalate, ossia il rischio che un soggetto economico (in genere un'impresa industriale o una società finanziaria) ottenga il controllo di una società quotata acquistandone sul mercato una quota di azioni sufficiente a detenerne il controllo, con finalità speculative che potrebbero ledere la continuità dell'attività aziendale.

Un'operazione di IPO è complessa ed articolata, e per essere portata a termine necessita della collaborazione di differenti soggetti:

- la società emittente che, dopo aver verificato il soddisfacimento dei requisiti esposti in precedenza, colloca i suoi titoli sul mercato;
- i soggetti che compongono la domanda, che possono distinguersi tra investitori istituzionali ed individuali (retail). I primi sono soggetti altamente qualificati che si occupano di gestire in monte il risparmio raccolto tra gli investitori; i secondi invece negoziano per conto proprio senza avvalersi dell'intermediazione di soggetti terzi;
- la società di gestione del mercato e l'autorità di controllo del prospetto informativo: la prima è raffigurata dal soggetto che si occupa di predisporre le strutture del mercato, fornirne i servizi al fine di garantire il regolare svolgimento delle negoziazioni. L'autorità di controllo invece, che sui mercati di Borsa Italiana è identificata nella CONSOB, è incaricata di vigilare sulla completezza delle informazioni contenute nel prospetto, che devono anche soddisfare requisiti di comprensibilità e coerenza;
- il global coordinator: è una delle figure più importanti che si pone da garante del buon esito dell'IPO; è il soggetto (generalmente una banca di investimento) che si occupa della gestione dei rapporti tra la società emittente ed i suoi interlocutori, tra i quali figurano la società di gestione del mercato e l'autorità di vigilanza. Si occupa in linea generale di monitorare l'intera operazione e di risolvere eventuali criticità che si potrebbero presentare durante il processo di quotazione.

Il processo di IPO si articola su cinque fasi fondamentali:

1. La fase preparatoria della società, durante la quale si effettua un'indagine approfondita per valutare la fattibilità del piano industriale e la convenienza strategica dell'operazione;
2. La fase preparatoria dell'IPO, durante la quale, in seguito all'attività di due diligence vengono preparati i dati finanziari necessari alla redazione del prospetto informativo;
3. La fase esecutiva, durante la quale entrano in gioco il global coordinator e gli advisor che redigono l'equity story, ossia un riassunto della strategia industriale che sia in grado di mostrare ai potenziali investitori la strategia aziendale che verrà messa in atto;
4. Il pricing, ovvero il momento in cui viene deciso l'intervallo di prezzo preliminare dell'offerta, che verrà poi perfezionato in sede di apertura delle negoziazioni;
5. L'after-market, che riguarda i 30-40 giorni successivi alla quotazione, durante il quale si cerca di stabilizzare l'andamento del prezzo delle azioni tramite differenti strategie, tra le quali spesso si utilizzano strumenti quali l'opzione greenshoe e le clausole di lock-up.

Il sindacato di collocamento è un organo che svolge il servizio di "collocamento" come definito dall'art.1 5° comma del T.U.F. È composto da un consorzio di banche, presiedute dal global coordinator, organizzate secondo una struttura piramidale; al suo interno si

distingue tra managing group (che ha la responsabilità di gestione del sindacato), non-managing underwriter (svolgono l'attività di collocamento), selling group (operano come collocatori senza svolgere attività di garanzia). Le attività svolte dal sindacato sono l'originating, l'underwriting e il placement, che riguardano le attività necessarie a dare sostanza all'operazione, assistenza all'emissione dei titoli e il collocamento in senso stretto. Il pricing è la parte più delicata del processo di IPO ed ha inizio con le valutazioni preliminari effettuate nella fase preparatoria dalle banche, che intendono assumere il mandato di global coordinator. Una volta selezionata la banca, il primo passo vero e proprio del pricing è il bookbuilding, durante il quale il global coordinator raccoglie le manifestazioni di interesse degli investitori e le ordina per quantità e prezzo. Una volta che il titolo viene lanciato sul mercato, ha inizio la fase di aftermarket durante la quale il global coordinator si occupa della gestione di eventuali situazioni di overpricing o underpricing e si impegna a stabilizzare il più possibile il prezzo.

## Capitolo 2. La valutazione aziendale in sede di IPO

La valutazione aziendale è il processo atto alla stima del valore effettivo di un'azienda tramite l'utilizzo di uno o più metodi scientifici. Una buona valutazione dovrebbe essere effettuata in maniera non meccanica e trova le sue fondamenta in una base informativa adeguata: uno dei primi e più importanti passi è proprio quello della decisione delle informazioni da utilizzare sulle quali fondare la valutazione.

Gli analisti daranno quindi un'iniziale stima del valore aziendale quando ancora non sono reperibili tutti i dati di quest'ultima (fase del pitch), al fine di definire una fascia di prezzo a cui l'azione verrà venduta. Proseguendo con il processo di IPO, la valutazione si arricchisce con l'apporto di informazioni derivanti dagli investitori durante il pre-marketing, informazioni ottenibili dall'andamento dei mercati di Borsa, e quelle che si ottengono dalle dimensioni dell'offerta e dalla potenziale liquidità del titolo. Dalla gestione ed analisi di tale base informativa si giunge alla definizione di un IPO discount, ovvero un tasso di sconto che ha la funzione di massimizzare il livello della domanda e soddisfare gli investitori, aumentando la possibilità di ottenere un buon rendimento di mercato dall'investimento.

La valutazione in sede di IPO differisce da società a società, ma possono rinvenirsi le seguenti fasi comuni a qualsiasi processo valutativo:

1. Pitch: è il momento in cui la società emittente, coadiuvata dall'advisor, seleziona gli intermediari che la seguiranno durante l'operazione;

2. Due diligence: l'advisor e il global coordinator iniziano a definire l'equity story, che ricordiamo essere il prospetto presentato ai potenziali investitori che rappresenta le intenzioni strategiche e di investimento della società. In base al sentimento degli investitori che esprimono le loro intenzioni, il global coordinator è in grado di ideare una prima valutazione e presentare una valutazione pre-money alla società;

3. Pre-marketing: la banca collocatrice svolge un'indagine presso gli investitori istituzionali per valutare l'appetibilità dell'equity story proposta al fine di ottenere un primo vero feedback del mercato sul valore dell'emittente. Viene quindi pubblicata una presentazione dell'emittente agli analisti finanziari del consorzio di collocamento (analyst presentation), con la finalità di porre questi ultimi nelle condizioni di pubblicare un prospetto che contenga informazioni sulla società.

4. Marketing: l'ultima fase del processo è rappresentata dall'attività di marketing vera e propria, che si concretizza in una campagna promozionale che fornisce indicazioni fondamentali ai fini della determinazione del prezzo finale. Durante tale fase il management team della società svolge dei meeting con gruppi di investitori che sono interessati alla società, e ne raccoglie le effettive intenzioni di investimento; queste vengono poi raggruppate e ordinate nel book istituzionale e si lancia il prezzo di offerta che riflette al meglio il vero sentimento del mercato.

Analizziamo quattro differenti tipologie di metodi di valutazione: le prime due sono quelle più tradizionali ed utilizzate nella pratica, il metodo dei flussi di cassa scontati (DCF) e il metodo dei multipli, le altre due sono approcci più innovativi quali il metodo del valore attuale modificato (VAM) e il venture capital method.

Il metodo DCF fornisce una stima per il valore di un'impresa attualizzando i flussi di cassa attesi ad un determinato tasso che ne rappresenti al meglio il livello di rischio, secondo la seguente formula:

$$\text{Valore dell'attività} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n} \quad [1]$$

È evidente come il valore della società dipenda quindi dalle tre variabili presenti nella formula: i flussi di cassa attesi ( $E(CF)_t$ ), il tasso di attualizzazione ( $r$ ) e il periodo di attività di riferimento della stima.

La stima dei flussi di cassa attesi è una materia complessa ed articolata, che rappresenta l'aspetto chiave di tale metodo di valutazione. Innanzi tutto, bisogna distinguere i flussi di cassa in base alla destinazione: flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE) e flussi di cassa disponibili per gli azionisti ed i creditori (FCFF). Definita quindi la base informativa

sulla quale si fonda la stima in base alla destinazione dei flussi di cassa, questi vengono stimati nel modo seguente:

<b>Ricavi</b>
- Costo del venduto
<b>Margine lordo</b>
- Spese generali e amministrative
<b>EBITDA</b>
- Ammortamenti e accantonamenti
<b>EBIT</b>
- Interessi netti
<b>Utile disponibile</b>
- Imposte
<b>Utile netto (NI)</b>
+ Ammortamenti ed accantonamenti
+/-ΔCCN Variazioni capitale circolante
+/-ΔCAPEX Variazioni capitale fisso
<b>= Free Cash Flow (FCF)</b>

Il FCF ottenuto secondo tale approccio fornisce la misura delle risorse complessive generate dall'azienda.

La seconda variabile da tenere in considerazione nella stima dei flussi di cassa è il tasso di attualizzazione da utilizzare per scontare questi ultimi. Generalmente il tasso più adatto è il costo medio ponderato del capitale (WACC), che tiene conto delle aspettative di rendimento degli investitori, sia azionisti sia creditori. Viene calcolato come segue:

$$r_{wacc} = [K_e * E + K_d * (1 - \tau) * D] / [D + E].$$

Il terzo fattore che influenza il valore delle attività è invece l'orizzonte temporale di riferimento, che deve quindi essere scelto tenendo in considerazione il mercato nel quale opera l'impresa, cercando di stimarne al meglio la volatilità presente.

Un approccio di valutazione aziendale simile al DCF è il metodo del valore attuale modificato (VAM). È basato su tre fasi principali:

- la stima del valore dell'impresa in assenza di indebitamento, simile alla stima dei flussi di cassa attesi come si effettua con il DCF, ma con l'unica differenza che il tasso di attualizzazione è il costo del capitale unlevered, ovvero in assenza di indebitamento;
- la valutazione dello scudo fiscale degli interessi, i benefici ottenuti da un'azienda come minori imposte derivanti dal ricorso all'indebitamento;
- la stima dei costi di dissesto; sono oneri derivanti dalla maggiore probabilità di default per un'azienda in seguito al ricorso all'indebitamento.

Sommando il valore dell'impresa unlevered al valore dello scudo fiscale degli interessi e sottraendo i costi di dissesto, si arriva alla stima del valore effettivo dell'azienda.

L'altro approccio tradizionale analizzato è il cosiddetto metodo dei multipli (o valutazione relativa). È una tecnica valutativa basata sul confronto tra un benchmark di riferimento (le aziende operanti nello stesso settore) per arrivare alla stima del valore di un'azienda. Gli step principali del modello sono i seguenti: scelta delle società comparabili, selezione delle fonti informative, selezione dei multipli, benchmarking delle società comparabili, valutazione.

I multipli più utilizzati nella pratica sono: EV/Sales, EV/EBIT, EV/EBITDA, EPS, P/E Ratio, P/BV Ratio, P/Sales,  $V_0/FCFF$ .

Un approccio più innovativo è invece quello dedicato alle società operanti nel venture capital (VCM), ovvero aziende giovani caratterizzate da elevati tassi di crescita nel breve periodo e flussi di cassa volatili, sulle quali l'applicazione dei metodi tradizionali risulterebbe fuorviante e poco significativa. Il concetto di base del VCM è di stimare i flussi di cassa ad una predeterminata data futura, che corrisponde al momento in cui il Venture Capitalist deciderà di effettuare il disinvestimento, attualizzarli ad un tasso che rifletta il rischio sostenuto da quest'ultimo, e calcolare la partecipazione attesa di ingresso nel capitale del Venture Capitalist.

### Capitolo 3. I mercati regolamentati di Borsa Italiana

Con la legge del 2 gennaio 1991, n.1 che approvò la riforma dei mercati mobiliari, ha inizio il processo di privatizzazione delle borse valori in precedenza gestite da vari organi locali; tale normativa portò all'istituzione del Consiglio di Borsa al quale viene definitivamente conferito il controllo su tutte le attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati in precedenza appartenente all'autorità pubblica. In seguito a tali decisioni, il 7 febbraio 1997 nasce la società privata Borsa Italiana S.p.A. con sede a Milano, sotto la quale vengono raggruppate tutte le borse valori locali presenti sul territorio nazionale e alla quale viene conferita l'organizzazione e la gestione dei relativi mercati regolamentati.

A partire dal 2007, anno particolarmente positivo per i mercati di Borsa Italiana, i Consigli di Amministrazione di Borsa Italiana S.p.A. e London Stock Exchange Group plc annunciano di aver concluso un accordo sui termini di un'offerta da parte di LSE Group nei confronti degli azionisti di Borsa Italiana. La "fusione" tra Borsa Italiana e London Stock Exchange da così vita al più grande gruppo borsistico europeo e pone le basi per un futuro di crescita su scala europea ed internazionale.

Ad oggi, è allora facile intuire come Borsa Italiana sia una delle borse internazionali più prestigiose, in grado di offrire opportunità ad una moltitudine di soggetti (società emittenti, intermediari ed investitori istituzionali). Trattandosi di un mercato evoluto ed efficiente, è strutturato in differenti comparti sui quali vengono negoziati differenti strumenti finanziari. Il “sistema mercati” di Borsa Italiana è in continua evoluzione per poter rispondere costantemente alle esigenze sia delle società emittenti, sia degli operatori ed investitori. È possibile effettuare una prima segmentazione riferita ai soggetti operanti:

- Borsa: è il mercato dedicato ad aziende operanti in settori consolidati e ad elevata capitalizzazione;
- segmento Blue Chips: per aziende con capitalizzazione non superiore a € 800 milioni;
- segmento STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti): per aziende di media e bassa capitalizzazione che detengono elevati requisiti di liquidità e trasparenza informativa;
- segmento ordinario (standard) di Borsa: dedicato a tutte le altre aziende.
- Nuovo Mercato: è il mercato per le aziende con elevato potenziale di crescita;
- Mercato Ristretto: è il mercato per le aziende operanti in settori tradizionali.

Si distingue inoltre in base agli strumenti finanziari ammissibili alle negoziazioni, e Borsa Italiana S.p.A. gestisce quattro mercati regolamentati: Borsa, IDEM, AIM Italia, Mercato ristretto. Il più importante è chiaramente il mercato ufficiale di Borsa, che si articola in cinque comparti differenti:

1. il Mercato Telematico Azionario: Il Mercato Telematico Azionario (MTA) è la piattaforma sulla quale sono negoziate azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione warrant, ed al suo interno, come detto in precedenza, si distingue tra il segmento STAR, il segmento Blue Chips, il segmento standard. Lo STAR è rivolto alle PMI che operano già con successo sui mercati di riferimento, e soddisfano determinati requisiti in termini di flottante, informativa societaria e corporate governance. L'opportunità di accedere allo STAR crea la possibilità di poter interagire direttamente con gli investitori istituzionali. Il segmento Blue Chips è invece riservato alle aziende a maggior capitalizzazione, che deve essere non inferiore ad 1 miliardo di euro. Si tratta di imprese che presentano prezzi decisamente stabili, in ragione della loro solida struttura economico-finanziaria e di un buon andamento degli utili. L'ultimo segmento dell'MTA, lo standard, comprende per esclusione tutte le imprese che non rientrano nel Blue Chips e nello STAR;
2. Il SEDEX: è il Mercato telematico dei Securities Derivates; si tratta di un particolare comparto dei mercati ufficiali di Borsa che si caratterizza per gli strumenti che vengono negoziati al suo interno: i covered warrant (strumenti che conferiscono la facoltà di

acquistare/vendere un determinato ammontare dell'attività sottostante ad un determinato prezzo) e i certificates (pool di opzioni europee);

3. il MOT: Il Mercato Telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (MOT) viene istituito nel 1994 per venire incontro alle esigenze degli investitori retail agevolandone l'accesso al mercato obbligazionario. Sul MOT vengono negoziati Titoli di Stato italiani ed esteri, con strumenti finanziari quali obbligazioni diverse da quelle convertibili, ABS, euro-obbligazioni;

4. ETFplus è il mercato di Borsa Italiana sul quale vengono negoziati in tempo reale Exchange Traded Commodities (ETC, ossia strumenti finanziari emessi a fronte di un investimento diretto da parte di un emittente in materie prime), quote di Exchange Traded Funds (ETF, ossia fondi di investimento o SICAV che hanno come unico obiettivo la replicazione di un benchmark di riferimento), Exchange Traded Notes (ETN, strumenti finanziari emessi a fronte dell'investimento diretto dell'emittente nell'attività sottostante, o in contratti derivati dello stesso);

5. Il Mercato telematico degli Investment Vehicles (MIV) è il mercato sul quale sono negoziate azioni di Investment Companies e di Real Estate Companies. È un mercato specificamente dedicato ai soggetti che utilizzano strategie di investimento diverse tra loro, come: attività di Private Equity, Public e Private Debt, Venture Capital, Real Estate, strategie multiple.

- Il secondo mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana S.p.A., l'IDEM, o mercato degli strumenti derivati, è il segmento sul quale vengono negoziati contratti futures e contratti di opzione aventi come attività sottostante strumenti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici. È uno dei maggiori mercati per la compravendita degli strumenti derivati a livello europeo, sul quale vengono scambiati circa 200.000 contratti ogni giorno, per un nozionale complessivo di 3.7 miliardi di euro. Tale mercato registrò un tasso di sviluppo nel periodo 2005-2011, che si aggirava intorno al 10%; grazie a tale forte crescita, il mercato beneficiò così di una sempre maggior partecipazione ed influenza sia degli investitori istituzionali che dei clienti retail. Operano sull'IDEM più di 80 intermediari nazionali ed esteri, di cui questi ultimi contribuiscono per una percentuale del volume complessivo superiore al 50%.

- Il terzo mercato regolamentato italiano gestito ed organizzato da Borsa Italiana S.p.A. è AIM (Alternative Investment Market) Italia, fondato nel marzo del 2012. Si tratta di un mercato dedicato a piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita, che sono quotate sull'indice FTSE AIM Italia. Gli strumenti ammissibili alle negoziazioni sono

solamente azioni ordinarie: tuttavia, bisogna escludere quelle soggette alla sollecitazione all'investimento, allo scambio su altri sistemi organizzati, come ad esempio i sistemi multilaterali di negoziazione, o quelle negoziate su altri mercati regolamentati.

- L'ultimo mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana è il Mercato ristretto. Venne fondato per le imprese operanti nei settori tradizionali, che però non detengono i requisiti necessari per esse ammessi alla quotazione sugli altri mercati sopra esposti. Generalmente le imprese che rientrano in tale mercato non soddisfano i requisiti minimi di capitalizzazione e di liquidità richiesti per l'accesso ai mercati di Borsa.

Borsa Italiana S.p.A. svolge un ruolo piuttosto rilevante nella gestione delle operazioni di IPO sui mercati da essa gestiti. Durante i circa 60 giorni sui quali si estende la procedura formale di ammissione alla quotazione, la società di gestione del mercato mette a disposizione delle emittenti alcune strutture che svolgono fondamentali compiti.

- il marketing team, che si occupa della promozione dei mercati, del supporto informativo ad emittenti, intermediari ed investitori, e della pre-verifica dei requisiti di quotazione;
- le strutture legali, che svolgono attività di due diligence, supporto alla stesura del documento di ammissione, informazione agli amministratori delle loro responsabilità;
- altre strutture che si occupano dell'informativa societaria e della vigilanza sui mercati.

In linea generale, le fasi dell'IPO ed il ruolo di Borsa Italiana nella gestione della stessa sono sintetizzate nella figura seguente:



La disciplina che regola l'accesso ai mercati regolamentati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. ha subito varie modifiche negli anni, trovando oggi l'intera regolamentazione nel "Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A.", deliberato per la prima volta dall'assemblea ordinaria di quest'ultima in data 11 dicembre 1997 e approvato dalla Consob con delibera 12 dicembre 1997. Il testo è stato successivamente modificato negli anni e la versione più aggiornata risulta essere quella deliberata dal Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana del 21 marzo 2018, e approvato dalla Consob con delibera n. 20445 del 17 maggio 2018.

Il regolamento si articola in 7 parti, che sono suddivise nelle seguenti materie: disposizioni generali, ammissione alla quotazione e alle negoziazioni, partecipazione degli operatori ai mercati, strumenti ammessi e modalità di negoziazione dei mercati MTA, MIV, MOT ed

ETFplus, strumenti ammessi e modalità di negoziazione del mercato degli strumenti derivati IDEM, vigilanza sui mercati, disposizioni finali.

#### Capitolo 4. L'IPO di GIMA TT S.p.A. sul segmento STAR dell'MTA

L'azienda GIMA TT nasce come una start-up agli inizi del 2009 dall'idea dell'attuale amministratore delegato Stefano Cavallari che, in team con altri membri, decide di ideare un nuovo concetto di macchina per l'industria del tabacco. Nello stesso anno, il mercato del packaging del tabacco si stava sviluppando nella creazione di nuovi pacchetti che non richiedevano grandi volumi di produzione ma allo stesso tempo necessitavano di poter essere lanciati velocemente e senza essere sostenuti da importanti investimenti di capitale. Da tale situazione di mercato nasce l'idea in seguito sviluppata come divisione di GIMA, di creare macchine più flessibili in grado di effettuare rapidi cambiamenti, basata su un investimento ritenuto comunque contenuto ed appropriato. Dato il suo forte orientamento all'innovazione e la qualità dei suoi progetti di crescita, GIMA TT diventa immediatamente uno dei fornitori privilegiati dalle multinazionali operanti sul mercato del tabacco; vengono inoltre lanciati progetti innovativi di sigarette non convenzionali e l'azienda diventa fornitrice e leader di prodotti di nuova generazione. Tali importanti risultati culminano, a soli 8 anni dalla nascita della società, nella decisione di quotarsi alla Borsa di Milano, sul segmento STAR, nel settembre del 2017.

Il portfolio di GIMA TT, sviluppatosi ed articolatosi negli anni, consta di 5 linee differenti per il confezionamento e 3 per l'assemblaggio e il riempimento. Si tratta di macchinari ad elevatissima tecnologia e flessibilità che sono in grado di rispondere alle esigenze del mercato del tabacco, in costante e continua evoluzione.

Le linee per il confezionamento sono:



Flex-A



Flex-B



Flex-ST



Flex-WF



Flex-CO

Mentre le line per l'imballaggio sono:



EC-FLEX LINEAR



EC-FLEX ROTARY.



EC-PILOT

Dal punto di vista finanziario, la situazione di bilancio del triennio pre-quotazione (2014-2016) di Gima TT era la seguente:

Voci di bilancio (dati in milioni di€)	2014	var %	2015	var %	2016
totale ricavi	37,28	86,37	69,47	44,69	100,51
margine operativo lordo	12,31	89,56	23,34	74,26	40,68
<b>EBITDA margin</b>	<b>33,04</b>	-	<b>33,6</b>	-	<b>40,47</b>
Risultato operativo	11,6	94,61	22,58	76,12	39,76
<b>EBIT margin</b>	<b>31,12</b>	-	<b>32,5</b>	-	<b>39,56</b>
Risultato ante imposte	11,73	94,31	22,79	74,43	39,75
<b>EBT margin</b>	<b>31,46</b>	-	<b>32,8</b>	-	<b>39,54</b>
Reddito netto	7,97	95,74	15,59	74,67	27,23
E-Margin	21,37	-	22,44	-	27,09
Posizione finanziaria netta (Cassa)	-39,28	7,21	-42,12	7,44	-45,25
<b>Patrimonio netto</b>	<b>14,77</b>	<b>37,9</b>	<b>20,37</b>	<b>34,98</b>	<b>27,5</b>
Capitale investito	-24,39	-11,34	-21,62	-18,49	-17,62
ROE	53,92	-	76,54	-	99,05

Nel triennio la società vede crescere il fatturato del 169,7%, con un conseguente aumento del MOL del 230,3%; tali risultati sono indicativi della capacità della società di generare ricchezza a prescindere dalla gestione finanziaria, enfatizzando l'esperienza maturata nel lungo periodo dalla società, l'impegno e la perseveranza mostrata dal management team durante gli anni che porta a sfruttare il solido know-how acquisito.

Date le prospettive di crescita sul lungo periodo, l'azienda decide così di iniziare il processo di IPO che la porterà ad essere ammessa alle negoziazioni sul segmento STAR del MTA in data 14/09/2017, con conseguente inizio delle negoziazioni il 02/10/2017.

Il prospetto di bilancio relativo al biennio post-quotazione 2017-2018 è il seguente:

<b>Voci di bilancio (dati in milioni di €)</b>	<b>2017</b>	<b>var %</b>	<b>2018</b>
totale ricavi	154,22	20,9	186,45
marginе operativo lordo	62,18	16,88	72,67
<b>EBITDA margin</b>	<b>40,32</b>	<b>-</b>	<b>38,98</b>
Risultato operativo	61,23	17,79	72,13
<b>EBIT margin</b>	<b>39,7</b>	<b>17,79</b>	<b>38,68</b>
Risultato ante imposte	61,12	17,79	71,88
<b>EBT margin</b>	<b>39,63</b>	<b>17,79</b>	<b>38,55</b>
Reddito netto	44,12	17,79	51,84
E-Margin	28,61	-	27,8
Posizione finanziaria netta (Cassa)	-45,79	-61,37	-17,69
<b>Patrimonio netto</b>	<b>44,61</b>	<b>26,62</b>	<b>56,48</b>
Capitale investito	-1,05	-3806,86	38,92
ROE	98,9	-	91,78

Anche in questo periodo i dati finanziari di GIMA TT si rivelano più che positivi, con un aumento dei ricavi totali del 153%; il margine operativo lordo rimane crescente, anche se con un andamento leggermente ridotto rispetto al triennio pre-quotazione, ma registrando comunque una crescita pari al 155%, passando dai 40,68 milioni del 2016 ai 72,67 di fine 2018; il ROE mantiene sempre un livello decisamente elevato, anche se in leggera decrescita, ma comunque del 91,78.

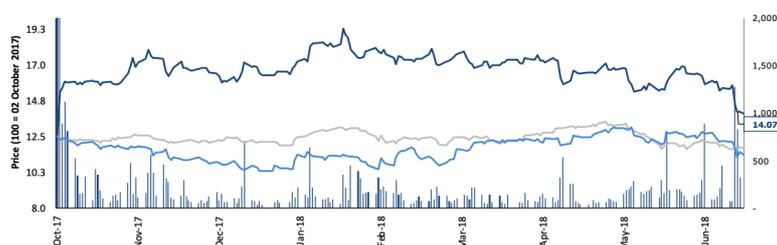
In sintesi, i dati di bilancio del quinquennio che si pone a cavallo dell'ingresso in Borsa di GIMA TT non fanno altro che confermare la qualità dell'azienda, la cui crescita esponenziale rappresenta la naturale conseguenza per una società che ha costruito negli anni la sua posizione di leadership nel mercato, investendo nella realizzazione di prodotti di altissima qualità, e dotati di tecnologia all'avanguardia che le hanno permesso di conquistare il mercato.

Come accennato in precedenza, il 14/09/2017 Borsa Italiana S.p.A. ufficializza l'ammissione di GIMA TT S.p.A. alle negoziazioni sul mercato telematico azionario (segmento STAR); l'offerta sarà destinata esclusivamente agli investitori istituzionali.

Agiscono in qualità di joint global coordinators e joint bookrunners Bofa Merrill Lynch, Equita Sim, Mediobanca e Unicredit Corporate&Investment Banking; in particolare, Equita SIM svolge anche il ruolo di Sponsor dell'operazione. Gli azionisti principali sono rappresentati dal gruppo IMA che detiene il 70% delle partecipazioni, e Maestrale Investimenti S.p.A. con una quota pari all'8%. Il ruolo di legal advisor viene invece svolto

dalle società White&case e Clifford Change; la funzione di audit è ricoperta dalla multinazionale Ernest&Young. In termini numerici, l'operazione prevede una sottoscrizione di 30.800.000 azioni, corrispondenti al 35% del capitale della società. Al fine di stabilizzare le quotazioni del titolo, le banche del Joint Global Coordinators decidono di esercitare l'opzione di greenshoe, al prezzo dell'offerta, per un ammontare massimo di altre 3.080.000 azioni, pari al 10% dell'offerta totale, così da raggiungere un flottante del 38.5%. La società e gli azionisti individuano un intervallo di valorizzazione rappresentativo del capitale economico della società compreso tra circa 845 milioni di euro e circa 1,1 miliardi di euro, che in termini di azione porta alla definizione di una forchetta di prezzo pari a 9,6-12,5 euro per azione. Alla fine, il prezzo di collocamento viene fissato esattamente pari al limite massimo della forchetta, ovvero 12,5: tale prezzo fornisce dei valori dei multipli P/E pari a 40.4, e dell'EV/EBITDA pari a 25.9. Considerando imprese comparabili, come Biesse, Interpump e Prima Industrie che presentano multipli medi pari a 35.3 e 15.4, il titolo valutato in base al metodo dei multipli sembra fin da subito quotare a premio. È quello che conferma il mercato: l'IPO di GIMA si rivela come un grande successo, registrando un prezzo di apertura pari a 14,25 euro, superiore del 14% rispetto al prezzo di offerta stabilito pari a 12,5 euro. Gli scambi iniziano a correre fin dalle prime ore di negoziazione registrando nell'immediato un balzo pari al 22%. Complessivamente nella prima giornata di quotazione vengono scambiate 11.731.599 azioni, con un prezzo di chiusura di 15,30 euro, superiore del 22,4% rispetto all'offerta iniziale; il tutto si riflette in una capitalizzazione di mercato superiore a 1,1 miliardi di euro.

Ad un anno dalla quotazione il titolo presenta il grafico seguente:



Confermando il sentimento positivo del mercato; si registra un picco massimo di prezzo pari a 18,21 euro per azione nel Febbraio del 2018.

Fondamentale per il successo dell'IPO è stato il ruolo di Equita SIM che, ponendosi a capo del team di Joint Global Coordinators, ha facilitato e agevolato in maniera sostanziale l'intero processo di quotazione di Gima TT. In particolare, Equita si è rivelata di fondamentale importanza per quattro aspetti:

- La rapidità di esecuzione: il processo è stato completato solamente in cinque mesi. Considerando che in media, la durata di un'operazione di IPO può variare dai 6 ai 12 mesi, il sostegno di Equita ha garantito e agevolato la rapidità del processo;
- L'interazione con la domanda: grazie alla sua esperienza e alle conoscenze sul mercato mobiliare italiano ed internazionale, Equita riesce a garantire una domanda di qualità in termini di destinatari dell'offerta; il risultato viene immediatamente confermato dai dati dell'operazione. La sottoscrizione di azioni viene infatti sottoscritta in eccesso di addirittura 9 volte rispetto all'offerta iniziale, ed il trading book viene coperto interamente già dal primo giorno di negoziazioni;
- La capacità di pricing: il supporto di Equita si evince inoltre dall'efficienza del processo di pricing realizzato; il prezzo di collocamento viene fissato infatti a 12,5€, pari esattamente al limite massimo della forchetta di prezzo stabilita durante la fase di bookbuilding. La valutazione risulta perfettamente in linea rispetto alla stima iniziale effettuata durante la fase del pitch;
- Il processo di coordinamento: infine Equita, sfruttando le interazioni strutturate negli anni con Borsa Italiana e Consob sulla base delle precedenti operazioni di IPO seguite, agevola l'adempimento delle prassi burocratiche e regolamentari al fine di un efficiente svolgimento dell'ammissione alle negoziazioni. La investment bank si occupa inoltre di coordinare le banche facenti parte del Joint Global Coordinators group, gestendone le relazioni e occupandosi di assicurare il buon esito dell'IPO.