

Dipartimento di  
**Impresa e Management**

Cattedra di  
**Finanza Aziendale**

*HONG KONG IPO & E-COMMERCE CINESE:  
IL CASO ALIBABA GROUP.*

**Prof. Pierluigi Murro**

---

RELATORE

**Alfieri Adriano**  
**MATR: 218341**

---

CANDIDATO

Anno Accademico **2019/2020**

# INDICE

<b>0. Introduzione</b> .....	4
<b>1. IPO: prima offerta pubblica</b> .....	6
1.1 <i>Struttura ed organizzazione di una IPO</i> .....	6
1.2 <i>Soggetti coinvolti in un'IPO</i> .....	7
1.3 <i>Costi legati a un'offerta pubblica di titoli</i> .....	9
1.4 <i>Opzioni e clausole dell'offerta</i> .....	11
<b>2. Processo di valutazione aziendale ai fini della quotazione</b> .....	13
2.1 <i>Principali metodi di valutazione aziendale</i> .....	13
2.1.1 <i>Obiettivo della valutazione</i> .....	13
2.1.2 <i>Metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa</i> .....	14
2.1.3 <i>Metodo dei multipli di mercato</i> .....	15
2.1.4 <i>EVA- Economic Value Added</i> .....	16
2.2 <i>Fasi del processo di valutazione per un'IPO</i> .....	18
2.2.1 <i>Pitch</i> .....	19
2.2.2 <i>Due diligence</i> .....	19
2.2.3 <i>Pre-marketing</i> .....	19
2.2.4 <i>Pricing</i> .....	20
2.3 <i>I soggetti coinvolti</i> .....	20
<b>3. Hong Kong public offering</b> .....	21
3.1 <i>Requisiti generali per la quotazione sul SEHK</i> .....	21
3.1.1 <i>Condizioni necessarie per una IPO sul Main Board</i> .....	21
3.1.2 <i>Strutture azionarie per la quotazione sul SEHK</i> .....	23
3.1.3 <i>Recenti sviluppi delle quotazioni H-share</i> .....	25
3.1.4 <i>Requisiti per la quotazione al GEM</i> .....	27
3.2 <i>Quotazione sul SEHK: soggetti coinvolti</i> .....	27
3.2.1 <i>Sponsors e compliance advisers</i> .....	27
3.2.2 <i>Underwriters</i> .....	28
3.2.3 <i>Solicitors</i> .....	28
3.2.4 <i>Accountants</i> .....	29

3.3	<i>Richiesta e processo di verifica della quotazione</i> .....	29
3.3.1	<i>Ruoli e doveri del SEHK e della SFC</i> .....	29
3.3.2	<i>Processo di verifica dell'IPO</i> .....	30
<b>4.</b>	<b><i>Hong Kong public offering: il caso Alibaba Group</i></b> .....	<b>33</b>
4.1	<i>Alibaba Group: la società e i suoi principali businesses</i> .....	33
4.2	<i>Alibaba Group: struttura finanziaria</i> .....	36
4.3	<i>Alibaba Group: Hong Kong IPO e considerazioni</i> .....	38
4.4	<i>Alibaba stock: Discounted Free Cash Flow to Equity analysis</i> .....	40
4.4.1	<i>Stima del fair value per l'azione BABA</i> .....	40
4.4.2	<i>Alibaba stock: sensitivity analysis</i> .....	49
<b>5.</b>	<b><i>Conclusioni</i></b> .....	<b>53</b>
<b>6.</b>	<b><i>Bibliografia</i></b> .....	<b>55</b>

## INTRODUZIONE

Molte imprese, nel corso del loro ciclo di vita, decidono di procedere con la quotazione in uno dei mercati borsistici del mondo. Attraverso l'*initial public offering* (IPO), un'impresa può raccogliere fondi senza ricorrere al debito, rappresentando quindi un'ulteriore forma di finanziamento con raccolta di nuovo capitale di rischio. La quotazione porta benefici non solo dal punto di vista finanziario, ma anche a livello reputazionale e di governance.

Il presente elaborato si prefigge l'obiettivo di descrivere ed analizzare il processo di *initial public offering* sullo *Stock Exchange of Hong Kong*, prendendo come caso in esame la recente quotazione attuata da Alibaba Group il 26 novembre 2019 proprio su tale piazza.

In primo luogo, nel capitolo 1 verrà data una definizione di IPO, descrivendo la struttura e le caratteristiche fondamentali del processo di quotazione facendo particolare riferimento ai soggetti coinvolti e ai costi legati ad un'offerta pubblica di titoli, prendendo in considerazione tra questi i costi amministrativi. In riferimento a quest'ultima parte, ci concentreremo maggiormente sul fenomeno dell'*underpricing*, essendo quest'ultimo spesso affrontato e in un certo senso affrontato dalla maggior parte delle grandi imprese con lo scopo di incrementare la domanda dei propri titoli in sede di collocamento. Successivamente, alla fine del capitolo è presente una breve descrizione di alcune tra le più comuni opzioni e clausole legate dalla società quotanda all'offerta e inserite nel prospetto informativo della stessa. Tra queste è presente l'opzione di *Over-allotment*, esercitata da Alibaba Group per incrementare i proventi del recente collocamento.

Nel capitolo 2 tratteremo il processo di valutazione aziendale, fondamentale al fine di giungere ad un adeguato prezzo d'offerta che non comporti né un eccesso di domanda né un eccesso di offerta in sede di IPO. È di fondamentale importanza che il processo di valutazione venga eseguito correttamente, in quanto può verosimilmente determinare il successo o l'insuccesso dell'intera operazione.

Partiremo quindi con il descrivere i principali metodi di valutazione, tra cui: il *discounted cash flow* (DCF), il metodo più utilizzato nella pratica e più apprezzato dalle moderne teorie tradizionali; il metodo dei multipli di mercato e infine il metodo dell'*Economic Value Added* (EVA), un metodo particolarmente apprezzato per via del principio di massimizzazione di valore per gli azionisti. Successivamente, dopo aver descritto le principali fasi di tale processo, terminante con il *pricing* dei titoli, ci dedicheremo brevemente alla descrizione dei soggetti coinvolti.

Nel capitolo 3 si entrerà nel cuore dell'elaborato, analizzando le principali caratteristiche del processo di quotazione alla *Stock Exchange of Hong Kong* (SEHK), il mercato borsistico di Hong Kong gestito dalla società *Hong Kong Exchanges and Clearing Limited*. La nostra analisi partirà con la descrizione dei requisiti finanziari ed economici generalmente richiesti per l'ammissione alla quotazione sul *Main Board*, dove Alibaba Group ha recentemente collocato i suoi titoli di nuova emissione, seguita dall'analisi dei requisiti richiesti per l'accesso al *Growth Enterprise Market* (GEM), piattaforma secondaria prevista per la quotazione delle imprese minori. Ci dedicheremo poi all'analisi delle strutture azionarie ammesse al SEHK, concentrandoci in particolare sulla struttura *REd-chip* e sulla struttura *H-share*. Infine, dopo aver presentato i recenti sviluppi delle quotazioni di società con struttura *H-share*, concluderemo la nostra analisi con la descrizione dei soggetti coinvolti nel processo di quotazione su tale piazza e delle due autorità di vigilanza e controllo del mercato di Hong Kong, il SEHK e la *Securities and Futures Commission* (SFC).

Nel capitolo 4 verrà presentato il caso di Alibaba Group, una società cinese leader nel settore dell'e-commerce che nel novembre del 2019 ha proceduto con una quotazione secondaria propria sul mercato borsistico di Hong Kong, segnando la più grande IPO registrata su tale piazza nell'ultimo decennio.

In primo luogo, verrà descritta in breve la storia, la missione e i principali businesses del gruppo. Successivamente, dopo aver discusso brevemente la struttura finanziaria del gruppo, forniremo un quadro di insieme relativamente alla quotazione sul SEHK.

Infine, nel paragrafo 4.4, entreremo nel cuore pratico della valutazione stimando, attraverso l'applicazione del *Discounted Free Cash Flow to Equity*, il *fair value* dell'azione BABA, ovvero il prezzo di mercato del titolo quotato al NYSE. Subito dopo condurremo una *sensitivity analysis* per verificare l'eventuale impatto che una variazione delle variabili input utilizzate nel modello avrebbe sul prezzo da noi stimato.

## CAPITOLO 1: IPO, PRIMA OFFERTA PUBBLICA.

### 1.1 Struttura ed organizzazione di una IPO

Cominciamo la nostra analisi partendo dall'identificare e spiegare cosa si intende per IPO, ovvero per *initial public offering*. Il processo di IPO, tradotto letteralmente in Prima offerta pubblica, consente alle giovani imprese intente a raccogliere maggiore capitale sociale di diffondere i propri titoli azionari tra il pubblico indistinto degli investitori (c.d. **Creazione del flottante**), requisito necessario per poter accedere alla quotazione nei mercati regolamentati. Può trattarsi di un'offerta primaria, attraverso la quale nuove azioni vengono vendute per esigenze di maggior liquidità o di un'offerta secondaria, con la quale gli azionisti decidono di vendere in tutto o in parte i titoli già detenuti. Diremmo quindi che le imprese possono accedere a un'IPO per raccogliere nuovo capitale o per consentire agli azionisti di monetizzare le loro partecipazioni<sup>1</sup>. Ci sono però ulteriori e molteplici vantaggi per un'impresa realizzante una quotazione in borsa. A titolo esemplificativo, la quotazione in borsa consente di facilitare il reperimento di informazioni sull'impresa in questione, portando di conseguenza ad una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento e ad una riduzione del costo dell'indebitamento. Inoltre, conoscere il prezzo delle azioni è una tra le misure più efficaci per valutare le performance dell'impresa permettendo inoltre di compensare adeguatamente i manager con un piano di stock options.



Figura 1<sup>2</sup>

<sup>1</sup> R.A. Brealey, S.C Myers, F. Allen (1990), *Principi di finanza aziendale*, 7.ed., McGraw-Hill Education, Milano.

<sup>2</sup> Brau, J.C e Fawcett, S.E., "Evidence on What CFOs Think about the IPO Process: Theory and Managerial Implications", in *Journal of Applied Corporate Finance*, n. 18, pp. 107-117, 2006.

La figura 1 mostra i principali motivi che hanno indotto i CFO a procedere alla quotazione, tra cui il miglioramento della reputazione aziendale, l'allargamento della base proprietaria e la soppressione della carenza di finanziamenti tramite l'emissione di equity.

Nel caso si procedesse con un'offerta primaria, parleremo di un'offerta pubblica di sottoscrizione (OPS), ovvero di uno strumento con il quale l'impresa offrirà azioni di nuova emissione scaturite da un aumento del capitale sociale a nuovi investitori. Nel caso in cui, invece, la società decidesse di procedere con un'offerta secondaria, avremo un'offerta pubblica di vendita (OPV), uno strumento che consente alla società in questione di vendere la totalità o una porzione delle azioni con diritto di voto. In quest'ultimo caso l'impresa avrà come intento la modifica della compagine sociale.

In entrambi i casi avremo differenti configurazioni in funzione dei soggetti destinatari dell'offerta stessa, distinguendo in:

- **offerte pubbliche**, in cui le azioni verranno destinate al pubblico indistinto degli investitori;
- **offerte istituzionali**, in cui le azioni saranno destinate unicamente agli investitori istituzionali;
- **collocamenti privati**, in cui le azioni vengono riservate ad un numero di soggetti accuratamente selezionati.

Qualora l'impresa voglia procedere contemporaneamente all'offerta di titoli azionari di nuova emissione e alla vendita di titoli già emessi in passato, parleremo di un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS).

## 1.2 I soggetti coinvolti in un'IPO

L'IPO coinvolge numerosi soggetti all'interno di fasi distinte mirate a raggiungere obiettivi specifici, le quali vengono ad alternarsi in un arco temporale compreso tra i 4 e i 6 mesi. I soggetti coinvolti nell'operazione sono: la società emittente, il global coordinator, lo sponsor, lo specialist, l'advisor finanziario, gli studi legali e i membri del consorzio di collocamento (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>).

Il primo compito dei Financial manager è quello di selezionare i **sottoscrittori** (*underwriters*), ossia degli intermediari finanziari facenti parte del cosiddetto consorzio di collocamento che svolgono essenzialmente due funzioni principali:

- 1) offrire all'impresa quotante una consulenza legale e finanziaria;
- 2) comprare l'emissione e rivenderla al pubblico.

La società dovrà quindi scegliere un principale sottoscrittore a cui appoggiarsi durante la fase di quotazione, il quale sarà responsabile del collocamento dei titoli (pubblico o privato), ovvero della diffusione e distribuzione sul mercato dei titoli oggetto di IPO.

In caso di collocamento pubblico, l'operatore scelto per il coordinamento dell'operazione (*global coordinator*) avrà il compito di selezionare, formare e gestire il cosiddetto consorzio di collocamento, ovvero il gruppo di intermediari che svolgerà l'operazione di collocamento presso il pubblico degli investitori. La banca capofila che dirige e coordina il consorzio di collocamento viene definita *Lead manager* e coincide con il Global coordinator in caso dei consorzi formati per un'offerta pubblica.

Al Lead manager spetta una commissione per l'attività svolta espressa dalla *Management fee*.

In caso di collocamento privato, rivolto esclusivamente a degli investitori professionali accuratamente selezionati, l'operazione è svolta attraverso un meccanismo di asta imperfetta denominato *bookbuilding*. La fase di *bookbuilding* viene attuata e coordinata dal Global coordinator (definito in questo caso anche come *bookrunner*); egli si occupa di raccogliere all'interno di un libro (book istituzionale) tutti gli ordini di acquisto/sottoscrizione degli investitori istituzionali, espressi sotto forma di numero di azioni o in controvalore delle stesse. Per ciascun ordine l'investitore comunicherà al Global coordinator il limite di prezzo (*limit buy order*). In tal modo è possibile costruire una curva di domanda per gli ordini effettuati, ciascuno associabile ad un diverso livello di prezzo.

La società dovrà poi preparare, assieme all'aiuto legale e finanziario del global coordinator, un *prospetto informativo* sintetizzante le principali informazioni circa l'emittente e le caratteristiche dell'emissione, da presentare all'autorità di regolamentazione del mercato finanziario in cui avviene il processo di IPO (la CONSOB in caso di quotazione nella Borsa italiana). È importante sottolineare che il prospetto informativo dovrà essere presentato ogniqualvolta si decida di procedere con un'offerta pubblica.

Tale documento viene definito in inglese *Prospectus* ed è contenuto all'interno del *Registration statement* presentato alla SEC (Securities and Exchange Commission) dalle imprese che decidono di quotarsi al NYSE (New York Stock Exchange).

I sottoscrittori si impegneranno quindi ad acquistare i titoli emessi nel mercato primario per poi rivenderle al pubblico degli investitori. Talvolta, se l'offerta pubblica risulta particolarmente rischiosa e potrebbe comportare la mancata vendita di una parte della totalità delle azioni sottoscritte dal consorzio di collocamento, i sottoscrittori potrebbero decidere di trattare l'emissione sulla base del "miglior risultato" (*Best effort*) o del "tutto o niente" (*All or none*). Con una clausola *best effort* i sottoscrittori si impegnano a vendere quanto possibile dell'emissione, non garantendo però la vendita di tutta l'emissione, mentre con una clausola "*all or none*" si prevede che in caso di mancata vendita della totalità delle azioni emesse al prezzo d'offerta, il contratto di sottoscrizione verrà annullato.

Molto spesso il global coordinator assume anche il ruolo di *sponsor*. Lo sponsor è incaricato di accompagnare la società emittente lungo tutto l'iter di quotazione, aiutandola ad assolvere gli impegni previsti dallo stesso e facendosi garante della qualità dell'emittente. In un'IPO la presenza di uno sponsor è obbligatoria e l'incarico, conferito all'atto della presentazione della domanda di quotazione, ha durata pari ad un anno dalla data di inizio delle negoziazioni. Inoltre, sempre nella medesima fattispecie in caso di collocamento istituzionale, lo Sponsor dovrà anche assumere il ruolo di Lead manager per la formazione del

consorzio di collocamento e successivamente alla quotazione dovrà pubblicare almeno due volte all'anno un'analisi finanziaria sulla società. Sempre successivamente alla quotazione potrà anche assumere il ruolo di *specialist*.

**Lo specialista** (*specialist*) è un intermediario realizzante una funzione di market-making, occupandosi principalmente di garantire la liquidità di uno o più titoli azionari rendendosi disponibile ad accettare e soddisfare gli ordini di acquisto e di vendita ad un determinato prezzo di vendita (*ask price*) e ad un determinato prezzo d'acquisto (*bid price*). Lo spread tra questi due prezzi rappresenta la remunerazione dello specialista. Oltre a sostenere la liquidità dei titoli con l'accettazione di un numero minimo di proposte giornaliere, lo *specialist* è incaricato di tenere il book istituzionale destinato ad accogliere le proposte di negoziazione istituzionale di elevato ammontare.

Passiamo ora a definire l'ultimo dei soggetti coinvolti nel processo di quotazione rilevanti ai fini della nostra analisi sulla quotazione di Alibaba Group.

**L'advisor finanziario** è un consulente finanziario altamente specializzato nella consulenza alle imprese che si addentrano in operazioni di finanza straordinaria particolarmente complesse, ad esempio le IPO. In tale caso infatti la presenza di un advisor è estremamente necessaria in quanto la società emittente non sarà in grado di eseguire in autonomia tutte le fasi della quotazione. Il compito principale dell'Advisor è quello di assistere la società nella selezione dei soggetti che parteciperanno all'operazione di quotazione (Global coordinator, Sponsor, legali e società di comunicazione) e gestire i rapporti tra la società e i consulenti durante tutte le fasi del processo.

### **1.3 Costi legati ad un'offerta pubblica di titoli**

Un'IPO comporta ovviamente dei costi per la società emittente. In primo luogo, dobbiamo sottolineare che i sottoscrittori, impegnati a fornire una consulenza ma anche ad acquistare e rivendere i titoli della società stessa presso il pubblico degli investitori, vorranno essere remunerati per il servizio svolto. La remunerazione che riceveranno verrà erogata sotto forma di uno **spread**, in quanto compreranno le azioni ad un prezzo inferiore rispetto a quello di offerta proposto agli investitori finali. Ovviamente, una parte di questo spread sarà attribuita alla banca capofila (*lead manager*) del consorzio di collocamento, mentre la restante parte spetterà alle banche sottoscrittrici e agli altri intermediari partecipanti al processo di quotazione.

Inoltre, la società emittente dovrà sostenere numerosi costi amministrativi, legati ad esempio alla redazione del prospetto informativo da presentare all'autorità di controllo di borsa, o alle tasse di registrazione dei nuovi titoli. Solitamente, la maggior parte di tali costi sono espressi in misura fissa, come le spese sostenute per il marketing e per la consulenza legale; in questo modo, all'aumentare della dimensione dell'offerta, la società potrà beneficiare di notevoli economie di scala. Altri costi, come le *underwriting fees*, risultano invece essere proporzionali all'ammontare di risorse ottenute attraverso l'offerta, anche se solitamente vengono previste commissioni più basse per volumi d'offerta notevoli.

Il più rilevante tra i costi di emissione è dato dal fenomeno dell'*underpricing*. L'*underpricing* rappresenta infatti il costo che la società emittente sosterrà nel momento in cui il prezzo di offerta dei titoli risulti inferiore al loro prezzo di mercato, equivalente al cosiddetto *opening price*, ovvero il primo prezzo di scambio determinatosi nel mercato secondario all'avvio delle negoziazioni. Possono esserci principalmente due motivi che generano tale fenomeno:

- 1) la società emittente decide di offrire i propri titoli oggetto di quotazione al pubblico ad un prezzo inferiore al presumibile valore di mercato degli stessi, per incentivare gli investitori ad aderire all'offerta e favorire la massima diffusione dei titoli;
- 2) vi sono rilevanti asimmetrie informative tra i partecipanti all'operazione di quotazione.

Oltre a questi, si sono nel tempo sviluppate varie teorie con l'obiettivo di spiegare tale fenomeno, e tra le più importanti si annovera quella dell'informazione asimmetrica<sup>3</sup>. Nel caso in cui fosse l'emittente a possedere maggiori informazioni rispetto agli investitori, le società migliori dovranno dimostrare la loro solidità rispetto alle altre imprese di minor qualità, affinché quest'ultimi comprino i loro titoli. Un modo efficace per distinguersi e attrarre investitori è dato da un basso prezzo d'offerta (*underpricing*), attraverso il quale si invia un segnale di distinzione al mercato; le imprese minori non riusciranno infatti a replicare lo sconto effettuato in sede d'offerta dalle grandi società.

Grazie al fenomeno dell'*underpricing*, gli investitori che decidono di acquistare titoli di nuova emissione nel mercato primario beneficiano sul mercato secondario di rendimenti positivamente anomali nel breve periodo, ma gli effetti positivi dell'IPO sembrano svanire nel lungo periodo. L'impresa potrebbe ottenere dei benefici dall'*underpricing*, in particolare molte banche di investimento ritengono che offrire i titoli ad un prezzo di emissione relativamente basso sul mercato primario consenta di aumentare notevolmente il prezzo quando gli stessi verranno successivamente negoziati sul mercato secondario, aumentando in definitiva la capacità dell'impresa di raccogliere ulteriore capitale sociale in futuro. Ci sono due possibili tecniche di misurazione per questo fenomeno: il "*Simple underpricing*" (o "*First Day Returns*") e l'"*Adjusted underpricing*". Attraverso il primo metodo, l'*underpricing* viene calcolato come la variazione percentuale tra il prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione e il prezzo di emissione, come mostrato in formula.

$$PR_i = \frac{P_{i1}}{P_{i0}}$$

Il secondo metodo consiste nel misurare l'*underpricing* attraverso la differenza tra il "*Simple underpricing*" e il *market index return* misurato tra l'inizio dell'operazione di IPO e il primo giorno di negoziazione<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Rock K. (1986), *why new issues are underpriced*, Journal of Financial Economics, Vol.15, pp. 187-212.

<sup>4</sup> L. Cassia, G. Giudici, S. Paleari & R. Redondi (2004), *IPO underpricing in Italy*, Applied Financial Economics, 14:3, 179-194

Gli azionisti della società emittente dovrebbero accettare l'underpricing nel caso di un'emissione attraente, in quanto il balzo di prezzo per azione che si ottiene dal primo giorno di contrattazione porta ad elevati guadagni in capital gain.

#### **1.4 Opzioni e clausole dell'offerta**

Svariate clausole ed opzione possono essere approvate dalla società quotanda e collegate all'offerta pubblica, purché siano espressamente menzionate nel prospetto informativo.

Il processo di quotazione può dirsi terminato alla fine della fase di *after market performance*, ovvero dei trenta giorni successivi all'inizio delle negoziazioni del titolo nel mercato secondario. Durante questo periodo possono essere esercitate varie opzioni da parte delle banche del consorzio di collocamento, ed in particolare dal *global coordinator*, con lo scopo di stabilizzare il prezzo dei titoli. La stabilizzazione può essere effettuata con l'opzione *greenshoe* o con la clausola di *lock-up*.

L'opzione *greenshoe* (detta anche *Over-allotment option*), se prevista nel prospetto, permette alle banche del consorzio di collocamento di far fronte ad un eventuale eccesso di domanda attraverso la possibilità di sottoscrivere, ad un prezzo predeterminato e pari a quello di collocamento, un quantitativo fisso di titoli da vendere sul mercato. L'opzione può generalmente essere esercitata entro una scadenza coincidente con il termine dell'*after market*. Gli azionisti, autorizzando l'inserimento di quest'opzione, accetteranno di vedere aumentare il flottante a discapito della loro quota di partecipazione, che vedranno diminuire. Se esercitata, il consorzio venderà allo scoperto i titoli della società (*Over-allotment*) al prezzo di collocamento. Per coprire questa posizione corta, eserciterà l'opzione riacquistando e restituendo i titoli al prezzo d'offerta. Ovviamente, se al momento della restituzione i titoli dovessero avere un prezzo di mercato inferiore al prezzo d'offerta, il consorzio non eserciterà l'opzione e coprirà la propria posizione acquistando i titoli dal mercato.

La clausola di *Lock-up* prevede che la società emittente ed eventualmente alcuni azionisti non esercitino operazioni sul capitale per un periodo di tempo successivo ad un'operazione di offerta pubblica di titoli. Tale clausola impedisce da un lato che la società emittente emette nuovi titoli e dall'altro che una parte dei suoi azionisti ceda, in tutto o in parte, le partecipazioni detenute per un determinato arco temporale successivo al giorno della quotazione. Si tratta di una garanzia nei confronti del mercato poiché l'eccesso di offerta potrebbe determinare un effetto negativo sull'andamento dei titoli. Le clausole di *Lock-up*, al pari dell'opzione *greenshoe*, devono essere esplicitamente previste nel prospetto informativo.

In caso di un'offerta globale di titoli, può essere prevista la cosiddetta clausola di *Clawback*. Questa permette di modificare la struttura dell'offerta sulla base della domanda effettivamente pervenuta dalle varie categorie di investitori. A titolo d'esempio, la dimensione della tranche di titoli riservata al pubblico degli investitori può essere aumentata grazie a questa clausola a fronte di un eccesso di domanda da parte dello

stesso, o diminuita, in caso di domanda del pubblico inferiore al livello atteso, aumentando di conseguenza la tranche riservata agli investitori istituzionali.

Infine, anche la clausola *Bonus share* gioca un ruolo fondamentale nella stabilizzazione del prezzo dei titoli nel mercato secondario. La clausola può essere inserita in sede d'offerta pubblica per incentivare gli investitori ad acquistare e a sottoscrivere i titoli, riconoscendo agli stessi investitori che hanno acquistato e mantenuto i titoli per un certo periodo di tempo il diritto di ottenere a titolo gratuito un preciso ammontare ulteriore delle stesse azioni.

## ***CAPITOLO 2: PROCESSO DI VALUTAZIONE AZIENDALE AI FINI DELLA QUOTAZIONE.***

In questo capitolo tratteremo in primo luogo cosa si intende per valutazione aziendale, quali sono i principali metodi di valutazione impiegati dalle imprese ai fini della definizione di un prezzo di offerta per i propri titoli di nuova emissione e, successivamente, analizzeremo brevemente le fasi del processo e i soggetti coinvolti.

### **2.1 Principali metodi di valutazione aziendale**

Per valutazione d'azienda intendiamo il processo finalizzato alla stima del valore d'impresa tramite l'utilizzo di uno o più metodi caratteristici. Naturalmente, tale valutazione coinvolge numerosi esperti del settore di cui parleremo a seguire. Il metodo più comune accettato dai mercati finanziari è quello dell'attualizzazione dei flussi di cassa che si ritiene l'azienda possa generare in futuro, ma ci concentreremo anche su altri due metodi di valutazione accettati dalla comunità finanziaria, tra cui il metodo dei multipli di mercato e l'EVA.

#### **2.1.1 Obiettivo della valutazione**

Ci sono molteplici obiettivi a cui risponde un processo di valutazione aziendale, tuttavia noi ci concentreremo sulla sua applicazione per il processo di quotazione nei mercati finanziari (IPO). A tal fine, l'obiettivo del processo di valutazione è quello di concorrere al *pricing* dei titoli da collocare presso il pubblico degli investitori. In un processo di quotazione la valutazione si basa sull'applicazione di uno dei sopra citati metodi, ma a differenza di quanto avviene in un contesto di M&A, presenta due peculiari caratteristiche:

- 1) nessun premio di controllo, dal momento che non vi è alcuna cessione totale di impresa;
- 2) mancanza di potenziali sinergie.

Particolare importanza assume in questo contesto il metodo dei multipli di mercato, poiché consente un confronto tra i multipli della società quotanda e quelli delle principali società comparabili. Gli investitori risultano essere infatti molto spesso influenzati nelle loro scelte di investimento in un'IPO proprio su tale confronto; l'utilizzo dei multipli rappresenta probabilmente la via più veloce per valutare un'azienda senza avere a disposizione i relativi piani industriali.

Dopo aver applicato uno tra i tre principali metodi di valutazione si arriva alla definizione del cosiddetto *fair value* del capitale economico della società quotanda, a cui viene ordinariamente applicato uno sconto denominato *IPO discount*. Tale sconto viene calcolato in base alle informazioni che le banche appartenenti al consorzio di collocamento ricevono dagli investitori istituzionali, ed è motivato dal fatto che in sua assenza quest'ultimi avrebbero sicuramente maggior interesse e convenienza ad investire in società con pari livello di rischio rispetto alla società quotanda, ma già presenti sul mercato. Ricordiamo infatti che

attraverso un'IPO vengono offerti titoli di una società di cui si hanno verosimilmente poche informazioni a disposizione, dotata di un management non particolarmente noto alla community finanziaria, mentre nel caso di società già presenti sul mercato le asimmetrie informative e i conseguenti problemi di selezione avversa e azzardo morale sono notevolmente ridotti per via degli obblighi informativi a cui quest'ultime sono assoggettate.

### 2.1.2 Metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri

Il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) è riconosciuto come il più avvalorato dalle moderne teorie aziendali che collegano il valore di un'azienda alla sua capacità di produrre un' indefinita quantità di flussi finanziari in grado di soddisfare le aspettative di remunerazione di un qualunque investitore.

In base alla teoria tradizionale, possiamo scomporre il capitale proprio di un'impresa nella somma di tre elementi:

- il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che l'impresa stima di essere in grado di generare in futuro (il cosiddetto *Enterprise value*), scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale, o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Tale valore viene spesso determinato come la somma del valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi fino ad una determinata data di previsione (spesso opportunamente fissata come la data di inizio della crescita costante di tali flussi) con un valore finale, corrispondente al valore attuale dei flussi di cassa successivi a tale data;
- la posizione finanziaria netta consolidata;
- il valore di mercato dei *surplus assets*, ovvero di quelle attività non considerate per le proiezioni dei flussi di cassa operativi.

**I flussi di cassa operativi** attesi sono ovviamente legati alla gestione operativa della società e saranno ricavati sottraendo all'utile operativo le imposte sullo stesso, aggiungendo a tale valore gli ammortamenti e gli accantonamenti unitamente agli altri costi non monetari sostenuti dall'impresa, infine sottraendo/aggiungendo le variazioni positive/negative di capitale circolante e gli investimenti/disinvestimenti in attività fisse.

Come sopra evidenziato, il tasso di attualizzazione utilizzato è il costo medio ponderato del capitale, riflettente il rischio specifico dell'impresa quotanda. Viene calcolato in base alla seguente formula:

$$WACC = C_e * \frac{E}{(E + D)} + C_d * (1 - T) * \frac{D}{(D + E)}$$

dove il primo termine della somma rappresenta il prodotto tra il costo del capitale sociale, ovvero la remunerazione spettante agli azionisti, e la percentuale di capitale proprio che compone la struttura

finanziaria dell'impresa. Il secondo termine della somma rappresenta invece il prodotto tra il costo dell'indebitamento, pari al costo medio di indebitamento a medio-lungo termine, al netto del beneficio fiscale degli interessi e il rapporto di indebitamento dell'impresa.

È utile aggiungere che il costo del capitale proprio,  $C_e$ , è derivato attraverso l'utilizzo del CAPM (Capital Asset Pricing Model) che lega con una relazione lineare il premio per il rischio atteso da un titolo e la misura del suo rischio sistematico. Tale costo sarà infatti uguale al tasso di remunerazione di un'attività priva di rischio di credito incrementato di un valore pari al prodotto tra il coefficiente *beta* (misura del rischio sistematico) e il premio atteso per il rischio di mercato. Il coefficiente *beta* verrà stimato prendendo come riferimento a quello espresso per società quotate comparabili e aggiungendo considerazioni specifiche relative all'azienda in questione.

**Il valore finale** rappresenta come già anticipato il valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi dopo l'orizzontale temporale esplicito di previsione preso in considerazione. Viene determinato attraverso l'utilizzo del Modello di Gordon, in particolar modo attualizzando, secondo la formula della rendita perpetua, il flusso di cassa operativo ottenuto nell'ultimo anno dell'orizzonte di previsione maggiorato di un tasso di crescita costante "g". Dopodiché tale valore viene attualizzato alla data di riferimento della valutazione per ottenere il valore finale.

**La PFN (posizione finanziaria netta)** è calcolato come il totale dei debiti finanziari al netto della cassa e delle attività finanziaria facilmente liquidabili, il tutto espresso a valori di mercato.

Un ulteriore metodo, che utilizzeremo a livello pratico nella trattazione del caso Alibaba Group, è il *Flow-to-equity*. Si tratta di un metodo di valutazione basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa di tipo *levered* (flussi di cassa disponibili per gli azionisti), al netto dei cioè degli interessi e delle imposte, al costo dell'equity stesso<sup>5</sup>. Questo metodo presuppone però che il rapporto di indebitamento dell'impresa rimanga costante nel tempo. In questo caso infatti fornirebbe la stessa risposta ottenibile con il metodo di attualizzazione dei flussi di cassa *unlevered* al WACC. Ovviamente, se il rapporto di indebitamento dell'impresa dovesse subire delle variazioni significative nel tempo, il costo dell'equity varierebbe a causa di una sostanziale modificazione del rischio finanziario. Se si attende una tale variazione, utilizzare il *flow-to-equity* non costituirebbe la scelta più logica.

### **2.1.3 Metodo dei multipli di mercato.**

Il metodo dei multipli di mercato si fonda sulla determinazione del valore della società quotanda attraverso la comparazione tra la stessa e società appartenenti allo stesso settore di mercato, ma già quotate. I multipli vengono calcolati come rapporto di grandezze economiche, finanziarie, patrimoniali e valori borsistici di un insieme di società comparabili all'impresa emittente. I multipli saranno quindi applicati alle grandezze

---

<sup>5</sup> R.A. Brealey, S.C Myers, F. Allen (1990), *Principi di finanza aziendale*, 7.ed., McGraw-Hill Education, Milano.

correlate alla società quotanda al fine di stimare un range di valori attribuibili alla stessa. Tale metodo si articola nelle seguenti fasi:

**1) determinazione del campione di riferimento**

Risulta infatti di fondamentale importanza per l'applicazione di tale metodo selezionare le società appartenenti al campione di riferimento in modo tale che abbiano una particolare affinità con la società quotanda oggetto di valutazione.

**2) Scelta dei multipli significativi**

i principali multipli delle società comparabili impiegati nella valutazione sono molteplici, tra cui:

- EV/EBITDA: il rapporto tra l'*Enterprise value* e il margine operativo lordo;
- EV/EBIT: il rapporto tra l'*Enterprise value* e il reddito operativo;
- Price/earning ratio (P/E): rapporto tra il prezzo dell'azione e l'utile netto per azione;
- EV/OPCF: rapporto tra l'*Enterprise value* e il flusso di cassa operativo;
- EV/Sales: rapporto tra l'*Enterprise value* e il fatturato aziendale.

**3) Calcolo dei multipli prescelti per le società comparabili**

Solitamente i multipli in questione vengono calcolati facendo riferimento ai dati finanziari dell'anno in corso e di quello successivo.

**4) Identificazione dell'intervallo di valori dei multipli da applicare alla società quotanda**

Tale intervallo applicabile viene identificato in base a delle analisi quantitative e qualitative circa la comparabilità delle società appartenenti al campione.

**5) Applicazione dei multipli**

i multipli saranno quindi applicati e confrontati con le grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie della società quotanda oggetto di valutazione, per determinare in definitiva il suo stimato valore di mercato.

#### **2.1.4 EVA – Economic Value Added.**

L'EVA (Economic Value Added) è un metodo particolarmente apprezzato che fornisce un valore d'impresa seguendo il principio di massimizzazione del valore per gli azionisti; in particolar modo, misura il profitto operativo annuale rimanente dopo aver sottratto il costo delle fonti complessive di finanziamento utilizzate per generare tale profitto. Tale metodo deriva dall'esigenza di superare quei numerosi limiti alla valutazione d'impresa derivanti dalla mera lettura dei risultati contabili, per via dell'insita incompletezza ed eccessiva prudenza del sistema contabile che non consentono di giungere ad un trasparente e veritiero giudizio circa l'andamento dell'attività gestionale.

Tale metodo si basa sul principio per cui una società crea valore solo nel momento in cui il profitto periodico generato dalla gestione risulti superiore al costo del capitale impiegato. Inoltre, fornisce una misura di tale valore generato (o distrutto) annualmente dalla gestione, dato dalla differenza tra il profitto operativo calcolato al netto delle imposte (NOPAT: *Net Operating Profit After Taxes*) e il costo della remunerazione richiesta sul capitale investito. Tale costo viene definito come il prodotto tra il costo medio ponderato del capitale (WACC) e il capitale investito (CE: *Capital Employed*).

$$EVA = NOPAT - (WACC * capital\ invested)$$

Con una semplice manipolazione algebrica tale formula può essere ugualmente espressa esplicitando la differenza tra il rendimento (dato dal rapporto tra il NOPAT e il CE) e il costo del capitale investito (WACC).

L'EVA risulta anche particolarmente versatile per la sua relazione con tre importanti aree decisionali che impattano notevolmente sulla creazione di valore da parte dell'impresa:

- Decisioni operative;
- Decisioni di investimento;
- Decisioni di finanziamento.

Dopo aver determinate l'EVA annuale si procede con la stima del valore d'impresa attraverso l'utilizzo di un ulteriore grandezza chiamata MVA (*Market Value Added*), equivalente alla somma dei valori attuali di tutti gli EVA futuri, usando come tasso di attualizzazione il costo medio ponderato del capitale investito; il valore di mercato della società sarà quindi calcolato come somma tra il capitale investito e il MVA.

Per quanto riguarda una società quotanda, il MVA sarà calcolato ex ante in modo da poter giungere ad una stima del fair value da proporre al mercato. Per quanto riguarda invece una società quotata, rappresenterà il *goodwill* che il mercato attribuirà alla società considerando le prospettive di risultato future.

L'Enterprise Value, definito precedentemente durante l'analisi del metodo DCF come il valore attuale di tutti i flussi di cassa operativi previsti, può essere ripartito grazie all'EVA in due componenti:

- 1) Il Current Operations Value (COV);
- 2) Il Future Growth Value (FGV).

Il COV è una misura del valore dell'impresa nel caso in cui si ipotizzi un risultato costante nel tempo e pari a quello dell'ultimo anno storico. In questo caso tale valore sarà uguale alla somma tra il capitale investito e l'EVA risultante dall'ultimo esercizio attualizzato al WACC (valore attuale di una rendita perpetua).

Il FGV si calcola invece come il valore attuale degli EVA futuri (questa volta non costanti nel tempo) incrementati di un tasso di crescita rispetto all'EVA risultante dall'ultimo bilancio. Questa componente sintetizza gli attuali miglioramenti (o peggioramenti) in termini di creazione di valore.

A differenza del metodo dei flussi di cassa attualizzati, fondato esclusivamente sui risultati futuri e sul valore finale rappresentante una parte essenziale e considerevole del valore d'azienda, l'EVA spiega una parte rilevante del valore d'azienda attraverso le performance conseguite fino al momento presente e le aspettative di crescita a medio termine. In questo modo, il valore sarà espressione non solo dei risultati che si ritiene l'impresa sarà in grado di conseguire, ma anche dei risultati conseguiti.

## **2.2 Fasi del processo di valutazione per un'IPO**

La valutazione di un'azienda quotanda si articola in diversi passaggi e necessita di una base informativa adeguata in modo tale da arrivare ad una corretta definizione del prezzo di offerta dei titoli oggetto di collocamento. Tale processo si fonda su una serie di analisi e verifiche dell'iniziale stima del valore dell'impresa quotanda, ottenuta durante la prima fase preliminare del processo di valutazione (*Pitching*), fino ad arrivare alla fase del *pricing* dove si fisserà un prezzo d'offerta per i titoli.

Il processo di valutazione si arricchirà nel tempo attraverso il passaggio delle varie fasi preparatorie alla quotazione, quando la società fornirà maggiori informazioni circa le attività condotte e le prospettive di crescita future. La valutazione sarà quindi parte integrante della fase di due diligence e terrà progressivamente conto non solo delle informazioni ottenute dagli investitori istituzionali durante la fase di pre-marketing (una sorta di sondaggio condotto prima del collocamento), ma anche dell'andamento dei mercati borsistici e delle dimensioni dell'offerta. Si arriverà così alla definizione di un IPO discount, che ha, come abbiamo già accennato in precedenza nell'introduzione del capitolo, la funzione di massimizzare la domanda degli investitori e la probabilità di ottenere un adeguato rendimento per coloro che hanno deciso di sottoscrivere i titoli in fase di collocamento. In questo modo si arriverà infine a definire un intervallo indicativo di prezzo e un prezzo "massimo", quest'ultimo da rendere pubblico entro il giorno antecedente la quotazione; il prezzo d'offerta viene infine determinato in base ai risultati dell'offerta istituzionale.

La valutazione di un'azienda, finalizzata alla quotazione, si articolerà quindi in quattro fasi che riassumeranno l'intero iter di valutazione, partendo con lo stabilire un intervallo indicativo dei possibili prezzi di collocamento fino ad arrivare alla definizione del prezzo d'offerta. Riportiamo quindi le quattro fasi del processo:

- 1) Valutazione preliminare svolta attraverso il *pitch*;
- 2) Valutazione svolta in fase di *due diligence*;
- 3) *Pre-marketing* e definizione del range indicativo per il prezzo di collocamento;
- 4) *Pricing*.

### **2.2.1 Pitch**

Il Pitch rappresenta la fase in cui la società, circa 4-5 mesi prima della conclusione del processo di quotazione, sceglierà lo Sponsor/Global coordinator che l'affiancherà per l'intero processo. In questa fase le banche d'affari presenteranno una proposta per ricevere l'incarico, contenente generalmente una valutazione preliminare della società quotanda. Tale valutazione avrà carattere puramente approssimativo e rappresenterà il valore meno accurato tra quelli determinati successivamente, in quanto non tiene conto delle informazioni circa il piano industriale e le prospettive di crescita future che saranno comunicate alla banca scelta una volta accettato l'incarico. Inoltre, l'intermediario in questione aggiornerà tale stima attraverso le fasi della due diligence e del pre-marketing.

La società dovrà affidare l'incarico non in base alla bontà della valutazione, che come abbiamo detto subirà notevoli variazioni lungo l'intero processo di quotazione, ma tenendo conto esclusivamente della reputazione e dell'affidabilità dell'intermediario.

### **2.2.2 Due diligence**

Attraverso la Due diligence, condotta principalmente dal quarto al primo mese anticipatorio la quotazione, il global coordinator revisiona la valutazione preliminare della società quotanda effettuata in sede di Pitch attraverso il piano industriale messo a disposizione dalla stessa. Dopo aver analizzato quest'ultimo, il Global coordinator procederà a presentare una prima stima del *fair value* (solitamente un range di possibili valori), intendendosi una stima del capitale economico della società quotanda non tenente conto dell'IPO discount e delle indicazioni provenienti dalla fase di pre-marketing. Con la due diligence il valutatore ha la possibilità di comprendere a fondo il business model della società, nonché di svolgere un'analisi approfondita del piano industriale della stessa, in modo tale da valutare le prospettive future dell'emittente in termini strategico-organizzativi.

### **2.2.3 Pre-marketing**

Durante la fase del pre-marketing, effettuata ad un mese dalla quotazione, la banca capofila condurrà un sondaggio presso gli investitori istituzionali per raccogliere maggiori informazioni ed ottenere un range indicativo di prezzo per i titoli oggetto di collocamento. Quest'ultimo verrà condizionato dalla valutazione preliminare condotta in fase di *pitch* e contenuta nelle ricerche delle banche appartenenti al consorzio istituzionale, nonché dalle condizioni di mercato in tale momento. Il global coordinator, avendo ottenuto sufficienti informazioni circa il prezzo d'offerta che gli investitori istituzionali sono disposti a pagare, può confrontarsi con la società emittente per giungere alla definizione del range indicativo e del prezzo "massimo". Quest'ultimo prezzo sarà necessario per la fase successiva, ovvero quella concernente la raccolta degli ordini di acquisto degli investitori istituzionali (bookbuilding) e retail.

## 2.2.4 Pricing

Per la determinazione del prezzo finale dei titoli oggetto di IPO la società quotanda necessita di informazioni fondamentali ottenibili attraverso l'attività di marketing, che si concretizza in un roadshow nelle principali piazze finanziarie per gli investitori istituzionali, e in una campagna promozionale per il pubblico indistinto degli investitori. Durante questa fase gli investitori istituzionali invieranno quindi alla società delle manifestazioni d'interesse all'acquisto, specificando la quantità di titoli richiesta ed il prezzo che sono disposti a pagare, avendo anche tenuto conto della corporate governance e dei sistemi manageriali di quest'ultima. Il prezzo d'offerta, determinato a due/tre giorni dalla quotazione, terrà conto sia della quantità di titoli richiesta e del prezzo specificato, sia della qualità della domanda degli investitori istituzionali. Il prezzo d'offerta finale sarà quindi fissato in modo da allocare il numero di azioni agli investitori istituzionali e retail lasciando però una parte della domanda insoddisfatta, in modo tale da incrementare l'interesse all'acquisto e supportare le negoziazioni nel mercato secondario.

## 2.3 I soggetti coinvolti

Emerge quindi che la banca incaricata come global coordinator/sponsor di assistere la società quotanda durante le varie fasi del processo di IPO sarà responsabile, insieme a quest'ultima, dello svolgimento delle attività oggetto del processo valutativo. A tal fine, il contributo del global coordinator si esplicherà in una serie di attività relative alle varie aree di responsabilità dello stesso:

- l'area di corporate finance, responsabile della valutazione in senso stretto attraverso l'applicazione di metodologie e la costruzione di modelli finanziari. Collabora inoltre alla predisposizione di tutta la documentazione finalizzata alla valutazione, compreso il piano industriale, documento essenziale analizzato in particolar modo nella fase della due diligence;
- il dipartimento di capital market, il cui ruolo consiste nell'inserire all'interno della valutazione le considerazioni di mercato in aggiunta alle indicazioni derivanti dallo svolgimento della fase di pre-marketing e di bookbuilding. Più la società si avvicina al collocamento dei titoli, più l'attività di tale area diventa preminente e di vitale importanza;
- il dipartimento di research, che fornisce un giudizio autonomo circa le prospettive del mercato di riferimento, il posizionamento della società e le sue strategie di sviluppo predisponendo valutazioni indipendenti circa l'andamento prospettico della stessa.

La società quotanda collaborerà con il global coordinator lungo l'intero iter del processo valutativo. Ovviamente, i membri del top management risulteranno essere i soggetti maggiormente coinvolti, anche se un ruolo fondamentale in tale processo è sicuramente svolto dall'area pianificazione (per la predisposizione del piano industriale) e dall'area finanza.

## **CAPITOLO 3: HONG KONG PUBLIC OFFERING**

In questo capitolo, necessario per comprendere i meccanismi di base che hanno portato Alibaba Group a procedere con la recente IPO di Novembre 2019, analizzeremo le principali caratteristiche del processo di quotazione allo *Stock Exchange of Hong Kong* (SEHK). Inizieremo col descrivere i requisiti generali richiesti per l'ammissione e i principali soggetti che vi partecipano. Successivamente, dopo aver descritto le strutture azionarie previste per la quotazione, descriveremo il ruolo dello *Stock Exchange of Hong Kong* (SEHK) e della *Securities and Futures Commission* (SFC), le due autorità di controllo del processo.

### **3.1 Requisiti generali per la quotazione sul SEHK**

La SEHK, mercato borsistico gestito dalla società *Hong Kong Exchanges and Clearing Limited*, mette a disposizione per le imprese desiderose di procedere con un'IPO due piattaforme di quotazione sulle quali collocare i propri titoli: il *Main Board* e il *Growth Enterprise Market* (GEM). Per poter quotarsi sul *Main Board* le società devono soddisfare determinati requisiti finanziari ed economici, con la possibilità di collocare i propri titoli nella forma di azioni o ricevute di deposito. Il GEM è stato appositamente inserito come una piattaforma di quotazione alternativa al Main Board, accessibile alle società che non rispettano i requisiti minimi di profittabilità e performance richiesti. Proseguendo con la nostra analisi, ogniqualvolta parleremo di quotazione ad Hong Kong faremo esclusivamente riferimento al processo di quotazione sul Main Board, se non specificato altrimenti.

#### **3.1.1 Condizioni necessarie per una IPO sul Main Board**

Come sopra precisato, il mercato del Main Board è accessibile solo alle compagnie consolidate che dimostrano di rispettare determinati requisiti in termini di profitti, ricavi e capitalizzazione di mercato. Tali requisiti sono specificati all'interno del capitolo otto del documento "*Rules Governing the Listing of Securities on the Exchange*" (Listing Rules). Dal punto di vista finanziario, le società che procedono a effettuare la domanda di quotazione sul Main Board dovranno rispettare almeno uno dei tre set di requisiti previsti:

- 1) **Profitto:** il profitto attribuibile agli azionisti deve essere, con riferimento all'ultimo anno finanziario prima della quotazione, non inferiore a 20 milioni di HK\$; il profitto attribuibile agli azionisti deve essere, con riferimento ai due anni precedenti la quotazione, almeno pari a 30 milioni di HK\$; infine, la capitalizzazione di mercato della società deve corrispondere ad almeno 500 milioni di HK\$ al momento della quotazione.
- 2) **Capitalizzazione di mercato/ricavi:** capitalizzazione di mercato minima di 4 miliardi di HK\$ al momento della quotazione e ricavi pari ad almeno 500 milioni di HK\$ nell'ultimo anno finanziario antecedente la quotazione;

- 3) **Capitalizzazione di mercato/ricavi/ flussi di cassa:** capitalizzazione di mercato minima pari a 2 miliardi di HK\$ al momento della quotazione; ricavi pari ad almeno 500 milioni di HK\$ nell'ultimo anno finanziario precedente la quotazione; flussi di cassa derivanti dalle attività operative oggetto di quotazione di almeno 100 milioni di HK\$ per i tre anni finanziari antecedenti la quotazione.

Oltre ai requisiti finanziari sopra esposti, le società che procedono con una domanda di quotazione sul mercato di Hong Kong devono rispettare una serie di requisiti base in relazione alla loro business history, al flottante (quantità di azioni emesse dell'azienda e possedute dal pubblico degli investitori esterni, liberamente commerciabili nel mercato secondario), al management e ai sistemi di controllo. Tra questi rientra:

- Una registrazione delle transazioni (*trading record*) relativa ad almeno 3 anni finanziari, in modo tale da rendere possibile all'Exchange e agli investitori di formulare un'ipotesi consapevole circa la capacità del management di gestire il business della società e su quali saranno le probabili performance di business future. Per facilitare la formulazione di tali ipotesi la società deve garantire all'Exchange che, al tempo della quotazione, i suoi business sono stati gestiti dalle stesse persone lungo l'intero periodo di registrazione e che tali individui sono tuttora i manager della società in questione;
- Una dimensione minima del flottante (solitamente pari al 25% dell'equity, che potrebbe essere ridotta al 25% a discrezione della SEHK se la capitalizzazione di mercato della società al momento della quotazione supera i 10 miliardi di HK\$);
- un numero minimo di 300 azionisti al momento della quotazione;
- nessun cambiamento del management nei tre anni finanziari antecedenti la quotazione;
- nessun cambiamento nella proprietà o nel controllo nel più recente anno finanziario;
- presenza obbligatoria di almeno tre direttori indipendenti-non esecutivi nel consiglio di amministrazione, rappresentanti almeno un terzo dello stesso. È inoltre richiesto che almeno uno tra questi abbia un'appropriata esperienza professionale nel campo della contabilità e della gestione finanziaria. Ancora, almeno uno tra questi deve risultare abitualmente residente ad Hong Kong nel caso di una società H-share;
- almeno due tra i direttori esecutivi devono risultare abitualmente residenti ad Hong Kong;
- l'emittente dovrà designare come segretario della società un soggetto che, in virtù delle sue qualifiche accademiche o professionali, risulti ad opinione dell'Exchange capace di svolgere le funzioni che tale ruolo comporta;
- l'ultimo periodo finanziario oggetto di report da parte dei contabili responsabili dello stesso non deve essere terminato da più di sei mesi prima della pubblicazione del documento di quotazione (*listing document*).

### 3.1.2 Strutture azionarie per la quotazione sul SEHK

In primo luogo, le società desiderose di quotarsi ad Hong Kong devono essere necessariamente incorporate in una delle giurisdizioni ritenute accettabili dalla SEHK ai fini della quotazione. Basandoci sulle “Listing Rules”, le società incorporate ad Hong Kong, nella Cina continentale, nelle Isole Cayman e alle Bermuda possono procedere con la domanda ai fini dell’ammissione alla quotazione. Dal 30 Giugno 2019 sono state aggiunte ulteriori 27 “giurisdizioni accettabili” per le società estere, tra cui l’Italia, il Galles e l’Inghilterra, la Russia, il Giappone, Singapore e l’Australia. Le società estere dovranno inoltre dimostrare, ai fini della quotazione, che gli standards previsti a tutela degli azionisti dal loro luogo di incorporazione sono almeno equivalenti a quelli garantiti da Hong Kong; in caso contrario, quest’ultime dovranno modificare i propri documenti costitutivi per garantire una protezione equivalente.

Per le società con sede e principali business nella Cina Continentale, la SEHK accetta uno svariato numero di strutture azionarie, tra cui:

- Struttura **Red-chip**, per cui la società quotata è una holding off-shore iniettata con titoli o azioni domestiche in modo tale da raggiungere una quotazione estera indiretta. Le azioni *Red-chip* appartengono a società con sede nella Cina Continentale e quotate ad Hong Kong. Tali compagnie sono però incorporate al di fuori della Cina Continentale e controllate direttamente o indirettamente dalle province o dai governi municipali della Repubblica Popolare Cinese. Le società *red-chip* possono quindi essere di due tipi:
  - 1) Società *red-chip* di proprietà statale, dove il proprietario effettivo della società, delle sue attività o dei suoi businesses è solitamente un’entità governativa della Repubblica Popolare Cinese;
  - 2) Società *red-chip* private, dove il proprietario effettivo della società, delle sue attività o dei suoi businesses è un soggetto privato.
- Struttura **H-share**: per cui l’emittente è una società per azioni (*joint-stock company*) incorporata nella Cina Continentale le cui azioni (*H-share*) sono direttamente quotate sulla SEHK. La quotazione con azioni *H-share* può avvenire in quattro modi diversi:
  - 1) **Prima A e poi H**: una società quotata in un mercato della Cina Continentale decide di procedere ad un’un’ulteriore quotazione ad Hong Kong;
  - 2) **Prima H e poi A**: una compagnia quotata sul SEHK procede ad un’un’ulteriore quotazione in un mercato della Cina Continentale;
  - 3) **A + H**: una società procede simultaneamente alla quotazione sul SEHK e su uno dei mercati della Cina continentale;
  - 4) **NEEQ + H**: una società già quotata sul mercato della Cina Continentale NEEQ (*National Equities Exchange Quotation*) procede alla quotazione sul SEHK.
- **Spin-off**: per cui società già quotate ad Hong Kong, nella Cina Continentale o all’estero, procedono

alla creazione di una filiale o determinate attività commerciali per una quotazione ad Hong Kong.

Per quanto riguarda una società quotanda della Cina Continentale con una struttura azionaria *red-chip*, è prevista la creazione di una società holding offshore, una cosiddetta società veicolo (*Special Purpose Vehicle*), formata e dotata di attività e interessi della medesima società quotanda. Infine, la società veicolo verrà quotata all'estero per conto di quest'ultima al fine di raccogliere capitale. La maggior parte delle società della Cina Continentale quotate ad Hong Kong utilizza il modello *red-chip*, specialmente quelle private.

Per quanto concerne invece la struttura delle società *H-share*, è rilevante specificare che si parla di *H-shares* ogniqualvolta si faccia riferimento ad azioni offerte sul mercato di Hong Kong agli investitori stranieri da parte di società per azioni incorporate nella Cina Continentale. Al momento, le società facenti richiesta per una quotazione ad Hong Kong sotto una struttura azionaria *H-shares* devono passare attraverso una duplice procedura di approvazione. La prima, di natura domestica, prevede il controllo e l'eventuale approvazione da parte della *China Securities Regulatory Commission* (CSRC). La seconda, di natura estera, prevede l'intervento e l'eventuale approvazione da parte della SEHK.

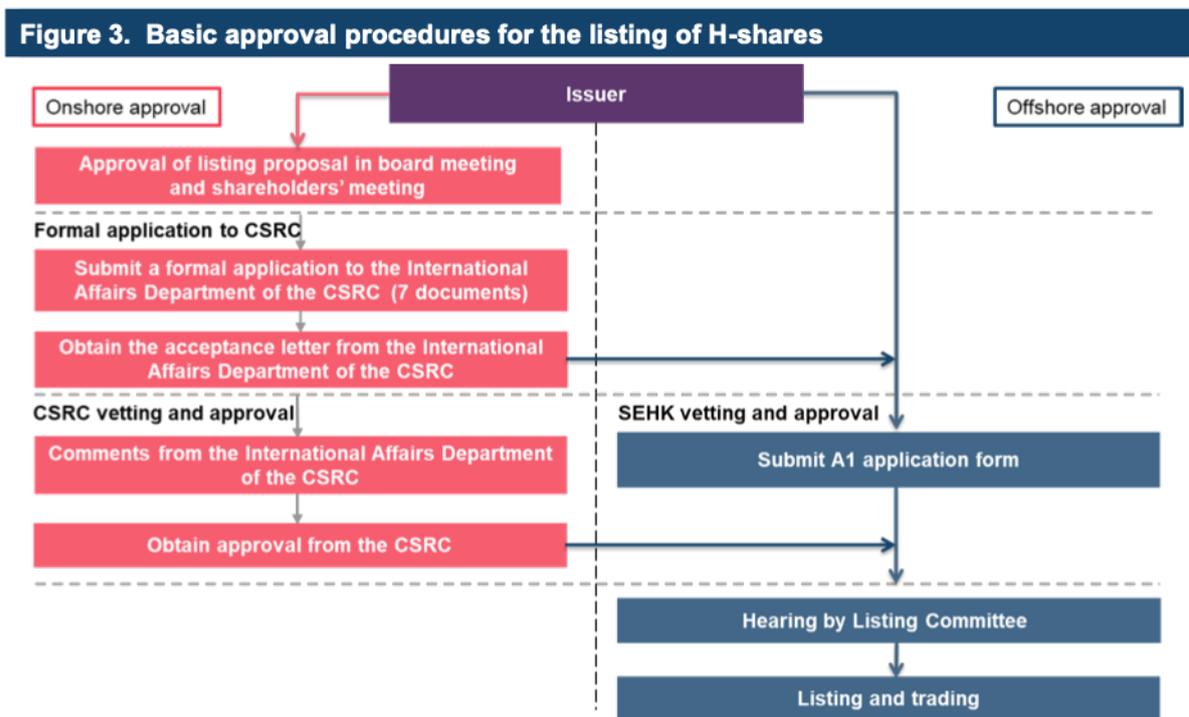


Figura 2<sup>6</sup>

Come descritto nella figura 2, dopo che l'assemblea dei soci e il consiglio di amministrazione (*Board*) della società con struttura *H-shares* avranno approvato la proposta di quotazione, la società procederà ad inviare una richiesta formale di ammissione alla quotazione alla CSRC. Successivamente, durante la fase preliminare di revisione della domanda di accesso alla quotazione, il Dipartimento di Affari Internazionali

<sup>6</sup> HKEX, Research Report, "Initial public offering (IPO) and listing process on the SEHK with highlights", p.7,16 Settembre 2019.

della CSRC solleverà questioni di rilevante importanza che saranno oggetto di discussione in un apposito meeting, per poi inviare un feedback alla società emittente. Dopo aver ricevuto tale feedback, la società in questione si coordinerà con i principali intermediari designati per preparare una risposta da inviare al CSRC, come richiesto. Simultaneamente, si impegnerà ad inviare i documenti necessari al dipartimento di elaborazione rispettando le scadenze specificate dallo stesso. I revisori della CSRC procederanno quindi a scrivere un rapporto di revisione e ad eseguire le procedure di approvazione relative alle licenze amministrative necessarie per autorizzare o rigettare le richieste di un'off-shore IPO o di un rifinanziamento estero. Infine, il dipartimento di elaborazione invierà i documenti di approvazione alla società richiedente. Dopo aver ricevuto tali documenti, la società dovrà sottoporsi a un'udienza con il comitato di quotazione della SEHK, e solo dopo tale udienza la quotazione sarà eventualmente resa definitiva.

### 3.1.3 Recenti sviluppi delle quotazioni H-share

Le società quotate con struttura azionaria *H-share* rappresentano oramai una fetta più che rilevante del mercato borsistico di Hong Kong. A partire da Giugno del 1993, le società incorporate nella Cina Continentale possono procedere alla quotazione ad Hong Kong attenendosi alle regole di quotazione (*Listing Rules*) pubblicate dalla SEHK. Tsingtao Brewery fu la prima società della Cina continentale a quotarsi ad Hong Kong attraverso una struttura azionaria *H-share*. A partire dagli anni 2000, altre grandi società della Cina continentale seguirono il suo esempio, segnando un boom quantitativo in termini di *H-share* IPOs. Un esempio eclatante in questo senso è rappresentato dalla quotazione nel medesimo mercato delle quattro principali banche cinesi a controllo statale, assieme alla China Unicom e alla CNPC (*China National Petroleum Corporation*).

Type of listed company	Number			Total market capitalisation (End-Jun 2019)		ADT (Jan-Jun 2019 <sup>11</sup> )	
	Total	Main Board	GEM	HK\$ million	% of total	HK\$ million	% of total
Mainland China	1,197	1,093	104	22,247,751.84	67.98	55,134.84	79.89
<b>H-shares</b>	<b>274</b>	<b>250</b>	<b>24</b>	<b>6,376,083.15</b>	<b>19.48</b>	<b>24,257.63</b>	<b>35.15</b>
Red-chips <sup>12</sup>	176	171	5	5,595,665.82	17.10	7,908.10	11.46
MPEs <sup>13</sup>	747	672	75	10,276,002.88	31.40	22,969.11	33.28
Hong Kong	1,006	765	241	7,921,907.18	24.21	9,484.60	13.74
Overseas	179	138	41	2,556,988.79	7.81	4,393.95	6.37
<b>Total</b>	<b>2,382</b>	<b>1,996</b>	<b>386</b>	<b>32,726,647.81</b>	<b>100.00</b>	<b>69,013.39</b>	<b>100.00</b>

Figura 3<sup>7</sup>

<sup>7</sup> HKEX, Research Report, "Initial public offering (IPO) and listing process on the SEHK with highlights", p.10,16 Settembre 2019.

Come possiamo notare in figura, attraverso i dati aggiornati al 30 Dicembre 2019 circa le società quotate al SEHK, ben 1197 società della Cina continentale risultano quotate (di cui 274 con una struttura azionaria *H-share*) rappresentando in totale il 68% in termini di capitalizzazione di mercato e circa l'80% in termini di turnover medio giornaliero fino a fine Giugno 2019 (tale valore comprende sia le azioni quotate ordinarie, sia le azioni quotate privilegiate). Il numero di società emittenti quotate con azioni A+H è salito a 112, di cui 90 quotate presso il mercato di Shanghai (*Shanghai Stock Exchange*) e 22 presso lo il mercato di Shenzhen (*Shenzhen Stock Exchange*).

L'ammontare di fondi ottenuti dalle imprese emittenti attraverso le quotazioni *H-share*, relativamente a Giugno 2019, equivale a ben 1.81 trilioni di HK\$. Circa l'80% di questo ammontare deriva dalle IPOs di varie aziende appartenenti al settore industriale, finanziario e a discrezione del consumatore.

Di notevole impatto per lo sviluppo del mercato di Hong Kong è stata l'introduzione, rispettivamente nel 2014 e nel 2016, dello *Shanghai-Hong Kong Stock Connect* e dello *Shenzhen-Hong Kong Stock Connect*. Si tratta in sostanza di una collaborazione tra i tre mercati che ha garantito un accesso di mercato mutuale tra gli stessi, offrendo agli investitori internazionali e della Cina continentale la possibilità di negoziare titoli in ciascuno di questi tre mercati mediante i brokers e le clearing houses locali. Ciò ha portato ad uno sviluppo multilaterale del mercato dei capitali cinese. Alla fine di Giugno 2019, 118 delle 326 azioni del mercato di Hong Kong incluse nello Shanghai Connect, e 144 delle 481 azioni del medesimo mercato incluse nello Shenzhen Connect costituivano azioni *H-shares*.

Un altro aspetto che merita una breve analisi è la stretta correlazione tra le azioni *B-shares* e le azioni *H-shares*. Le azioni *B-shares* si riferiscono alle azioni, denominate in RMB, delle società con sede nella Cina continentale e quotate in uno dei due mercati domestici di Shanghai e Shenzhen. La loro peculiarità consiste nel fatto che sebbene il loro valore nominale sia espresso in dollari, le stesse vengono sottoscritte e negoziate nei due mercati in due differenti valute straniere. Più precisamente, nello *Shanghai Stock Exchange* (SSE) verranno negoziate in US\$, mentre nello *Shenzhen Stock Exchange* (SZSE) saranno negoziate in HK\$. La differenza sostanziale rispetto alle tradizionali *A-shares* è che quest'ultime sono negoziate in RMB, la valuta locale della Continentale. Al 30 giugno 2019, vi erano 50 differenti società con una struttura di tipo *B-share* sul SSE e 47 società *B-share* sul SZSE.

Negli ultimi anni, alcune tra le società quotate nei due mercati domestici della Cina continentale con una struttura *B-share* hanno deciso di convertire queste azioni in *H-share* e, dunque, procedere contestualmente ad una quotazione al SEHK. Dato che questo passaggio di quotazione "B a H", insieme al modello di quotazione "B+H", ricorre molto più spesso nella prassi di quotazione, la connessione tra il mercato di Hong Kong e i mercati dei capitali della Cina continentale si svilupperà ancora più profondamente. Questo permetterà di utilizzare un maggior numero di canali per il finanziamento tramite equity internazionale e multi-valutario delle compagnie della Cina continentale.

### 3.1.4 Requisiti per la quotazione al GEM

Come già anticipato ad inizio capitolo, la SEHK metta a disposizione per le piccole-medie imprese desiderose di procedere con un'IPO una piattaforma di quotazione con dei criteri di accesso al collocamento meno severi rispetto a quelli caratterizzanti il Main Board: il GEM (*Growth Enterprise Market*).

Le società facenti richiesta di procedere con una quotazione su tale mercato devono rispettare i seguenti requisiti:

- aggregato dei flussi di cassa operativi relativi ai due anni precedenti la quotazione pari ad almeno HK\$ 30 milioni;
- capitalizzazione di mercato pari ad almeno HK\$ 150 milioni;
- almeno 100 azionisti presenti successivamente alla quotazione;
- management sostanzialmente invariato per i due anni finanziari precedenti la quotazione;
- stessa proprietà e controllo nell'ultimo anno finanziario;
- presenza di almeno tre direttori indipendenti per un numero non inferiore ad un terzo dei membri del consiglio di amministrazione;
- presenza di almeno un direttore non esecutivo indipendente, con residenza ordinaria ad Hong Kong in caso di una società facente richiesta di quotazione con struttura H-shares;
- pubblicazione trimestrale dei rendiconti finanziari.

## 3.2 Quotazione sul SEHK: soggetti coinvolti

In questo paragrafo analizzeremo i principali soggetti coinvolti nel processo di IPO ad Hong Kong. Tra tali soggetti includiamo: *gli sponsors, i compliance advisers, gli underwriters, i solicitors e gli accountants*.

### 3.2.1 Sponsors e compliance advisers

Qualsiasi società facente richiesta di quotazione sul Main Board del SEHK dovrà incaricare almeno uno sponsor indipendente registrato dalla *Securities and Futures Commission (SFC)*; quest'ultimo avrà il compito di assistere la società quotanda con la domanda di quotazione. Lo sponsor, una volta accettato l'incarico, dovrà notificare appena possibile l'avvenuta accettazione al SEHK, indipendentemente dal fatto che sia stata presentata una richiesta di quotazione. Come prova di accettazione, lo sponsor dovrà inviare una copia del contratto di rappresentanza legale (*engagement letter*) non appena formalmente accettato l'incarico. Una pari esigenza informativa sorge nel caso in cui lo sponsor rinunci al suo incarico quando in corso d'esecuzione, dal momento che gli è richiesto di indicare all'Exchange con notificazione scritta i motivi che lo hanno spinto a cessare la sua funzione. La richiesta di quotazione non deve essere inviata da una nuova società quotanda prima che siano trascorsi almeno due mesi dall'accettazione dell'incarico da parte dello sponsor<sup>8</sup>. Lo sponsor deve generalmente svolgere i seguenti compiti:

- Effettuare una pianificazione generale del processo di quotazione, nonché svolgere una funzione di

---

<sup>8</sup> HKEX, *Listing Rules 3A.02A e 3A.02B*.

coordinamento;

- assistere la società facente domanda di quotazione nella preparazione di un piano finanziario;
- effettuare una ragionevole due diligence;
- revisionare, qualora lo ritenga necessario, le previsioni di profitto e dei flussi di cassa della società quotanda;
- essere profondamente e strettamente coinvolta nella preparazione dei documenti richiesti per la domanda di quotazione;
- collaborare con le autorità di vigilanza per conto della società quotanda e accompagnarla nei meeting previsti, se non richiesto altrimenti dalle stesse autorità.

Inoltre, la società quotanda dovrà designare un *Compliance Adviser* incaricato di seguire la società dalla data di quotazione iniziale fino alla data di annuncio dei risultati finanziari relativi al primo anno finanziario successivo alla quotazione. Il *Compliance Adviser* è definito come una qualsiasi impresa o istituzione finanziaria autorizzata che abbia una licenza o sia registrata presso la SFC.

### **3.2.2 Underwriters**

Come già sappiamo, il ruolo principale dei sottoscrittori di un'IPO consiste nell'assistere l'impresa emittente nell'emissione e nella vendita dei nuovi titoli. I compiti svolti dalle diverse banche del consorzio di collocamento contribuiscono ad assorbire la pressione di vendita e a limitare i rischi legati all'offerta, specialmente per i collocamenti di notevoli dimensioni. Tra i compiti dei sottoscrittori includiamo:

- assistere la società quotanda nella preparazione dei materiali necessari per il roadshow;
- procurare gli analisti essenziali per la compilazione dei rapporti di ricerca;
- identificare i potenziali investitori interessati all'offerta;
- organizzare i roadshow e le attività di promozione dell'offerta;
- condurre l'offerta pubblica e il collocamento internazionale;
- sottoscrivere interamente i titoli oggetto di IPO;
- assistere la società quotanda nella determinazione del prezzo d'offerta;
- garantire supporto per il prezzo dei titoli post-quotazione.

### **3.2.3 Solicitors**

A causa delle differenze presenti tra i sistemi legali di Hong Kong e della Cina continentale, l'applicazione per la quotazione ad Hong Kong richiede normalmente l'intervento e l'assistenza da parte di quattro differenti teams di *solicitors*, ovvero rappresentanti legali. I *solicitors* coinvolti, sia "locali", ovvero con un solido background giuridico concernente il sistema legale della Cina continentale, sia "esteri", con riferimento a quelli praticanti ad Hong Kong, alle Isole Cayman o negli Stati Uniti, rappresenteranno da un lato l'emittente e dall'altro gli sponsors e i sottoscrittori. I compiti di un team di *solicitors* tipicamente consistono nel:

- assistere nella ristrutturazione finanziaria della compagnia;
- formare una bozza di prospetto informativo da presentare agli investitori;
- assistere le parti nella fase di due diligence;
- prestare consiglio sui temi legali legati al processo di due diligence, nel rispetto dei requisiti di quotazione;
- prestare consiglio legale agli sponsor e ai sottoscrittori della società quotanda riguardo alle questioni di conformità della stessa;
- assistere la società quotanda e i suoi sponsors nel rispondere alle richieste degli enti di regolamentazione.

### **3.2.4 Accountants**

La società quotanda dovrà inoltre ingaggiare dei revisori contabili specializzati (*accountants*) che verifichino la correttezza e la chiarezza dei suoi rendiconti finanziari e la assistano nel processo di IPO. Tra i compiti di tali revisori solitamente rientrano:

- preparare le relazioni di revisione;
- assistere la società in materia di tassazione (se la stessa non si avvale di un esperto triburario indipendente);
- revisionare le previsioni di profitto e dei flussi di cassa preparate dalla società quotanda;
- assistere gli sponsors nel rispondere alle richieste degli enti regolatori.

## **3.3 Richiesta e processo di verifica della quotazione**

Passiamo ora ad analizzare le due principali autorità di vigilanza e controllo del mercato di Hong Kong: il SEHK e la SFC.

### **3.3.1 Ruoli e doveri del SEHK e della SFC**

Il SEHK esercita la sua funzione principale adottando un approccio basato sulla chiarezza e sulla divulgazione delle informazioni chiave, attraverso un processo di approvazione delle quotazioni fondato sulla trasparenza e su scadenze prefissate. Il compito principale del SEHK, previsto statutariamente, è assicurare che i mercati di Hong Kong risultino ordinati, trasparenti ed equi.

La *Securities and Futures Commission* (SFC) svolge un ruolo centrale sia nella regolamentazione di mercato, sia nella regolamentazione di alcune aree dei processi di quotazione, nonché un ruolo complementare nei casi di violazione delle norme di mercato attraverso l'esercizio dei suoi poteri statuari di investigazione e limitazione. Ha inoltre il dovere statutario di supervisionare e monitorare l'operato del SEHK nell'esercizio delle sue funzioni e nell'ambito delle sue responsabilità concernenti i processi di quotazione; tal fine, lo staff del SEHK e della SFC si incontra regolarmente per discutere di questioni relative alla quotazione. Sotto questo rapporto di collaborazione, il SEHK invia alla SFC i materiali ricevuti

da ogni società facente richiesta di ammissione alla quotazione; la SFC potrà quindi opporsi alla quotazione se le informazioni contenute nei documenti inviati risulteranno false e/o fuorvianti.

Il SEHK esercita le sue funzioni relative al processo di quotazione, tra cui la formulazione, l'annuncio e l'applicazione delle *Listing Rules* (regole di quotazione), attraverso due organi principali: il *Listing Department* e il *Listing Committee*. Ogni cambiamento delle regole di quotazione dovrà di regola essere sottoposto e approvato dalla SFC.

### 3.3.2 Processo di verifica dell'IPO

Le società desiderose di quotarsi in uno dei mercati del SEHK devono seguire una procedura di approvazione divisa in varie fasi: la preparazione pre-quotazione, l'invio della domanda di quotazione tramite applicazione al SEHK, la verifica del rispetto dei requisiti da parte del SEHK e della SFC, infine è prevista l'ammissione alla quotazione e la negoziazione delle azioni sul mercato, come mostrato in figura 4.

**Figure 4. Overview of the review process for listing on the SEHK**

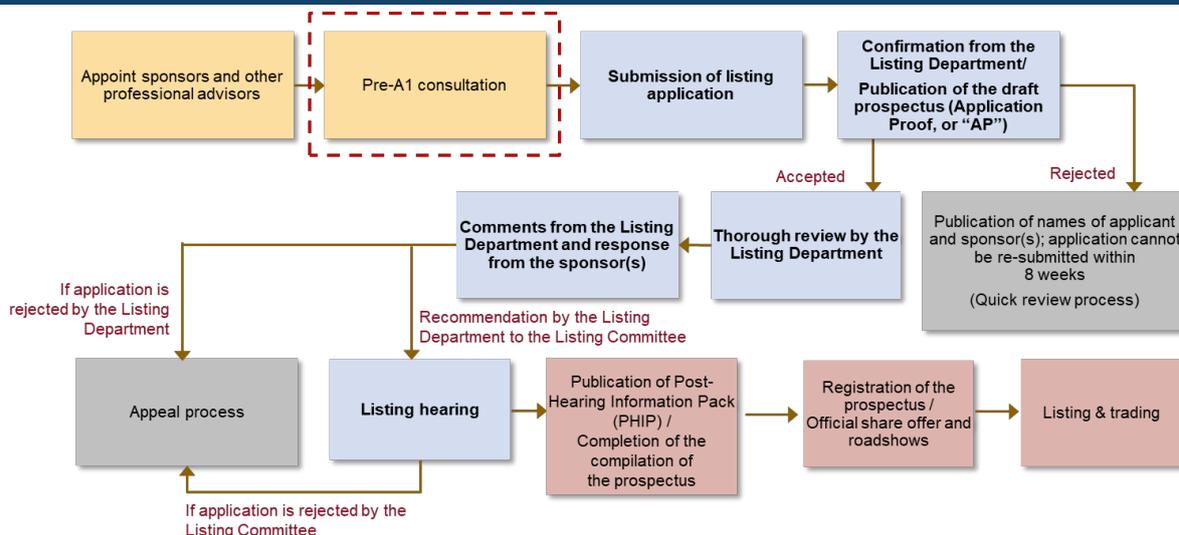


Figura 4<sup>9</sup>

Il primo passo che l'impresa deve compiere per far sì che i propri strumenti finanziari vengano quotati sul SEHK consiste nella designazione degli sponsors e degli advisors finanziari con cui procedere alla richiesta di quotazione. Gli advisors finanziari che assistono la società quotanda includono tipicamente i soggetti designati come sottoscrittori e come sponsors, i legali esperti nella legislazione finanziaria della Cina continentale e di Hong Kong e i revisori contabili. Come già anticipato precedentemente nel capitolo, è previsto dalle regole di quotazione che la società emittente designi formalmente uno sponsor almeno due mesi prima rispetto all'invio della domanda di quotazione e che comunichi la stessa designazione alla SEHK entro 5 giorni lavorativi. La società quotanda dovrà discutere con gli advisors circa la convenienza dell'operazione di IPO in termini di tempo e costi, la struttura azionaria di quotazione, la divisione del lavoro

<sup>9</sup> HKEX, Research Report, "Initial public offering (IPO) and listing process on the SEHK with highlights", p.16,16 Settembre 2019.

tra le parti coinvolte in tale processo, i potenziali problemi e i potenziali obblighi a cui la società andrebbe in contro una volta quotata.

La seconda fase consiste nel processo di preparazione alla quotazione, durante la quale gli sponsor attueranno la due diligence e assisteranno la società quotanda nella preparazione della bozza di prospetto informativo (cosiddetta “Prova di applicazione”). Il prospetto dovrà contenere tutte le informazioni ritenute essenziali dalle autorità di vigilanza e controllo affinché il potenziale investitore possa effettuare una scelta d’investimento consapevole. Inoltre, gli sponsors aiuteranno la società a formulare o migliorare le strategie di medio-lungo termine e a consegnare adeguate previsioni finanziarie e di business ai sottoscrittori, in modo tale che quest’ultimi creino degli efficaci modelli di valutazione, determinino l’uso dei ricavi e raccolgano informazioni essenziali da presentare ai potenziali investitori.

La terza fase si esplicita nell’invio della domanda di quotazione al *Listing Department* (LD) della SEHK. La domanda di quotazione dovrà contenere al suo interno la Prova di applicazione. Dopo aver controllato che la domanda rispetti tutti i requisiti di contenuto previsti, il LD confermerà la stessa e pubblicherà online la versione inglese e cinese della bozza di prospetto informativo.

La quarta fase prevede una verifica formale della domanda di quotazione da parte del *Listing Department* (LD). La verifica si baserà sull’eleggibilità, l’adeguatezza per la quotazione, la sostenibilità del business, la conformità della società alle regole e un’adeguata trasparenza informativa della stessa. Il LD invierà dei commenti alla società e i suoi sponsors normalmente entro quindici giorni lavorativi dalla data di ricezione della domanda. Il tempo previsto per una successiva revisione della domanda dipenderà dal tempo di risposta della società e dalla qualità della stessa.

Successivamente, il *Listing committee* (LC) revisionerà la domanda di quotazione stabilendo se è conveniente per la società procedere con l’IPO. Come previsto dalle regole di quotazione, il LC deve essere composto da 28 membri, tra cui almeno 8 membri rappresentanti gli interessi degli investitori; 19 membri dovranno invece rappresentare in adeguate proporzioni le emittenti quotate e i partecipanti di mercato, comprendendo rappresentanti legali, esperti in finanza aziendale, revisori contabili e altro personale con elevata esperienza nel settore; il rimanente membro dovrà essere il direttore esecutivo della borsa di Hong Kong. I compiti principali del LC includono:

- revisione della quotazione;
- verifica della correttezza della domanda di quotazione e controllo del LD;
- approvazione delle IPO e disciplinare le domande di rinuncia;
- approvazione o modificazione delle decisioni prese dal LD;
- fornire commenti per le policies di notevole rilevanza e le modifiche delle regole di quotazione;

Dopo aver ricevuto la duale approvazione da parte dei due organi sopra citati, si entrerà nella fase del marketing e della vendita dei nuovi titoli. La società quotanda dovrà rispettare i requisiti minimi standard previsti in termini numero di azionisti, senza però che la SEHK interferisca con il processo di definizione del prezzo di offerta. Il/i sottoscrittore/i o il consorzio di collocamento sono generalmente responsabili

nell'assistere la società quotanda durante la preparazione alla quotazione e nella fase di marketing. Il collocamento dei titoli oggetto di IPO ad Hong Kong può avvenire secondo due differenti modalità: attraverso il "collocamento internazionale" o attraverso la suddetta "Offerta pubblica".

Dopo aver fissato il prezzo d'offerta e aver collocato le azioni presso gli investitori istituzionali e retail, i titoli della società quotanda saranno ammessi alla quotazione e alla negoziazione presso il SEHK.

## **CAPITOLO 4: HONG KONG PUBLIC OFFERING, IL CASO ALIBABA GROUP**

In questo capitolo conclusivo partiremo con l'analizzare in breve la storia, la missione e i businesses di una tra le società multi-business più rilevanti a livello internazionale: Alibaba Group. Successivamente, dopo aver discusso brevemente la situazione finanziario del gruppo, forniremo un quadro di insieme relativamente alla quotazione effettuata da Alibaba Group nel mercato borsistico di Hong Kong (SEHK).

### **4.1 Alibaba Group: la società e i suoi principali Businesses**

Alibaba Group è stata fondata nel 1999 da 18 persone guidate dal visionario Jack Ma, un insegnante di inglese originario della provincia cinese di Hangzhou. La missione della compagnia è rendere i vari business semplici; i fondatori, infatti, hanno fondato la compagnia sull'idea che l'uso di internet avrebbe portato le piccole società a poter competere con le grandi sia nel mercato locale che nel mercato internazionale, grazie allo sfruttamento delle innovazioni e della tecnologia in continua crescita. Dal momento del lancio di Alibaba.com, primo website e business di Alibaba Group nato con l'intento di aiutare i piccoli artigiani, imprenditori e esportatori cinesi a vendere i loro prodotti internazionalmente, la società è divenuta uno dei leader globali nel commercio online. Ad oggi, la società e le sue relative controllate operano gestendo delle piattaforme di mercato online finalizzate al commercio all'ingrosso e al dettaglio (*core commerce*), nonché svolgendo diverse attività di cui parleremo brevemente, tra cui: il cloud computing; il digital media e l'intrattenimento e il campo delle iniziative di innovazione. I principali businesses di Alibaba Group sono elencati in figura 5, alcuni dei quali verranno brevemente descritti nel seguito.

Alibaba Group rappresenta, in termini di GMV (*Gross Merchandise Volume*, ovvero il volume di beni venduti customer-to-customer o attraverso piattaforme online), la più grande realtà di business per quanto concerne il commercio al dettaglio, in base ai dati raccolti dalla società Analysis fino al 31 Marzo 2019. Taobao Marketplace, lanciata nel 2003, è la più grande piattaforma di commercio online cinese, con un social network in continua espansione composto da venditori, per la maggior parte piccoli commercianti, ed acquirenti. Tmall, lanciata nel 2008, costituisce la più grande piattaforma di commercio online al mondo per marche e rivenditori cinesi, rispondendo alla crescente domanda di prodotti di alta qualità.

Aliexpress è una piattaforma di commercio al dettaglio lanciata nel 2010 ed operante a livello globale, a differenza di Taobao e Tmall; permette infatti ai consumatori di acquistare direttamente dai produttori e distributori, non solo cinesi. In aggiunta al sito internazionale interamente in lingua inglese, lo stesso è stato tradotto in 17 lingue locali per facilitare la comprensione e l'utilizzo dello stesso. 1688.com è una piattaforma cinese di commercio all'ingrosso operante a livello domestico, totalizzante il più elevato ammontare di ricavi nel 2018 per la sua categoria, in base ai dati raccolti da Analysis; connette compratori e venditori all'ingrosso cinesi. Spostandoci verso il business del commercio all'ingrosso a livello internazionale, Alibaba Group opera attraverso Alibaba.com, il suo primo business consistente nella più grande piattaforma cinese di commercio all'ingrosso (secondo Analysis), operante globalmente e fondata nel

1999. Secondo gli stessi dati di Analysis, al 31 Marzo 2019 gli acquirenti di Alibaba.com erano dislocati in più di 190 paesi.

Fondata nel 2013, Cainiao network è una piattaforma logistica dedicata a realizzare la visione di Alibaba Group consistente nel soddisfare gli ordini dei consumatori cinesi e internazionali rispettivamente entro 24 e 72 ore. Per realizzare quest'obiettivo, Cainiao Network ha stabilito una rete globale insieme a molteplici partners logistici; offre infatti svariati servizi di logistica one-stop-shop, sia a livello domestico che globale. Alibaba Cloud, fondata nel 2009, è uno dei tre migliori IaaS provider al mondo, nonché il più grande fornitore cinese di servizi di public cloud per ricavi nel 2018; offre un'ampia gamma di servizi cloud, tra cui: servizi di database; storage; servizi di network virtuali; computing su larga scala; sicurezza;etc.

Un'ulteriore strategia messa in atto da Alibaba Group per aumentare la propria clientela oltre i confini del commercio online è quella di fornire servizi di digital media e intrattenimento. A tal proposito, la società ha fondato Youku, la terza piattaforma cinese di video online in termini di utenti mensili attivi, con lo scopo di fornire contenuti multimediali di intrattenimento ai propri clienti. Un ulteriore esempio in questo ambito è fornito dalla creazione di Alibaba Pictures, una piattaforma internet che opera nell'ambito della produzione di contenuti, della promozione e distribuzione degli stessi, della gestione del cinema ticketing e della fornitura di servizi per l'industria dell'intrattenimento.

Alimama è una piattaforma di monetizzazione lanciata nel 2007 che permette alla società, attraverso l'utilizzo della tecnologia informatica, di monetizzare i suoi business di digital media, intrattenimento e commercio.

Per quanto concerne il business dei servizi finanziari, Alibaba Group si avvale di Ant Financial, società non consolidata appartenente al gruppo. Si tratta di una società focalizzata sull'offerta di svariati servizi finanziari ai consumatori e ai piccoli businesses, sia a livello domestico che globale. Questi sono eseguiti principalmente grazie alla cooperazione con molteplici istituzioni finanziarie.

Alibaba Group si caratterizza per una struttura di governance particolarmente complessa e inusuale, basata sulla partnership. In base alla normativa cinese, infatti, la cosiddetta regola "un'azione, un voto" perde valore per quanto concerne le compagnie della Cina continentale. Questo ha portato Alibaba ad assumere una struttura conosciuta come "Entità ad Interesse Variabile" (*Variable interest entity*), dove gli investitori che acquistano azioni della società non entreranno in possesso di una quota di proprietà della stessa, ma di azioni di un'entità registrata alle Isole Cayman che per contratto riceve profitti da Alibaba.



Figura 5<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Alibaba Group, *Prospetto informativo*, 15 Novembre 2019.

## 4.2 Alibaba Group: struttura finanziaria

Il bilancio consolidato di Alibaba Group viene redatto seguendo gli US *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP). Con il termine GAAP facciamo riferimento ad un insieme di principi contabili, standards e procedure emanate dal *Financial Accounting Standards Board* (FASB). Le *public companies* quotate negli Stati Uniti, come Alibaba Group, devono sottostare a tali principi nella redazione dei loro *financial statements*.

Nelle figure sottostanti, ricavate dal prospetto informativo della società, possiamo osservare alcuni dati finanziari selezionati dai documenti contabili consolidati del gruppo, tra cui il conto economico consolidato e lo stato patrimoniale consolidato. Con il 31 marzo si fa riferimento alla chiusura di ciascun anno fiscale. Nel corso del paragrafo descriveremo brevemente l'evoluzione di questi dati.

	Year ended March 31,			Three months ended June 30,		
	2017	2018	2019	2018 <sup>(1)</sup>	2019	
	RMB	RMB	RMB	RMB	RMB	US\$
	(in millions, except per share data)					
Revenue						
Core commerce	133,880	214,020	323,400	69,188	99,544	14,500
Cloud computing	6,663	13,390	24,702	4,698	7,787	1,134
Digital media and entertainment	14,733	19,564	24,077	5,975	6,312	920
Innovation initiatives and others	2,997	3,292	4,665	1,059	1,281	187
Total	158,273	250,266	376,844	80,920	114,924	16,741
Income from operations <sup>(2)</sup>	48,055	69,314	57,084	8,020	24,375	3,551
Net income	41,226	61,412	80,234	7,650	19,122	2,785
Diluted earnings per share <sup>(3)</sup>	2.12	3.06	4.17	0.41	1.01	0.15
Diluted earnings per ADS <sup>(3)</sup>	16.97	24.51	33.38	3.30	8.06	1.17
<b>Supplemental Information —</b>						
<b>Non-GAAP measures<sup>(4)</sup>:</b>						
Adjusted EBITDA	74,456	105,792	121,943	29,359	39,238	5,716
Adjusted EBITA	69,172	97,003	106,981	26,502	34,556	5,034
Marketplace-based core commerce adjusted						
EBITA	N/A <sup>(5)</sup>	122,883	161,589	36,956	46,800	6,817
Non-GAAP net income	57,871	83,214	93,407	20,101	30,949	4,508
Non-GAAP diluted earnings per share <sup>(3)</sup>	2.93	4.11	4.80	1.01	1.57	0.23
Non-GAAP diluted earnings per ADS <sup>(3)</sup>	23.44	32.86	38.40	8.04	12.55	1.83
Free cash flow	71,318	99,996	104,478	26,358	26,361	3,840

	As of March 31,			As of June 30,	
	2017	2018	2019	2019	
	RMB	RMB	RMB	RMB	US\$
	(in millions)				
Accrued expenses, accounts payable and other liabilities <sup>(2)</sup> .....	48,269	83,210	123,898	143,161	20,854
Deferred tax liabilities .....	10,361	19,312	22,517	21,874	3,187
Bank borrowings <sup>(3)</sup> .....	36,907	40,181	42,783	45,801	6,672
Unsecured senior notes <sup>(4)</sup> .....	54,825	85,372	91,517	93,588	13,632
<b>Total liabilities</b> .....	<b>182,691</b>	<b>277,685</b>	<b>349,674</b>	<b>373,797</b>	<b>54,450</b>
Total Alibaba Group Holding Limited shareholders' equity .....	278,799	365,822	492,257	521,033	75,897
<b>Total equity</b> .....	<b>321,129</b>	<b>436,438</b>	<b>608,583</b>	<b>637,966</b>	<b>92,930</b>

	As of March 31,			As of June 30,	
	2017	2018	2019	2019	
	RMB	RMB	RMB	RMB	US\$
	(in millions)				
Cash and cash equivalents and short-term investments .....	146,747	205,395	193,238	212,189	30,909
Investment securities and investments in equity investees <sup>(1)</sup> .....	155,874	182,707	251,471	262,736	38,272
Property and equipment, net .....	20,206	66,489	92,030	94,184	13,719
Goodwill and intangible assets, net .....	139,528	189,614	333,211	332,913	48,494
<b>Total assets</b> .....	<b>506,812</b>	<b>717,124</b>	<b>965,076</b>	<b>1,018,854</b>	<b>148,413</b>

Alibaba è stata protagonista di una crescita significativa durante la fine dei relativi anni fiscali, ovvero al 31 marzo di ciascun'anno, partendo dal 2017 fino ad arrivare al 31 marzo 2019. I ricavi totali della società sono cresciuti del 58%, passando da RMB158,73 milioni nell'anno fiscale del 2017 ad un livello di RMB250,66 nell'anno fiscale del 2018, aumentando ulteriormente del 51% raggiungendo un livello di RMB376,844 nell'anno fiscale del 2019. Inoltre, i ricavi totali relativi ai tre mesi conclusivi di giugno 2018, pari a RMB80,920 milioni, sono incrementati del 42% ad un livello di RMB114,24 milioni (equivalenti come si legge in figura a US\$16,41 milioni) relativo ai tre mesi conclusivi di giugno 2019.

L'utile netto, pari a RMB41,226 nell'anno fiscale del 2017, ha segnato un aumento sostanziale del 49% passando a RMB61,412 milioni alla chiusura dell'anno fiscale 2018, aumentando ulteriormente del 31% ad un livello di RMB80,234 milioni nel 2019. Infine, l'utile netto relativo ai tre mesi conclusivi di giugno 2018, pari a RMB7,650 milioni, è aumentato del 150% raggiungendo un livello di RMB19,22 milioni per i tre mesi conclusivi di giugno 2019.

L'utile netto non-GAAP, che esclude le plusvalenze da cessione e rivalutazione e la compensazione basata su azioni, oltre ad altri elementi, è aumentato del 44% passando da RMB57,871 milioni nel 2017 ad un

livello di RMB83,214 milioni nell'anno fiscale del 2018. Alla chiusura dell'anno fiscale del 2019 ha registrato un ulteriore incremento del 12%, segnando un livello di RMB93,407 milioni. Inoltre, il suo livello nei tre mesi conclusivi giugno 2018 era pari a RMB20,101 milioni, segnando un aumento del 54% fino a raggiungere i RMB30,949 milioni nei tre mesi conclusivi giugno 2019.

### **4.3 Alibaba Group: Hong Kong IPO e considerazioni**

Il 19 Settembre 2014, Alibaba Group si è ufficialmente quotata presso il New York Stock Exchange (NYSE), segnando un IPO da record per un valore complessivo di \$25 miliardi (grazie all'esercizio dell'opzione *greenshoe*), la più grande della storia battendo il precedente record dell'Agricultural Bank of China (che aveva segnato una raccolta pari a \$22,1 miliardi in sede di offerta pubblica). Il colosso dell'e-commerce aveva pensato inizialmente di collocare i titoli ad un prezzo d'offerta oscillante tra i \$60 e i \$66, dovendolo poi ritoccare a \$68 per via della forte domanda. Al momento della chiusura di Wall Street, i titoli sono saliti su del 38,1% a \$93,89, con circa 100 milioni di azioni scambiate in 10 minuti, facendo raggiungere al gruppo una capitalizzazione di mercato superiore a \$230 miliardi). A fine marzo 2019, la liquidità in cassa ammontava a ben \$30 miliardi. Inoltre, dalla quotazione a Wall Street il valore della società è raddoppiato ed è diventata la prima società cinese per capitalizzazione, a \$417 miliardi<sup>11</sup>.

Risulta quindi chiaro perché, a seguito del colossale successo del processo di collocamento avvenuto nel 2014 a New York, Alibaba Group abbia voluto espandere il proprio capitale attraverso un ulteriore IPO.

Procediamo ora con il descrivere un quadro di insieme della recente quotazione avvenuta ad Hong Kong. Dopo essere stata oggetto della più grande IPO della storia, Alibaba ha fatto trapelare durante i primi mesi estivi del 2019 la notizia di una sua possibile quotazione su tale piazza nel terzo trimestre dell'anno, anche se a causa dell'inasprirsi delle proteste pro-democrazia che hanno interessato l'ex colonia britannica, è stata poi rimandata a novembre. La seconda quotazione ha l'obiettivo di diversificare i canali di raccolta del gruppo cinese di e-commerce e di incrementare a liquidità nel suo bilancio<sup>12</sup>.

Analizzando il prospetto informativo della quotazione (pag.17), presentato nel mese di giugno alla borsa di Hong Kong utilizzando la procedura "riservata" per evitare la diffusione di informazioni finanziarie e reso noto successivamente nel mese di novembre, si può osservare che la società aveva previsto di collocare su tale piazza 500 milioni di azioni ordinarie ad un prezzo d'offerta massimo pari a HK\$188. Alibaba stimava inoltre che attraverso il collocamento a tale prezzo avrebbe raggiunto ricavi netti per un ammontare approssimativo pari a HK\$93,542 milioni, dopo aver dedotto le spese d'offerta, le commissioni pagate ai sottoscrittori. Ha inoltre stimato che in caso di esercizio dell'opzione di Over-allotment i ricavi netti avrebbero raggiunto un livello approssimativo di HK\$107,605 milioni. Inoltre, per via dello "Share Split" approvato a giugno 2019, ogni azione è stata divisa in 8 azioni ordinarie, con una modifica del valore nominale da US\$0,000025 a US\$0,000003125 per azione.

---

<sup>11</sup> R.Fi., *Alibaba, maxi quotazione a Hong Kong da 20 miliardi*, Il Sole 24 ore, 14 Giugno 2019.

<sup>12</sup> *Alibaba punta alla borsa di Hong Kong*, Il Sole 24 ore, 28 Maggio 2019.

Giovedì 14 novembre, a pochi giorni dalla quotazione, la società ha annunciato che avrebbe collocato le azioni ad un prezzo unitario di HK\$176 dollari, sotto la quota massima di HK\$188 indicata la settimana precedente nel prospetto informativo. Il prezzo ha rappresentato uno sconto del 2.9% rispetto all'ultimo prezzo di chiusura registrato nello stesso periodo per le azioni negoziate sul NYSE<sup>13</sup>. Un gestore ha affermato che i prezzi comunque elevati dell'offerta, che è andata esaurita con 4 ore di anticipo sulla scadenza, riflettono la posizione dominante di Alibaba nel commercio elettronico cinese<sup>14</sup>.

Vediamo quindi come i risultati della quotazione hanno differito dalle aspettative elencate nel prospetto. Le azioni della società hanno incontrato una forte domanda degli investitori permettendo ad Alibaba di raccogliere ben HK\$88 miliardi (US\$11.2 miliardi), con un'aggiunta di HK\$13,17 miliardi (US\$1,68 miliardi) grazie all'esercizio dell'Over-allotment option il 27 novembre, giorno successivo la quotazione, attraverso la vendita di ulteriori 75 milioni di azioni.

Inoltre, il 26 novembre 2019, giorno del debutto ad Hong Kong, i titoli del colosso cinese dell'e-commerce hanno registrato un balzo del 6,6%, salendo a HK\$187,60, a fronte di un valore di collocamento di HK\$176<sup>15</sup>. L'IPO di Alibaba costituisce la più grande ed importante quotazione del decennio sulla piazza di Hong Kong.

La struttura proprietaria del gruppo antecedente la quotazione può essere osservata in figura 6.

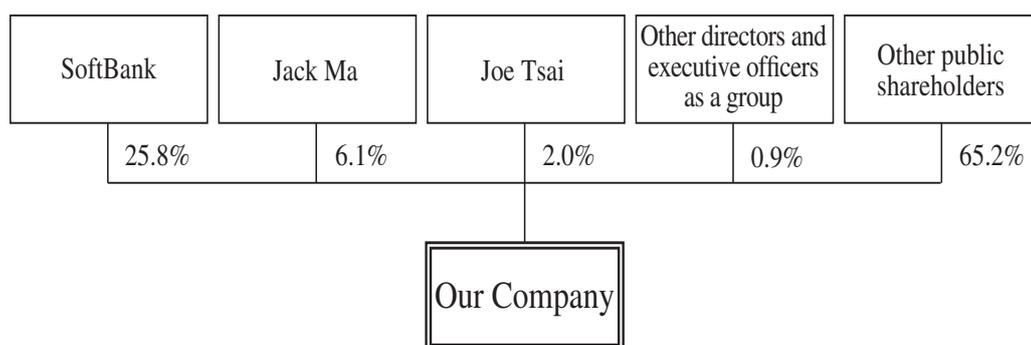


Figura 6

<sup>13</sup> Estrapolato da: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com), alla voce: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-11-19/alibaba-is-said-to-guide-pricing-of-hk-share-sale-around-hk-176>

<sup>14</sup> Annicchiarico Alberto, *Alibaba sfida le paure di Hong Kong: IPO da 13 miliardi*, Il Sole 24 ore, 21 Novembre 2019.

<sup>15</sup> Annicchiarico Alberto, *Alibaba vince la scommessa a Hong Kong: +6,6% al debutto*, Il Sole 24 ore, 27 Novembre 2019.

La struttura proprietaria del gruppo successivamente alla quotazione può essere osservata in figura 7

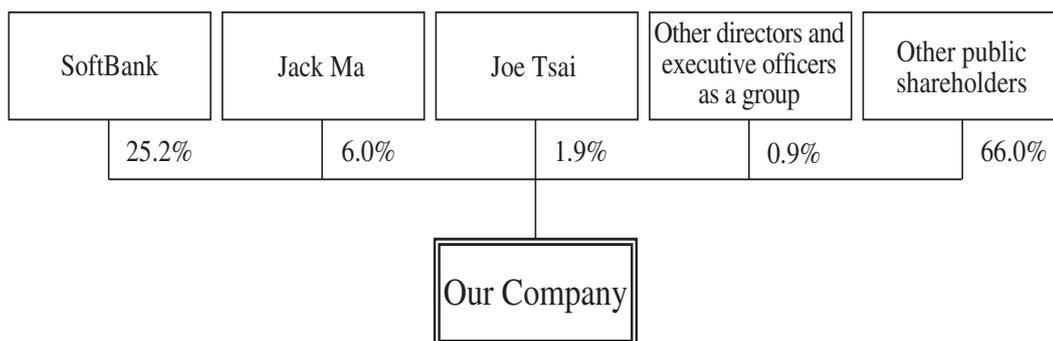


Figura 7

#### 4.4 Alibaba Stock: Discounted Free Cash Flow to Equity analysis

In questo paragrafo entreremo nell'ottica dell'investitore e applicheremo il metodo del *Discounted Free Cash Flow* (DFCF) per giungere ad un fair value dell'azione Alibaba Group, quotata sul NYSE con la denominazione BABA, da confrontare con l'attuale prezzo di chiusura della stessa azione pari a US\$223,68. È importante sottolineare che tale analisi verrà condotta attraverso l'utilizzo della versione *flow-to-equity* di tale metodo, con i dati aggiornati al 10 Giugno 2020. L'assunzione alla base di questa scelta è che, come già sottolineato nel capitolo 2, il livello di leverage della società risulti stabile nel tempo. I vari calcoli che ci porteranno al risultato finale sono stati effettuati su un foglio di Microsoft Excel scomposto in parti differenti che verranno mostrate gradualmente. Alla fine, verrà condotta una breve *Sensitivity analysis* per valutare la sensibilità del fair value alla possibile variazione di alcuni parametri stimati e/o prefissati.

##### 4.4.1 Stima del fair value per l'azione BABA

In primo luogo, per poter stimare il *fair value* dell'azione BABA, dobbiamo procedere stimando i flussi di cassa futuri, disponibili per gli azionisti della società, entro un dato orizzonte temporale. Per fare ciò, scegliamo come orizzonte di valutazione un periodo di 4 anni, dal 2021 al 2024, in quanto abbiamo a disposizione i dati di bilancio relativi al conto economico (*Income Statement*), allo stato patrimoniale (*Balance Sheet*), e al rendiconto finanziario (*Cash Flow Statement*) per il periodo compreso tra Marzo 2017 e Marzo 2020. Questi dati, fondamentali per la valutazione, sono indicati nelle figure sottostanti ed espressi, oltre che in unità di migliaia, in valuta CNY.

<b>Breakdown</b>	<b>3/30/2020</b>	<b>3/30/2019</b>	<b>3/30/2018</b>	<b>3/30/2017</b>
∨ Assets	1,312,985,000	965,076,000	717,124,000	506,812,000
∨ Current Assets	462,923,000	270,273,000	256,855,000	182,516,000
∨ Cash	363,215,000	203,165,000	210,210,000	150,801,000
Cash And Cash Equivalents	330,503,000	189,976,000	199,309,000	143,736,000
Other Short Term Investme...	32,712,000	13,189,000	10,901,000	7,065,000
<b>Total Cash</b>	363,215,000	203,165,000	210,210,000	150,801,000
Net Receivables	-	13,771,000	7,284,000	4,388,000
Inventory	-	8,534,000	4,535,000	-
Other Current Assets	-	6,408,000	5,920,000	1,575,000
<b>Total Current Assets</b>	462,923,000	270,273,000	256,855,000	182,516,000
∧ Non-current assets	850,062,000	694,803,000	460,269,000	324,296,000
<b>Total Assets</b>	1,312,985,000	965,076,000	717,124,000	506,812,000
∧ Liabilities and stockholders' eq...	1,312,985,000	965,076,000	717,124,000	506,812,000

Figura 8<sup>16</sup>

<sup>16</sup> Alibaba Group, Total assets, <https://finance.yahoo.com/quote/BABA/balance-sheet?p=BABA>

∨ Liabilities and stockholders' eq...	1,312,985,000	965,076,000	717,124,000	506,812,000
∨ Liabilities	442,437,000	356,493,000	280,686,000	185,683,000
∨ Current Liabilities	241,872,000	207,669,000	135,810,000	93,771,000
Current Debt	5,154,000	22,466,000	6,028,000	14,897,000
Taxes payable	20,190,000	17,685,000	13,689,000	6,125,000
Accrued liabilities	161,536,000	76,563,000	60,659,000	33,002,000
Deferred revenues	51,978,000	52,004,000	38,146,000	26,264,000
Other Current Liabilities	-	6,828,000	2,466,000	3,568,000
<b>Total Current Liabilities</b>	241,872,000	207,669,000	135,810,000	93,771,000
∨ Non-current liabilities	200,565,000	148,824,000	144,876,000	91,912,000
Long Term Debt	120,276,000	111,834,000	119,525,000	76,835,000
Deferred taxes liabilities	43,898,000	22,517,000	19,312,000	10,154,000
Deferred revenues	2,025,000	1,467,000	993,000	641,000
Other long-term liabilities	25,263,000	2,315,000	1,637,000	660,000
<b>Total non-current liabilities</b>	200,565,000	148,824,000	144,876,000	91,912,000
<b>Total Liabilities</b>	442,437,000	356,493,000	280,686,000	185,683,000
∨ Stockholders' Equity	755,401,000	492,257,000	365,822,000	278,799,000
Common Stock	1,000	1,000	1,000	1,000
Retained Earnings	406,287,000	257,886,000	172,353,000	108,558,000
Accumulated other comprehe...	5,457,000	2,636,000	9,100,000	8,541,000
<b>Total stockholders' equity</b>	755,401,000	492,257,000	365,822,000	278,799,000
<b>Total liabilities and stockholde...</b>	1,312,985,000	965,076,000	717,124,000	506,812,000

Figura 9<sup>17</sup>

<sup>17</sup> Alibaba Group, Total liabilities and Stockholders' equity, <https://finance.yahoo.com/quote/BABA/balance-sheet?p=BABA>

<b>Breakdown</b>	<b>3/30/2020</b>	<b>3/30/2019</b>	<b>3/30/2018</b>	<b>3/30/2017</b>
Total Revenue	509,711,000	376,844,000	250,266,000	158,273,000
Cost of Revenue	282,367,000	206,929,000	107,044,000	59,483,000
Gross Profit	227,344,000	169,915,000	143,222,000	98,790,000
∨ Operating Expenses	135,338,000	112,165,000	72,859,000	50,735,000
Research Development	43,080,000	37,435,000	22,754,000	17,060,000
Selling General and Administrati...	78,870,000	64,669,000	43,540,000	28,553,000
<b>Total Operating Expenses</b>	135,338,000	112,165,000	72,859,000	50,735,000
<b>Operating Income or Loss</b>	92,006,000	57,750,000	70,363,000	48,055,000
Interest Expense	5,180,000	5,190,000	3,566,000	2,671,000
Total Other Income/Expenses Net	6,863,000	-445,000	3,111,000	6,086,000
Income Before Tax	166,645,000	96,221,000	100,403,000	60,029,000
Income Tax Expense	20,562,000	16,553,000	18,199,000	13,776,000
Income from Continuing Operations	140,350,000	80,234,000	61,412,000	41,226,000
<b>Net Income</b>	149,433,000	87,886,000	64,093,000	43,675,000
Net Income available to common s...	149,263,000	87,600,000	63,985,000	43,675,000
Basic EPS	-	33.95	25.06	17.52
Diluted EPS	-	33.38	24.51	16.97
Basic Average Shares	-	2,580,000	2,553,000	2,493,000
Diluted Average Shares	-	2,623,000	2,610,000	2,573,000
EBITDA	185,213,000	138,491,000	125,989,000	76,992,000

Figura 10<sup>18</sup>

<sup>18</sup> Alibaba Group, Income statement, <https://finance.yahoo.com/quote/BABA/financials?p=BABA>

Breakdown	TTM	3/30/2020	3/30/2019	3/30/2018	3/30/2017
> Cash flows from operating activ...	180,607,000	180,607,000	150,975,000	125,171,000	80,326,000
> Cash flows from investing activi...	-108,072,000	-108,072,000	-151,060,000	-83,890,000	-78,364,000
> Cash flows from financing activ...	-	-	-7,392,000	20,359,000	32,914,000
Net change in cash	147,488,000	147,488,000	-4,232,000	55,573,000	36,918,000
Cash at beginning of period	198,494,000	198,494,000	202,726,000	143,736,000	106,818,000
Cash at end of period	345,982,000	345,982,000	198,494,000	199,309,000	143,736,000
∨ Free Cash Flow	180,607,000	180,607,000	101,332,000	95,335,000	62,780,000
Operating Cash Flow	180,607,000	180,607,000	150,975,000	125,171,000	80,326,000
Capital Expenditure	-	-	-49,643,000	-29,836,000	-17,546,000
<b>Free Cash Flow</b>	180,607,000	180,607,000	101,332,000	95,335,000	62,780,000

Figura 11<sup>19</sup>

Per prima cosa, ricaviamo dai dati contenuti nel rendiconto finanziario in figura 11 i *free cash flows to equity* di Alibaba Group per gli anni 2017, 2018, 2019 e 2020. Il metodo più semplice per determinare tali flussi è quello di sottrarre ai flussi di cassa operativi (*operating cash flow*) la *capital expenditure* (Cap.Ex), ovvero la spesa in conto capitale. Un metodo più rigoroso per determinare tali flussi, che ci porterebbe sicuramente ad una stima più accurato del valore dell'azione, consiste nell'aggiungere a tale differenza i *net borrowings*. Tuttavia, a causa della difficile stimabilità di quest'ultimi, procederemo con il primo metodo, più semplice da applicare. Quindi, osserviamo che dal 2017 al 2020 Alibaba Group ha totalizzato *free cash flows to equity* pari a CNY62.780 miliardi, CNY95.335 miliardi, CNY101.332 miliardi e CNY180.607 miliardi, rispettivamente. Contestualmente, determiniamo dai dati dell'*income statement* gli utili netti (*Net Income*) della società dal 2017 al 2020, pari a CNY43.675 miliardi, CNY64.093 miliardi, CNY87.886 miliardi e CNY149.443 miliardi, rispettivamente. Una condizione affinché il metodo DFCF risulti efficace è che i flussi di cassa disponibili risultino in linea con la profittabilità della società; per verificare tale proprietà, inseriamo questi dati su excel e procediamo al calcolo del rapporto tra il *free cash flow to equity* (FCFE) di ogni anno, dal 2017 al 2020, e il corrispettivo utile netto osservato (*FCF rate*).

data	30/02/2017	30/03/18	30/03/19	30/03/20
utile netto	43675000	64093000	87886000	149.333.000
FCFE	<b>62780000</b>	<b>95335000</b>	<b>101332000</b>	<b>180.607.000</b>
FCFE/NI	144%	149%	<b>115%</b>	121%

Figura 12<sup>20</sup>

<sup>19</sup> Alibaba Group, Cash flow statement, <https://finance.yahoo.com/quote/BABA/cash-flow?p=BABA>

<sup>20</sup> Dati in valuta CNY ed espressi in unità di migliaia.

In figura 12, notiamo che il FCFE è più o meno in linea con l'utile netto della società nel periodo considerato. Per ottenere le proiezioni dei singoli FCFE per gli anni dell'orizzonte di valutazione 2021-2024, faremo uso del rapporto FCFE/NI del 30 marzo 2019, pari al 115%, in quanto essendo il più basso ci consentirà di ottenere delle stime più caute e conservative.

Tuttavia, prima di arrivare a tali stime utilizzando questo rapporto, dovremo stimare i ricavi totali previsti per l'orizzonte di valutazione; dai ricavi totali stimati potremo poi ricavare una stima degli utili netti attesi per lo stesso periodo, arrivando infine a determinare le proiezioni dei FCFE.

Partiamo quindi con lo stimare i ricavi totali di Alibaba Group per il 2021, 2022, 2023 e 2024.

conto economico	30/03/17	30/03/18	30/03/19	30/03/20	30/03/21	30/03/22	30/03/23	30/03/24
ricavi totali	158.273.000	250.266.000	376.844.000	509.711.000	584.817.650	741.571.428,57	1.016.690.302,41	1.393.876.747,66
tasso di crescita ricavi		58,12%	50,58%	35,26%	15%	27%		

Figura 13<sup>21</sup>

La figura 13 mostra i ricavi totali della società per il periodo 2017-2020, ottenuti dai dati dell'*Income statement* di figura 10, insieme alle proiezioni dei ricavi totali per l'orizzonte di valutazione 2021-2024. Per ottenere queste stime, partiamo con l'inserire le previsioni medie di circa 44 e 42 analisti per i ricavi totali negli anni 2021 e 2022, rispettivamente.

Revenue Estimate	Current Qtr. (Jun 2020)	Next Qtr. (Sep 2020)	Current Year (2021)	Next Year (2022)
No. of Analysts	25	23	44	42
Avg. Estimate	18.44B	19.22B	82.71B	103.82B
Low Estimate	17.64B	18.52B	81B	98.77B
High Estimate	19.71B	20.04B	84.94B	109B
Year Ago Sales	14.36B	14.87B	63.69B	82.71B
Sales Growth (year/est)	28.40%	29.20%	29.90%	25.50%

Figura 14<sup>22</sup>

Come si nota in figura 14, la stima media di 44 analisti circa il livello dei ricavi nel 2021 per Alibaba è pari a US\$82.71 miliardi, mentre la stima media di 42 analisti relativa al livello dei ricavi nel 2022 è pari a US\$103.82 miliardi. Dopo aver convertito tali valori in CNY, attraverso un tasso di cambio CNY/\$US rilevato al 10 giugno 2020 e pari a 0,14, li inseriamo in excel, come si può osservare in figura 13. Per ottenere una stima dei ricavi totali per il 2023 e il 2024, non avendo a disposizione le proiezioni degli analisti come nel caso precedente, procediamo col determinare innanzitutto i tassi di crescita dei ricavi dal 2017 al 2022. Dopo aver fatto ciò, calcoliamo la media di questi tassi di crescita, pari al 37,10%, e capitalizziamo con quest'ultima i ricavi totali stimati per il 2022 per un anno, in modo tale da arrivare ad una stima dei

<sup>21</sup> Dati in valuta CNY ed espressi in unità di migliaia.

<sup>22</sup> <https://finance.yahoo.com/quote/BABA/analysis?p=BABA>

ricavi totali per il 2023. Infine, capitalizziamo sempre per un anno quest'ultima stima con la stessa media e otterremo la proiezione dei ricavi totali per il 2024. Abbiamo quindi ottenuto una proiezione dei ricavi per l'intero orizzonte di valutazione 2021-2024. Tali valori sono evidenziati in rosso in figura 13.

Procediamo ora a stimare gli utili netti per lo stesso orizzonte di valutazione.

conto economico	30/03/17	30/03/18	30/03/19	30/03/20	30/03/21	2022	2023	2024
ricavi totali	158.273.000	250.266.000	376.844.000	509.711.000	584.817.650	741.571.429	1.016.690.302	1393876747,66
utile netto	43.675.000	64.093.000	87.886.000	149.333.000	136388755	172946223,3	237108309,9	325074173,5
Net income marg.	27,59%	25,61%	23,32%	29,30%	23,32%	23,32%	23,32%	23,32%

Figura 15<sup>23</sup>

Procediamo in primo luogo unendo ai dati circa i ricavi totali della società per il periodo 2017-2020 i corrispettivi utili netti annui, come mostrato in figura 15. Tali utili netti, già evidenziati in figura 12, sono ovviamente ricavati dalle informazioni contenute nell'*income statement* di figura 10. Quindi, ricaviamo i *Net Income Margins* (NIM) annui per lo stesso periodo, misurati dal rapporto tra i ricavi totali e i corrispondenti utili netti. Ciò che osserviamo è che i quattro NIM evidenziano una positiva continuità nella gestione dei ricavi da parte di Alibaba: il gruppo risulta infatti essere stato in grado di trasformare in ognuno degli ultimi quattro anni una simile percentuale di ricavi in profitto. Per ricavare una stima degli utili netti per l'orizzonte 2021-2024, potremmo benissimo utilizzare la media aritmetica dei NIM per il periodo 2017-2020, pari a 26,46%. Sebbene sia formalmente corretto, decidiamo di procedere utilizzando il NIM del 30 Marzo 2019, pari a 23,32%, in quanto ci permette di arrivare ad una stima più conservativa e cauta. Quindi, per ottenere l'utile netto nei quattro anni di proiezione, moltiplichiamo tale valore per i corrispettivi ricavi totali stimati. Le stime dell'utile netto per ciascun anno dell'orizzonte di valutazione sono evidenziate in rosso in figura 15.

Avendo a disposizione delle stime per gli utili netti di Alibaba Group nell'orizzonte di valutazione 2021-2024, siamo ora in grado di calcolare le proiezioni dei FCFE per lo stesso periodo; basterà moltiplicare il FCF rate prefissato, pari al 115%, per l'utile netto atteso di ciascun anno.

data	30/03/17	30/03/18	30/03/19	30/03/20	30/03/21	30/03/22	30/03/23	2024
ricavi totali	158.273.000	250.266.000	376.844.000	584.817.650	584.817.650	741571428,57	1016690302,41	1393876747,66
utile netto	43.675.000	64.093.000	87.886.000	149.333.000	136388755	172946223,3	237108309,9	325074173,5
free cash flow to E.	62780000	95335000	101332000	172180000,9	157255368,6	199405897,4	273384375,8	374808458,1

Figura 16<sup>24</sup>

I FCFE risultanti sono evidenziati in rosso in figura 16.

<sup>23</sup> Dati in valuta CNY ed espressi in unità di migliaia.

<sup>24</sup> Dati in valuta CNY ed espressi in unità di migliaia.

Dopo aver ottenuto delle stime per i FCFE nell'orizzonte di valutazione, dobbiamo procedere al calcolo del *Required Rate of Return*, ovvero il tasso di interesse con il quale attualizzare tali flussi al 2020 e giungere ad una stima del *fair value* della società. Poiché stiamo utilizzando il metodo di valutazione *Flow-to-equity*, tale tasso dovrà corrispondere al tasso di rendimento medio richiesto dagli azionisti di Alibaba, ovvero al costo dell'equity. Per calcolarlo, utilizzeremo il CAPM, già descritto nel capitolo 2. In primo luogo, abbiamo bisogno del *Risk-free rate*, il tasso di interesse richiesto per un investimento considerato a bassissimo rischio.

### US Treasury Bonds Rates ▼

Symbol	Name	Last Price
<b>^IRX</b>	13 Week Treasury Bill	0.1650
<b>^FVX</b>	Treasury Yield 5 Years	0.3370
<b>^TNX</b>	Treasury Yield 10 Years	0.7480
<b>^TYX</b>	Treasury Yield 30 Years	1.5200

Figura 17<sup>25</sup>

A tale scopo, utilizzeremo il tasso di rendimento corrisposto dai *treasury bonds* statunitensi con scadenza decennale. Al 10 Giugno 2020 tale tasso corrispondeva allo 0,7480%, come mostrato in figura 17. Il secondo elemento di cui abbiamo bisogno per il calcolo del costo dell'equity è rappresentato dal *beta*, ovvero dalla misura del rischio sistematico dell'azione BABA.

### Trading Information

#### Stock Price History

Beta (5Y Monthly)	1.56
52-Week Change <sup>3</sup>	39.51%
S&P500 52-Week Change <sup>3</sup>	10.32%
52 Week High <sup>3</sup>	231.14
52 Week Low <sup>3</sup>	151.85
50-Day Moving Average <sup>3</sup>	206.54
200-Day Moving Average <sup>3</sup>	206.57

Figura 18<sup>26</sup>

La stima del beta di Alibaba, indicato nella prima riga di figura 18, corrisponde attualmente a 1,56. L'ultimo elemento necessario affinché il CAPM risulti completo è l'*Equity Risk Premium* (ERP), ovvero il premio per il rischio di mercato già discusso nel capitolo 2. A tal fine, utilizzeremo la più recente stima dell'ERP fornita

<sup>25</sup> <https://finance.yahoo.com/bonds>

<sup>26</sup> <https://finance.yahoo.com/quote/BABA/key-statistics?p=BABA>

dal Prof. Aswath Damodaran, pari al 5,2%<sup>27</sup>. Unendo tale dato al *risk-free rate* dei *treasury bonds* decennali, precedentemente indicato in figura 17, concludiamo implicitamente che il rendimento atteso di mercato debba essere pari al 5,95%.

Avendo a disposizione tutti i dati necessari per completare il CAPM, il rendimento atteso dall'azione BABA risulta essere pari all'8,86%. Come già anticipato, utilizzeremo tale tasso per attualizzare i flussi di cassa futuri stimati per l'orizzonte 2021-2024.

Il penultimo elemento necessario per completare la nostra analisi, probabilmente uno tra i più rilevanti, è il cosiddetto *perpetual growth rate* (PGR), ovvero il tasso costante al quale l'impresa stima che i suoi FCFE cresceranno perpetuamente. Questo tasso di crescita è utilizzato dalla fine dell'orizzonte di valutazione, in questo caso dalla fine del 2024, fino all'infinito; è necessario per stimare il valore finale, ovvero la somma del valore attuale dei FCFE successivi alla data di inizio della crescita costante (2024), a sua volta attualizzato per 4 anni fino al 2020. Per semplicità, infatti, ipotizzeremo che i FCFE da tale data cresceranno continuamente al PGR piuttosto che impiegare un'infinità di tempo per stimare i FCFE di ogni singolo anno. Il PGR assume tipicamente valori compresi tra il tasso di inflazione storico (2%-3%) e il tasso di crescita medio del *Gross Domestic Product* (GDP) pari al 4%-5%. Un PGR superiore al tasso di crescita medio del GDP indica che la società stimi di arrivare ad una crescita perpetua superiore rispetto a quella dell'economia mondiale<sup>28</sup>. Anche se Alibaba Group presenta un potenziale di crescita rilevante, soprattutto per via dei recenti ingenti investimenti nel settore del *Cloud*, in continua espansione, preferiamo utilizzare un PGR più cauto e conservativo, tipico delle imprese in fase di maturità. Scegliamo quindi un tasso di crescita perpetua pari al 2,5%.

Infine, abbiamo bisogno del numero di azioni ordinarie della società al momento della valutazione. Al 10 giugno 2020, l'equity di Alibaba è scomposto in circa 2.684.000.000 azioni ordinarie. È rilevante sottolineare che poiché i flussi di cassa futuri che andranno a essere attualizzati sono espressi in unità di migliaia, tale numero dovrà essere diviso per 1000 per poter essere computato nel calcolo su excel.

Discounted cash flow valuation	dati in migliaia (valuta \$US)		cambio \$CNY/\$US		0,14 al 10 giugno 2020	
	2021 <sup>E</sup>	2022 <sup>E</sup>	2023 <sup>E</sup>	2024 <sup>E</sup>	terminal value	
<i>free cash flow to equity(simple m.)</i>	157255368,6	199405897,4	273384375,8	374808458,1	6040545119	
discount factor	1,0886	1,18504996	1,290045386	1,404343408	1,404343408	
PV of future cash flows	144456520,8	168267924,7	211918416,7	266892311,4	4301330491	
Required return (Re)	8,86%					
Perpetual growth rate	2,50%					
fair value of equity	5092865665					
N. of outstanding shares.	2.684.000					
<i>fair value of BABA stock</i>	265,65 \$US		Potential Growth	18,76%		
Quotazione corrente	223,68 \$US					

Figura 19

<sup>27</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histimpl.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histimpl.html)

<sup>28</sup> <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/what-is-terminal-growth-rate/>

Per concludere la nostra analisi, raggruppiamo i dati relativi ai FCFE dell'orizzonte di valutazione 2021-2024 insieme al *Terminal value* (valore finale), come mostrato in figura 19. Quest'ultimo viene calcolato capitalizzando il FCFE del 2024 con il PGR e dividendo tale somma per la differenza tra il *required return* e lo stesso tasso di crescita perpetua. Successivamente, andiamo ad attualizzare al 2020 tutti i FCFE utilizzando il *required return* pari all'8,86%. Sommando questi valori attuali otteniamo una stima del *fair value* dell'equity di Alibaba Group, espresso ovviamente in valuta CNY e in unità di migliaia. Dividendo tale valore per il numero di azioni ordinarie e moltiplicando il risultato per il tasso di cambio CNY/\$US pari a 0,14, otteniamo una *fair value* della singola azione pari a US\$265,65. Il risultato è chiaro. Infatti, confrontando tale valore con il prezzo di chiusura dell'azione BABA sul NYSE, aggiornato al 10 giugno e mostrato in figura 20, il prezzo dell'azione segna un potenziale di crescita del 18,76%. Se le nostre stime fossero corrette, sarebbe saggio investire a lungo termine nell'equity di Alibaba.

## Alibaba Group Holding Limited (BABA)

NYSE - NYSE Delayed Price. Currency in USD

★ Add to watchlist

**223.68** +2.96 (+1.34%) **219.61** -4.08 (-1.82%)

At close: June 10 4:00PM EDT

Pre-Market: 6:33AM EDT

Figura 20<sup>29</sup>

### 4.4.2 Alibaba stock: sensitivity analysis

Ovviamente, nel precedente paragrafo siamo giunti ad una precisa stima del *fair value* per l'azione Alibaba. Il problema insito in questa stima è che i parametri e i valori utilizzati non sono "certi", ma frutto di assunzioni e previsioni quasi del tutto soggettive. La stima risulta infatti essere tanto più corretta quanto maggiore è la bravura dell'analista nello scegliere, per i vari parametri, dei valori che gli stessi potrebbero verosimilmente assumere in futuro.

Dovremmo quindi cercare di capire e analizzare la sensibilità del *fair value* stimato alle variazioni nei valori dei parametri scelti. Qui entra in gioco la *sensitivity analysis*, nota anche come *what-if analysis*. Si tratta di un modello finanziario che determina in che modo le variabili target vengono influenzate dai cambiamenti di altre variabili, note come variabili input. Creando un range di valori per le variabili input, l'analista può determinare come il cambiamento di queste variabili input modifica il valore della variabile target<sup>30</sup>.

Nel nostro caso, la variabile target può essere rappresentata dal *fair value* stimato per l'azione di Alibaba Group o dal valore attuale dei flussi di cassa futuri per l'orizzonte 2021-2024, mentre le variabili input possono essere molteplici, tra cui: il *perpetual growth rate*, il *required return* usato per attualizzare i flussi di

<sup>29</sup> <https://finance.yahoo.com/quote/BABA?p=BABA>

<sup>30</sup> <https://www.investopedia.com/terms/s/sensitivityanalysis.asp>

cassa stimati, il numero di azioni ordinarie in circolazione, il tasso di crescita dei ricavi, gli utili netti della società e il *Net Income Margin*.

Ci sono due possibili metodi per condurre una *sensitivity analysis*: il metodo diretto e il metodo indiretto.

Il metodo diretto, forse il più rapido, consiste nel sostituire più volte i valori delle variabili input per verificare come varia la variabile target. Il metodo indiretto consiste nell’inserire una variazione percentuale nelle formule del modello, invece di cambiare direttamente il valore della variabile input<sup>31</sup>. Nel nostro esempio di applicazione del metodo diretto, mostrato in figura 21, la variabile target è rappresentata dal *fair value* dell’azione BABA, mentre le variabili input sono date dal *Perpetual Growth Rate* e dal *Net Income Margin*.

SENSITIVITY ANALYSIS-METODO DIRETTO						
share price sensitivity						
		Net Income Margin				
	265,65	19,70%	22,10%	23,32%	25,61%	27,59%
PGR	1,50%	197,05	221,05	233,26	256,16	275,97
	2,00%	209,73	235,28	248,26	272,64	293,72
	2,50%	224,40	251,73	265,63	291,72	314,27
	3,00%	241,57	271,00	285,96	314,04	338,32
	3,50%	261,95	293,86	310,08	340,53	366,86

Figura 21

Utilizzando la funzione “What-if analysis” di Microsoft Excel, siamo giunti a determinare quale potrebbe essere la variazione del *fair value* dell’azione in base alle differenti combinazioni di variazioni del PGR e del NIM. Per avere la conferma di aver applicato tale metodo correttamente, basterà osservare che se il PGR e il NIM rimanessero invariati al loro livello di base, pari a 2,5% e 23,32% rispettivamente, si otterrebbe lo stesso valore stimato con l’applicazione del DFCFE, pari a US\$265,63 circa. Banalmente, come si nota in figura 21, se ipotizzassimo una crescita perpetua massima del 3,5% e un NIM del 27,59%, il *fair value* incrementerebbe notevolmente ad un valore di US\$366,86, per via della diretta proporzionalità tra quest’ultimo e le due variabili input.

Successivamente, come mostrato in figura 22, abbiamo applicato il metodo indiretto di *sensitivity analysis* per verificare la sensibilità del *fair value* dell’azione a due ulteriori variabili input: il *required return* utilizzato per l’attualizzazione dei flussi di cassa dell’orizzonte 2021-2024 e il tasso di crescita dei ricavi utilizzato per stimare i ricavi attesi per il 2023 e il 2024.

<sup>31</sup> <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/modeling/what-is-sensitivity-analysis/>

SENSITIVITY ANALYSIS-METODO INDIRECTO								
share price sensitivity								
REQUIRED RETURN +/-1%		NIM +/-2,29%		Revenue Growth +/-5%		PGR +/-0,5%		
CHANGE	\$/SHARE	CHANGE	\$/SHARE	CHANGE	\$/SHARE	CHANGE	\$/SHARE	
0%	265,65	0%	265,65	0%	265,65	0%	265,65	
-1%	318,59	-2,29%	239,56	-5%	248,18	-0,50%	248,28	
1%	227,17	2,29%	291,73	5%	283,75	0,50%	285,98	

Figura 22

In particolare, abbiamo voluto verificare l'effetto sul *fair value* di una variazione del +/-1% per il *required return* e del +/-5% per il tasso di crescita dei ricavi. Anche qui, come per il metodo diretto, abbiamo utilizzato la funzione "What-if analysis" di Microsoft Excel per giungere all'ipotetica variazione della variabile target. Avendo applicato i due metodi correttamente, il nuovo *fair value* ottenuto dal metodo indiretto con una variazione del NIM del +2,29% coincide con quello ottenuto dal metodo diretto applicando la stessa variazione al NIM e mantenendo inalterato al 2,5% il livello della PGR; in entrambi i casi, infatti, il prezzo risulta essere uguale a US\$291,72 circa.

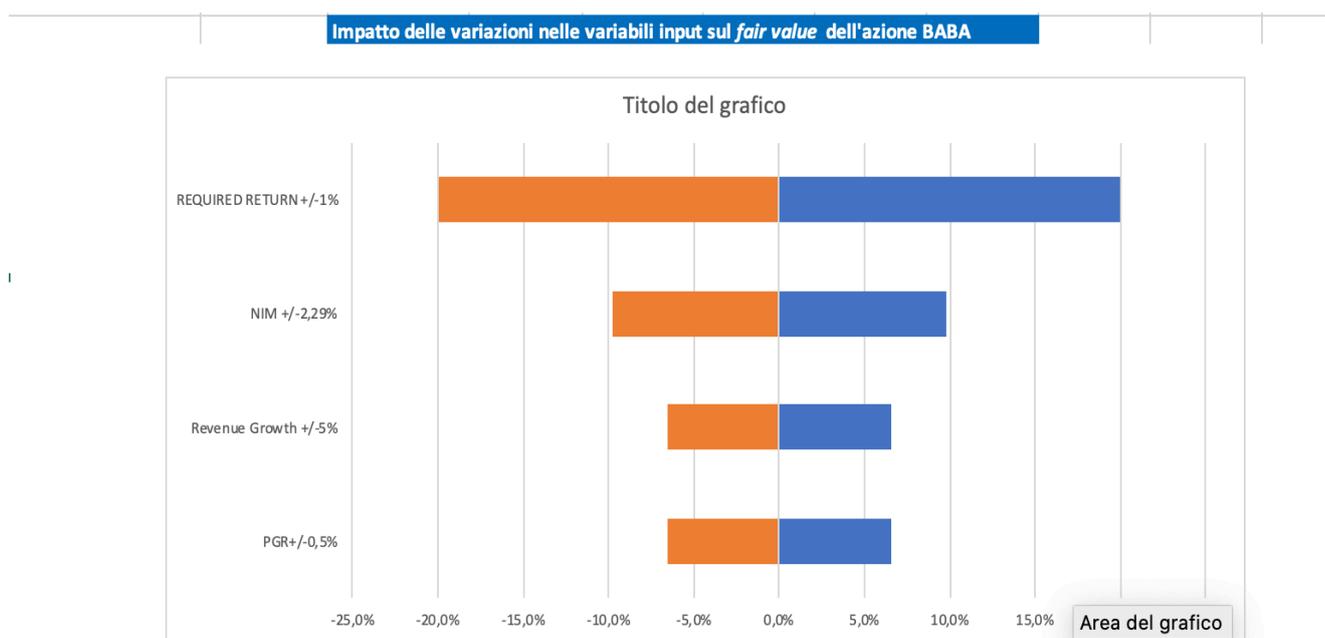


Figura 23

In figura 23 sono riassunti i risultati della *sensitivity analysis* attraverso un grafico a tornado. La variabile input che sembra avere un maggior impatto sul *fair value* risulta essere il tasso di attualizzazione; infatti, se lo stesso dovesse variare dell'1% rispetto al valore ipotizzato dell'8,86% ottenuto dal CAPM, il prezzo dell'azione potrebbe variare dal -20% al +20%. Al contrario, se prendessimo come riferimento il PGR, questo risulta essere la variabile con il minor impatto sul prezzo dell'azione in caso di variazione rispetto al valore del 2,5% fissato inizialmente; se dovesse infatti variare in qualsiasi direzione per un ammontare dello

0,50%, il prezzo dell'azione oscillerebbe solo del 5%. Le stesse considerazioni possono essere fatte per le due variabili input intermedie, ovvero per il tasso di crescita dei ricavi e il NIM.

## CONCLUSIONI

La prima domanda che bisognerebbe porsi è perché questa società abbia voluto quotare i propri titoli nel Main Board di Hong Kong nel Novembre del 2019. La risposta non è univoca.

È utile ricordare che Alibaba aveva già richiesto di essere ammessa alla quotazione sul SEHK nel 2014, ricevendo però una risposta negativa specialmente a causa della sua particolare struttura di governance discussa brevemente nella fine del precedente paragrafo. Successivamente, come descritto nel capitolo 3 (si veda paragrafo 3.1.2), la SEHK ha introdotto nel 2017 lo strumento della doppia classe di azioni, a causa della concorrenza dei mercati borsistici di Shanghai e Singapore nelle IPOs hi-tech. Questo meccanismo ha aiutato, e in un certo senso attratto e favorito, la quotazione di Alibaba Group su tale piazza attraverso una procedura confidenziale e accelerata.

Un ulteriore motivazione che può aver spinto Alibaba Group a procedere con la quotazione su tale piazza è rappresentata dalla guerra dei dazi scatenata dagli Stati Uniti contro le imprese cinesi e l'emergere di nuovi concorrenti nel settore dell'e-commerce, come Pinduoduo; la quotazione in tale piazza consente infatti agli investitori di comprare e vendere azioni ad Hong Kong qualora i rapporti commerciali tra Stati Uniti e Cina dovessero peggiorare ulteriormente, rappresentando un vantaggio per qualsiasi società cinese quotata negli USA, come Alibaba Group.

che i mercati cinesi locali di Shenzhen e Shanghai sarebbero risultati troppo piccoli per la negoziazione dei titoli di Alibaba. Inoltre, questa quotazione è stata sicuramente vista come un atto di fiducia nei confronti del futuro economico di Hong Kong; la borsa beneficerà verosimilmente dell'IPO di Alibaba in quanto quest'ultima incoraggerà le imprese high-tech del settore a quotarsi sulla stessa piazza.

Infine, la società ha tenuto in considerazione la possibilità che attraverso una quotazione ad Hong Kong il titolo potesse beneficiare di una rivalutazione sostanziale fornita dalla grande domanda pervenuta dagli investitori della Cina continentale, potendo quest'ultimi investire indirettamente nei titoli di Alibaba attraverso lo Stock Connect (discusso nel capitolo 3). Purtroppo, a Febbraio 2020, tre mesi dopo il collocamento dei titoli ad Hong Kong, la lista delle azioni ammesse all'Hong Kong Stock Connect non includeva quelle di Alibaba, principalmente a causa del fatto che la società, essendo quotata primariamente al NYSE, è sottoposta alla supervisione dello stesso. In tal senso, la procedura di verifica della quotazione, gli obblighi di trasparenza e le procedure contabili si discostano significativamente da quelle delle altre imprese ammesse allo Stock Connect. Questo rifiuto avrà un maggior effetto sugli investitori cinesi, potendo quest'ultimi acquistare le azioni di Alibaba solo attraverso un investimento diretto sul SEHK che comporterebbe altissimi costi di transazione, scarsa trasparenza della procedura di investimento e impiego di valuta estera. L'Hong Kong Stock Exchange ha proposto alla CRSM dei cambiamenti alle regole di accesso

alla piattaforma Stock Connect per consentire agli investitori locali di negoziare le azioni Alibaba indirettamente attraverso la stessa. Per Alibaba, dati i proventi già acquisiti in sede di collocamento, l'accesso dei titoli al programma rappresenterebbe soltanto un bonus.

Dai dati e dall'esempio forniti in questa sede possiamo giungere alla conclusione che il processo di quotazione si caratterizza per numerose fasi di notevole complessità, tra le quali assume particolare importanza quella di *pricing*. Definire un prezzo d'offerta adeguato alla domanda e all'appetito degli investitori rappresenta un elemento chiave che può fare la differenza tra una quotazione di successo e una quotazione fallimentare. Il caso di Alibaba Group, il cui prezzo di offerta stimato ammontava a HK\$188 per azione per poi raggiungere un livello di HK\$176, conferma quanto appena evidenziato.

Per fare ciò, occorre definire e designare adeguati intermediari che possano consigliare la società lungo tutto il percorso di quotazione, eventualmente mettendo la stessa in guardia su un eventuale squilibrio del rapporto stimato costi-benefici dell'operazione.

Ovviamente, data la complessità dell'operazione e i numerosi requisiti esposti e richiesti alle società per potere accedere ad un'IPO, la stessa rappresenta una rampa di lancio per le imprese con un forte intento di competere a livello globale e crescere per poter diventare eventualmente leader di settore, come evidenzia il caso di Alibaba Group.

La seconda ed ultima domanda che bisognerebbe porsi è se, dopo l'analisi condotta nel paragrafo 4.4 attraverso il metodo del DFCFE, risulti conveniente investire nell'azione BABA. Anche qui, la risposta non può essere diretta e oggettiva. Come abbiamo esaurientemente sottolineato nel paragrafo stesso, la correttezza e l'affidabilità della stima del *fair value* dell'azione dipendono unicamente dalla validità dei valori inseriti nel modello per le variabili input. In primo luogo, abbiamo applicato il modello del DFCFE giungendo ad un *fair value* di US\$265,65, segnando un potenziale di crescita del 18,76%. Successivamente, attraverso la *sensitivity analysis*, ci siamo resi conto che se il tasso di attualizzazione discostasse anche solo dell'1%, in entrambe le direzioni, il prezzo stimato varierebbe del 20%; se il NIM variasse del 2,29%, il prezzo dell'azione oscillerebbe di un ulteriore 10% rispetto al valore stimato. La conclusione risulta quindi evidente. Non esiste una palla di vetro. ogni analista dovrebbe, dopo essere giunto ad una stima ragionevole attraverso l'applicazione di un modello finanziario, mettere in discussione ogni sua singola scelta in termini di variabile input, conducendo una *sensitivity analysis* approfondita su tutte le assunzioni. Solo così lo stesso potrà rendersi conto dell'impatto che una futura (e più che plausibile) variazione delle ipotesi numeriche avrà sul prezzo da lui stimato.

## **BIBLIOGRAFIA**

### **Monografie**

- R.A. Brealey, S.C Myers, F. Allen (1990), *Principi di finanza aziendale*, 7.ed., McGraw-Hill Education, Milano.
- Jonathan Berk, Peter DeMarzo (2019), *Corporate Finance, Global Edition*, 5.ed., Pearson.

### **Articoli**

#### **Da rivista:**

- Brau J.C e Fawcett, S.E. (2006), *Evidence on What CFOs Think about the IPO Process: Theory and Managerial Implications*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, n. 18.
- L. Cassia, G. Giudici, S. Paleari & R. Redondi (2004), *IPO underpricing in Italy*, *Applied Financial Economics*, 14:3
- Rock K. (1986), *Why new issues are underpriced*, *Journal of Financial Economics*, Vol.15.

#### **Da giornale:**

- Annicchiarico Alberto, *Alibaba vince la scommessa a HongKong: + 6,6% al debutto*, *Il Sole 24 ore*, 27 Novembre 2019.
- R.Fi., *Alibaba, maxi-quotazione a Hong Kong da 20 miliardi*, *Il Sole 24 ore*, 14 Giugno 2019.
- *Alibaba punta alla Borsa di Hong Kong*, *Il Sole 24 ore*, 28 Maggio 2019.
- Annicchiarico Alberto, *Alibaba sfida le paure di Hong Kong: ipo da 13 miliardi*, *Il Sole 24 ore*, 21 Novembre 2019.
- Annicchiarico Alberto, *Alibaba, conti ok in attesa dell'IPO a Hong Kong*, *Il Sole 24 ore*, 17 Agosto 2019.

### **Sitografia**

- [www.bloomberg.com](https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-11-19/alibaba-is-said-to-guide-pricing-of-hk-share-sale-around-hk-176), alla voce: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-11-19/alibaba-is-said-to-guide-pricing-of-hk-share-sale-around-hk-176>
- [www.investopedia.com](https://www.investopedia.com/terms/g/gaap.asp), alla voce: <https://www.investopedia.com/terms/g/gaap.asp>
- [www.reuters.com](https://it.reuters.com/article/idITKBN1XP1I3), alla voce: <https://it.reuters.com/article/idITKBN1XP1I3>
- <https://finance.yahoo.com/quote/BABA?p=BABA>
- <https://www.investopedia.com/terms/s/sensitivityanalysis.asp>
- [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histimpl.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histimpl.html)
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/what-is-terminal-growth-rate/>
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/modeling/what-is-sensitivity-analysis/>

## Documenti

- Borsa Italiana SPA, *Guida alla valutazione*, Aprile 2004.
- HKEX, *Listing Rules 3A*. (visionabile presso: <https://en-rules.hkex.com.hk/node/2101>)
- HKEX, *Research Report*, “Initial public offering (IPO) and listing process on the SEHK with highlights”, Settembre 2019.
- Alibaba Group, *Prospetto informativo*, 15 Novembre 2019.