

Il caso/3

LA STRADA DELLA BORSA

Per chi sceglie la quotazione da preventivare almeno sei mesi

Per l'entrata in Borsa procedura in più fasi. Centrale il ruolo del global coordinator

PAGINA A CURA DI

Alessandro Germani

La quotazione in borsa rappresenta la soluzione principe di mercato rispetto ad un sistema tipicamente bancocentrico, ma può essere considerata anche l'evoluzione naturale di un processo iniziato con altre fasi già descritte in precedenza. Ad esempio, l'impresa potrebbe decidere di aprire il capitale ad un fondo di private equity, in fase di exit dal quale la quotazione in borsa potrebbe essere valutata come l'opzione migliore.

Si può scegliere di quotarsi per le seguenti motivazioni:

- la gestione della struttura finanziaria tenendo in considerazione un ribilanciamento fra debito ed equity ed il relativo costo;
- la formazione di un mercato per le azioni, in quanto con la quotazione in borsa i vecchi soci possono disimpegnarsi e, più in generale, la presenza di un prezzo di mercato garantisce in ogni momento che l'investimento possa essere liquidato;
- il miglioramento dello status della società dal punto di vista dell'immagine e della reputazione;

gine e della reputazione;

- la capacità di attrarre risorse manageriali.

La negoziazione per la quotazione si sviluppa in circa sei mesi, potendo richiedere tuttavia anche un tempo di preparazione più lungo. Si compone delle seguenti fasi:

- il pitch, in cui l'impresa assistita dall'advisor sceglie il global coordinator e riceve una prima forchetta, puramente indicativa, della sua valutazione ai fini della quotazione;
- la due diligence, in cui l'impresa fornisce le informazioni che servono ad affinare le stime di valutazione;
- il pre marketing, ad un mese dalla quotazione, come determinazione del range di prezzo finale;
- il bookbuilding a due settimane dalla quotazione, con la raccolta delle manifestazioni d'interesse che alimentano il book istituzionale;
- la fissazione del prezzo di offerta definitivo in prossimità della quotazione.

La scelta del global coordinator è di cruciale importanza, dovendosi prediligere l'intermediario che dimostri un certo track record in precedenti Ipo, la conoscenza del settore di appartenenza dell'emittente, una forte capacità distributiva, un'elevata qualità del team di analisti. Risulta poi fondamentale la fase di bookbuilding, nella quale gli investitori istituzionali inviano delle manifestazioni d'interesse all'acquisto di un determinato quantitativo di titoli che alimentano il cosiddetto book istituzionale (sistema elettronico gestito in real-time da

tutte le banche coinvolte nella raccolta di ordini), ad un prezzo che tiene conto non solo dei fondamentali della società e delle informazioni presenti nelle ricerche degli analisti, ma anche di elementi soft quali, ad esempio, i livelli di valutazione di società comparabili, gli elementi di corporate governance, la qualità del management team, le

condizioni di mercato, ecc.

Un accadimento particolare legato a tante quotazioni è l'apertura di un processo di dual track. Si tratta, in sostanza, di procedere contemporaneamente con il progetto della quotazione sperimentando altre opzioni di M&A parallele. Un'alternativa potrebbe essere la vendita ad un soggetto industriale, il quale potrebbe essere

portato a riconoscere un prezzo superiore, oppure l'ingresso di maggioranza o di minoranza di un investitore istituzionale. Spesso, infatti, accanto alla quotazione l'impresa può percorrere l'opzione dell'ingresso di un fondo di private equity. Il dual track può essere una valida strategia anche come risposta alle turbolenze dei mercati e quindi al fatto che in un determinato momento la quotazione in borsa possa non costituire la soluzione più conveniente per via di un prezzo di mercato non favorevole. In ogni caso, nel momento in cui va fissato il prezzo d'offerta definitivo è importante considerare l'applicazione di un Ipo discount, ovvero di uno sconto sul prezzo che ha la funzione di massimizzare il livello di domanda e aumentare, per coloro che durante il collocamento hanno deciso di investire nell'azienda, la probabilità di ottenere un buon rendimento dall'investimento.

Le modalità attraverso cui può avvenire la quotazione sono le seguenti:

- l'offerta pubblica di sottoscrizione (Ops) attraverso un aumento di capitale ad hoc che comporta la diluizione del vecchio azionariato e l'ingresso di risorse che affluiscono nelle casse della società, rappresentando l'opzione più gradita al mercato;
- l'offerta pubblica di vendita (Opv) attraverso la vendita dei vecchi soci a favore dei nuovi entranti, senza che delle risorse possa beneficiare la società;
- l'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (Opvs), che si sostanzia in un mix delle due precedenti.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

PER LE PMI PERCORSO SEMPLIFICATO NEL SEGMENTO AIM

Il segmento Aim per le Pmi

L'Aim Italia è un sistema multilaterale di negoziazione (Mtf) dedicato alle Pmi che garantisce un percorso semplificato e requisiti minimi di accesso.

I requisiti formali richiesti in fase di Ipo sono un flottante del 10%, un solo bilancio certificato, l'adozione dei principi contabili italiani, internazionali o americani, l'offerta prevalentemente istituzionale composta da minimo cinque investitori istituzionali che coprono il 10% del flottante, il documento di ammissione, un sito web obbligatorio

La procedura

Il processo di Ipo dura circa 3-4 mesi. Un ruolo fondamentale è giocato dal Nomad (Nominated Adviser) che assiste la società durante l'ammissione e la permanenza sul mercato. Costui svolge le

seguenti attività:

- sovrintende alla due diligence dell'emittente per rilasciare la dichiarazione di appropriatezza funzionale all'ammissione su Aim Italia
- affianca l'emittente nella gestione del processo di quotazione, valutando i rapporti e le risultanze dei team di consulenti coinvolti e verificando che la società emittente operi in conformità al Regolamento Emittenti, con particolare attenzione per quanto riguarda la predisposizione del documento di ammissione
- una volta ammessa la società, la assiste e la supporta durante la sua permanenza sul mercato nell'assolvimento dei compiti e delle responsabilità derivanti dai regolamenti Aim Italia
- stimola l'attenzione della società emittente al rispetto di quanto previsto nei Regolamenti Aim Italia

I punti di forza. Il profilo presentato agli investitori decisivo per raccogliere le sottoscrizioni

Brand e risultati storici aumentano l'appeal

Di cruciale importanza nell'ambito del processo di quotazione è l'equity story della società, ovvero il profilo che verrà presentato agli investitori per indurli ad aderire all'offerta delle azioni, in grado di valorizzare al meglio gli elementi di attrattività dell'investimento. Gli elementi di cui essa si compone sono:

- il portafoglio prodotti/servizi/brand e fidelizzazione della propria clientela;
- i risultati storici conseguiti e la crescita attesa;
- il management team;
- la diversificazione geografica;
- la leva finanziaria;
- la politica dei dividendi;
- l'utilizzo dei proventi derivanti dall'Ipo.

In primo luogo gioca un ruolo fondamentale il portafoglio dei prodotti o dei servizi e il brand dell'impresa, a

cui si lega il livello di fidelizzazione dei clienti. Ciò in quanto occorre comprendere la sostenibilità nel medio lungo termine del vantaggio competitivo dell'azienda, influenzato da tali fattori.

Il secondo aspetto attiene ai risultati storici conseguiti ma soprattutto alla crescita attesa. Ad essi si lega l'andamento della marginalità operativa storica e attesa, che determina da un lato la capacità dell'impresa di generare i cash futuri e, dall'altro, di remunerare i suoi azionisti con utili e dividendi. Occorre poi soffermarsi sulla qualità del management team (in particolare Ceo e Cfo), compreso il suo track record in altre situazioni professionali, meglio se legate ad una realtà di per sé quotata. La diversificazione geografica è un altro elemento rilevante per gli investitori. Essa consente, anzi-

tutto, una riduzione del rischio complessivo sopportato dall'impresa in termini di realizzazione delle scelte strategiche definite nel piano industriale, grazie a una maggiore flessibilità di cui un'azienda globale può godere per far fronte a mutamenti degli scenari competitivi inattesi in alcuni ambiti geografici. La conseguente stabilizzazione dei flussi di cassa generati storicamente da un'azienda geograficamente diversificata, anche grazie alla possibilità che gli andamenti negati-

AZIENDE GLOBALI

Pesa nella valutazione dell'impresa anche la diversificazione geografica delle attività che riduce il rischio complessivo

vie positivi dei diversi contesti geografici si possano compensare tra loro, è un elemento molto apprezzato dagli investitori. Gli stessi guardano con estrema attenzione al livello di indebitamento e alla struttura finanziaria. Infatti l'equazione della leva finanziaria dimostra come la redditività per l'azionista possa incrementarsi se la redditività dell'azienda è superiore al tasso di finanziamento e viene amplificata proprio dalla presenza del debito. Lo stesso, inoltre, è considerato fiscalmente efficiente in quanto deducibile, a differenza del costo dell'equity. Tuttavia, non va dimenticato che, superate determinate soglie, l'indebitamento fa crescere il rischio percepito e quindi una struttura maggiormente dosata di equity si può far preferire.

Deve poi essere convincente anche la politica di distribuzione dei dividendi

di che si lega anche alle strategie future di crescita dell'impresa. Una politica di distribuzione molto accentuata potrebbe, infatti, distogliere eccessive risorse dall'impresa, che a quel punto dovrebbe rinunciare a opportunità d'investimento anche potenzialmente interessanti. D'altro canto, una politica di distribuzione elevata potrebbe far pensare all'assenza di opportunità d'investimento o all'incapacità dell'impresa di saperle cogliere. È infine di estrema importanza la componente dell'equity story legata all'utilizzo dei proventi derivanti dall'Ipo, in quanto bisogna convincere gli investitori che le risorse della quotazione verranno utilizzate per finanziare investimenti in grado di generare valore e che non saranno, ad esempio, utilizzate solo per rimborsare debiti pregressi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA