POLITECNICO MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

Intermonte

Quaderni di ricerca Intermonte

Le IPO '*venture-backed*' sul mercato italiano

n. 1 - marzo 2016

Indice

pagina

Presentazione 5

Executive summary 7

1. La letteratura sulle '*venture-backed* IPOs' 9

2. Le IPO '*venture-backed*' in Europa e in Italia 13

3. Lo studio sulle '*venture-backed* IPOs' italiane 17

4. Le *performance* operative e finanziarie 21
- La *performance* operativa 21
- La *performance* di mercato 23

5. I casi di studio 27
- Cerved Information Solutions S.p.A. 27
- Banca Sistema S.p.A. 30

Bibliografia 33

Appendice: dati sulle '*venture-backed* IPOs' italiane (2008-2015) 35

Il gruppo di ricerca 39

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

pagina

FIGURE

Figura 2.1	Numero di IPO *venture backed* in Europa, per anno di quotazione (periodo 1997-2015)	**13**
Figura 2.2	Numero di IPO *venture backed* in Europa, per paese di quotazione (periodo 1997-2015)	**14**
Figura 2.3	Modalità di *exit* degli operatori di *venture capital*e e *private equity* in Europa	**14**
Figura 2.4	Numero di operazioni, imprese coinvolte e ammontare aggregato degli investimenti (in EUR milioni) da parte degli operatori di *venture capital* e *private equity* in Italia (periodo 1998-2014)	**15**
Figura 2.5	Ammontare (in EUR milioni) degli investimenti da parte di operatori di *venture capital* e *private equity* nelle diverse fasi di vita delle imprese *target* (periodo 1998-2014)	**15**
Figura 2.6	Numero di operazioni, imprese coinvolte e ammontare aggregato dei disinvestimenti (in EUR milioni) da parte degli operatori di *venture capital* e *private equity* in Italia (periodo 1998-2014)	**16**
Figura 2.7	Modalità di *exit* degli operatori di *venture capital* e *private equity* in Italia: ammontare disaggregato dei disinvestimenti (in EUR milioni)	**16**
Figura 3.1	Flusso annuale di offerte pubbliche iniziali sui mercati di Borsa Italiana: numero di nuove quotazioni (scala a sinistra) e controvalore cumulato delle offerte (scala a destra, valori in EUR milioni)	**17**
Figura 3.2	Flusso annuale di offerte pubbliche iniziali *venture-backed* sui mercati di Borsa Italiana: numero di nuove quotazioni (scala a sinistra) e controvalore cumulato delle offerte (scala a destra, valori in EUR milioni)	**18**
Figura 3.3	Distribuzione settoriale delle IPO *venture-backed* in Italia	**18**
Figura 4.1	Redditività delle IPO *venture backed* e non, quotate su Borsa Italiana dal 2008 al 2015: valore mediano dell'indice ROA (*return on assets*)	**21**
Figura 4.2	Evoluzione della struttura finanziaria delle IPO quotate su Borsa Italiana dal 2008 al 2015: valore mediano della leva finanziaria (rapporto fra debiti finanziari e totale attivo)	**22**
Figura 4.3	Rendimenti di mercato assoluti dopo la quotazione: BHR (*buy-and-hold return*) mediani per le 84 IPO quotate sul listino principale di Borsa Italiana dal 2008 al 2015	**22**
Figura 4.4	Rendimenti di mercato dopo la quotazione rispetto all'indice di mercato: BHAR (*buy-and-hold abnormal return*) mediani per le 84 IPO quotate sul listino principale di Borsa Italiana dal 2008 al 2015	**23**
Figura 4.5	Rendimenti di mercato assoluti dopo la quotazione: BHR (*buy-and-hold return*) mediani per le 25 IPO quotate sull'AIM Italia dal 2008 al 2015	**23**
Figura 4.6	Rendimenti di mercato dopo la quotazione rispetto all'indice di mercato: BHAR (*buy-and-hold abnormal return*) mediani per le 25 IPO quotate sull'AIM Italia dal 2008 al 2015	**24**
Figura 4.7	Rendimenti di mercato assoluti per le 9 IPO *venture backed* quotate sul listino principale di Borsa Italiana dal 2008 al 2015	**24**
Figura 4.8	Rendimenti di mercato assoluti per le 9 IPO *venture backed* quotate sull'AIM Italia dal 2008 al 2015	**25**

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

pagina

Figura 5.1	Principali dati di bilancio consolidato del gruppo Cerved negli ultimi anni. Valori in EUR milioni	**28**
Figura 5.2	Rendimento del titolo Cerved dalla quotazione al 1/3/2016, rispetto all'indice di mercato FTSE All-share	**28**
Figura 5.3	Principali dati di bilancio consolidato di Banca Sistema negli ultimi anni. Valori in EUR milioni.	**30**
Figura 5.4	Rendimento del titolo Banca Sistema dalla quotazione al 1/3/2016, rispetto all'indice di mercato FTSE All-share	**31**

TABELLE

Tabella 3.1	Caratteristiche delle IPO *venture-backed* relative al mercato italiano e confronto con le IPO non *venture-backed*. Valori medi (fra parentesi i valori mediani)	**19**
Tabella 3.2	Dati sui *delisting* per le imprese del campione	**20**

BOX

Box 5.1	Le stime più recenti di Intermonte SIM su Cerved	**29**
Box 5.2	Le stime più recenti di Intermonte SIM su Banca Sistema	**32**

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Presentazione

In qualità di primaria *investment bank* italiana indipendente, Intermonte SIM è lieta di avviare una *partnership* con il Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano finalizzata a sviluppare diversi progetti di ricerca su tematiche inerenti il mercato azionario italiano.
L'attenta analisi del Politecnico di Milano, associata alla sensibilità di Intermonte su tematiche di mercato, dovrebbe contribuire a far luce su fenomeni, comportamenti e *trend* che coinvolgono i molti attori che si affacciano al mercato di Borsa.
In questo primo quaderno di ricerca, l'analisi si è concentrata sull'interazione tra *private equity* e IPO, analizzando nel dettaglio, su base sia statistica che qualitativa, il *track record* delle quotazioni che derivano da *private equity* in uscita dall'investimento.
A fronte di una dottrina piuttosto nutrita su questo tema negli USA e a qualche analisi notevole anche per l'Europa (mercato UK in particolare), emerge per l'Italia uno spaccato interessante che mostra come il successo di una IPO *venture backed* dal punto di vista dell'investitore dipenda da diversi fattori.
Speriamo che questa analisi possa fornire interessanti spunti di riflessione per i molti soggetti coinvolti e siamo lieti che Intermonte, nel suo naturale ruolo di punto di riferimento sul mercato azionario italiano, possa dare un contributo all'eterno dibattito tra le diverse anime che si muovono nell'arena dei listini.

Cordialmente

Gian Luca Bolengo
Amministratore Delegato Intermonte SIM

marzo 2016

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Executive summary

Questa ricerca focalizza l'attenzione sulle '*venture-backed* IPOs', definite come le offerte pubbliche iniziali, finalizzate alla prima quotazione in Borsa, organizzate da imprese nel cui azionariato compaiono investitori professionali quali fondi di *private equity* e *venture capital*, ma anche banche e società finanziarie.
Poichè l'obiettivo principale di questi soggetti è maturare un *capital gain* dall'investimento, la quotazione in Borsa rappresenta una delle modalità attraverso cui realizzare (o avviare) la fase di *exit*.

La ricerca accademica si è occupata di analizzare le *venture backed* IPOs sotto diversi punti di vista: (i) il ruolo di 'certificazione' dell'investitore professionale, rispetto alla qualità dell'impresa, (ii) i conflitti di interesse che possono sorgere fra i diversi attori in campo e la 'tentazione' di sfruttare cicli di mercato favorevoli per spuntare valutazioni migliori a discapito della *performance* di lungo termine, (iii) le differenze fra le 'matricole' *venture-backed* e le altre non *venture-backed*.
In Europa nell'ultimo ventennio sono circa 950 le imprese neo-quotate qualificate in senso stretto come '*venture-backed*', ovvero circa un quinto del totale. Un quarto di esse si sono quotate in Gran Bretagna, il 20% in Francia, poco più del 10% in Germania. Secondo le statistiche di Invest Europe meno del 10% dei disinvestimenti relativi al mondo del *private equity* e del *venture capital* avviene attraverso un'IPO, in media. La stessa percentuale caratterizza l'Italia, secondo le statistiche di AIFI, con un'alta sensitività rispetto alla situazione del mercato borsistico e alla ciclica volatilità.

In Italia dal 1997 al 2015 sono state 99 le IPO definibili in senso lato come '*venture-backed*', rispetto alle 304 totali (quindi poco meno di un terzo). Fra queste, 9 si sono quotate sulla piattaforma AIM Italia. La distribuzione settoriale è abbastanza variegata. Rispetto alle loro controparti, le 'matricole' *venture backed* non mostrano significative differenze per età, dimensione, controvalore dell'offerta.

Lo studio si sofferma sulle *performance* delle IPO *venture backed* quotatesi su Borsa Italiana dal 2008 in avanti, in un contesto profondamente mutato rispetto al passato, a seguito della crisi finanziaria globale.
Considerando gli indicatori di bilancio relativi alla redditività, si osserva un'elevata varianza; mentre sul listino principale le IPO *venture backed* non sembrano comportarsi molto diversamente dalle altre, sull'AIM Italia si nota una differenza sfavorevole rispetto alle controparti. Le 'matricole' dell'AIM supportate da investitori istituzionali si caratterizzano anche per una più elevata leva finanziaria rispetto alle altre, mentre l'opposto accade per il listino principale. Lo *status* di società v*enture backed* non sembra influire sulla propensione a crescere per acquisizioni, sebbene negli ultimi anni è singolare che quelle quotate sul listino principale non abbiano condotto alcuna operazione di M&A, con una sola eccezione.

Considerando invece i rendimenti dei prezzi di Borsa, le IPO quotatesi sul listino principale dal 2008 in media battono il mercato, con un differenziale che dopo un anno e mezzo si assesta fra il 30% e 40%, e non si riscontrano significative differenze fra *venture backed* e non. Sull'AIM Italia invece si registra una tendenza generale negativa, sia in valore assoluto sia relativamente al mercato, quasi senza eccezioni e con una significativa differenza a svantaggio delle *venture backed*.

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Lo studio si chiude con la presentazione di due casi, Cerved e Banca Sistema, società acquisite da fondi di *private equity* e poi quotate in Borsa con la dismissione (nel primo caso graduale, nel secondo caso immediata) della quota posseduta.
L'analisi suggerisce che in Italia non è possibile attribuire alle IPO '*venture backed*' caratteristiche superiori rispetto alle altre matricole di Borsa. In generale sembrano performare meglio le società di maggiore dimensione, quotate sul listino principale, e quelle in cui l'investitore professionale viene dall'estero.
Fondamentale è quindi la capacità di analizzare con cura il *business plan* delle singole imprese, valutando le opportunità di crescita del settore, i fattori di vantaggio competitivo della società, gli spazi di sviluppo, le prospettive di medio-lungo termine legate alla capacità dei *private equity investors* di 'traghettare' l'impresa verso un nuovo equilibrio. La quotazione è quindi il traguardo per una meritata *exit*, ma non è automaticamente la garanzia di successo anche per il futuro.

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

1. La letteratura sulle '*venture backed IPOs*'

I fondi di *venture capital*, e in generale gli investitori professionali nel capitale di rischio, hanno acquisito un ruolo importante sul mercato delle nuove quotazioni in Borsa sin dalla metà degli anni Settanta, quando si registrarono le prime operazioni di offerte pubbliche iniziali da parte di imprese cosiddette '*venture-backed*'[1] ovvero partecipate da fondi di *venture capital* o di *private equity*.
L'obiettivo tipico di questi investitori è sottoscrivere partecipazioni nel capitale di società non quotate in Borsa, collaborare in maniera più o meno attiva con il *management* per creare valore e generare crescita, per poi ottenere una plusvalenza al momento della dismissione della partecipazione (*exit*) tipicamente dopo alcuni anni dall'investimento. La quotazione in Borsa dell'impresa, attraverso un'Offerta Pubblica Iniziale (IPO) delle azioni possedute dagli investitori, è proprio una delle modalità possibili di *exit*.

[1] In questo lavoro per sintesi si utilizza il termine '*venture backed*' riferendosi a imprese nel cui capitale azionario sono presenti investitori professionali quali fondi di *venture capital* ma anche di *private equity* in generale

Nella ricerca accademica, la presenza di investitori professionali nel capitale delle 'matricole' di Borsa ha suscitato grande interesse per via del conflitto di interesse implicito nel loro ruolo, nel momento della fase di *exit*. Infatti, da un lato, questi fondi hanno come obiettivo la massimizzazione del ritorno sull'investimento effettuato nell'impresa quotanda anni prima, e quindi dovrebbero puntare a massimizzare il prezzo dell'offerta all'*exit*. Tale obiettivo può determinare comportamenti opportunistici, volti ad esempio a trarre vantaggio da situazioni di momentanea sopravvalutazione dei titoli sul mercato (ad esempio in coincidenza di 'bolle' di prezzo) o a spingere per la quotazione nel momento in cui si prospettano minori opportunità di crescita future, per 'fare cassa'.
D'altro canto, i fondi di investimento si presentano sul mercato del capitale con una certa regolarità, e per questo devono preservare la loro reputazione e promuovere il rapporto di lungo periodo con il mercato (e in particolar modo con gli investitori professionali), al fine di massimizzare gli introiti del loro portafoglio di investimenti nel lungo termine. Per questo motivo, essi devono tentare di non deludere le aspettative degli investitori e potrebbero puntare a offrire le azioni sul mercato a sconto, in modo da promuovere le relazioni di lungo termine.
Il conflitto di interesse può riguardare anche il rapporto fra i fondi e l'imprenditore esistente, in particolare rispetto al *timing* della quotazione. Il fondatore dell'azienda non ha vincoli temporali, mentre gli *equity investors* sono spesso costretti a liquidare la partecipazione entro un certo numero di anni, e quindi potrebbero 'spingere' per l'ingresso in Borsa contro la volontà degli altri soci, e prima di quanto possa essere ottimale. Non a caso i fondi spesso impongono nei patti parasociali delle clausole che impegnano i soci a procedere con la quotazione in Borsa al verificarsi di determinate condizioni.
Nondimeno, i fondi di *venture capital* e *private equity* hanno il compito di selezionare sul mercato le imprese migliori in cui investire, grazie alle competenze professionali e all'esperienza dei loro *manager*, e quindi la loro presenza nel capitale può sia fungere da 'certificazione' della qualità dell'emittente, sia contribuire a ridurre le asimmetrie informative per gli investitori *retail*. Essi possono contribuire a creare valore grazie alle competenze complementari, agli *skills*, alla capacità di *networking* che apportano insieme alle risorse finanziarie (Giorgino *et al*., 2001).

Uno dei primi studi empirici condotti sulle IPO '*venture backed*' è quello di Barry *et al.* (1990), i quali sottolineano l'importanza dell'attività di *monitoring* svolta nell'impresa

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

dal *venture capitalist*, che si riflette in minori livelli di rendimento iniziale al termine del primo giorno di quotazione (conseguenza di un più basso sconto applicato al prezzo delle azioni grazie alla minore asimmetria informativa e all'effetto di 'certificazione' verso il mercato).
Gompers (1996), invece, sviluppa e testa empiricamente un modello che spiega il meccanismo di formazione della reputazione per il *venture capitalist*. Egli distingue tra investitori 'giovani', senza un *track record* significativo e che quindi devono ancora affermarsi sul mercato del capitale, e quelli già affermati. I risultati mostrano che i *venture capitalist* giovani tendono a portare in quotazione aziende di giovane età con maggiori livelli di sconto per crearsi la reputazione, e tendono inoltre a far coincidere l'IPO con le proprie campagne di *fundraising* per la creazione di fondi successivi.

Le *venture-backed* IPOs sono state anche oggetto di una diatriba molto accesa sui rendimenti di mercato nei mesi successi alla quotazione. Infatti, questo dibattito vede contrapposte due ipotesi di ricerca. La prima fa riferimento alla teoria dei mercati efficienti, la quale asserisce che le matricole di borsa non sotto-performano rispetto al mercato quando si tengono in considerazioni fattori di dimensione e di opportunità di crescita. Il maggior rappresentante di questa scuola di pensiero è Eugene Fama (premio Nobel per l'Economia nel 2013; si vedano ad esempio Fama e French, 1992). Contrapposta a questa teoria vi è la scuola di pensiero che fa riferimento alla '*behavioral finance*', che asserisce che nel lungo periodo le matricole di borsa tendono a sotto-performare per via di prezzi di offerta troppo elevati, che rispecchiano valutazioni troppo ottimistiche. Il rappresentante di rilievo di questa scuola di pensiero è Jay Ritter (si veda ad esempio Ritter, 1991).
Brav e Gompers (1997), analizzando un campione di dati statunitensi, trovano che le IPO *venture-backed* tendono a mostrare rendimenti simili ai loro *benchmark* più diretti negli anni successivi alla quotazione, mentre le non *venture-backed* tendono a mostrare rendimenti negativi. Tuttavia, essi sostengono che l'effetto possa essere ricondotto alla deludente *performance* dei titoli con elevati valori del *market-to-book ratio* e quindi non possa essere attribuito genericamente all'ingresso in Borsa. Lo studio è dunque a favore dell'efficienza dei mercati.
Più recente invece è lo studio di Chan *et al.* (2008), i quali individuano alcune caratteristiche persistenti tra le matricole che offrono rendimenti superiori negli anni successivi alla quotazione. Essi, infatti, individuano tre fattori che più di tutti spiegano i rendimenti anomali superiori di lungo periodo: l'ammontare di capitale circolante anomalo, la presenza di un *underwriter* di alta qualità e la presenza di un *venture capitalist*. In particolare, la compresenza di questi tre elementi sarebbe in grado di spiegare il rendimento superiore di alcune matricole di mercato rispetto alle altre. Per questo motivo essi sostengono la *behavioral hypothesis*, in quanto affermano che sia possibile identificare delle caratteristiche del mercato e dell'offerta che sono correlate con le *performance* di mercato.
Infine, Barry e Mihov (2015) confrontano le IPO supportate da *venture capitalist* con quelle che sono finanziate tramite debito bancario. Lo studio rileva che il capitale di rischio immesso dal fondo e il debito bancario sono sue fonti di finanziamento alternative per le matricole di mercato. Gli autori riportano anche che, mediamente, le IPO supportate dai fondi di *venture capital* tendono a generare rendimenti di lungo periodo superiori rispetto alle IPO supportate da debito bancario.

Oltre ai rendimenti di mercato di breve e di lungo termine, la letteratura accademica ha investigato l'impatto dei *venture capitalist* sulle altre caratteristiche dell'offerta iniziale.
Field e Hanka (2001) e Keasler (2001) si concentrano sul momento in cui avviene la scadenza del periodo di *lock-up* (ovvero il periodo durante il quale gli investitori presenti prima della quotazione si impegnano a non cedere le loro partecipazioni residue, per non creare un eccesso di offerta sul mercato) e individuano un ruolo significativo dei *venture capitalist* nello spiegare i rendimenti anomali generati intorno a quel giorno. Infatti, i *venture capitalist* tendono a vendere azioni sul mercato secondario più aggressivamente

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

rispetto ai *manager* e agli altri *insider*. Il problema risulta ancora più aggravato nel caso di periodi brevi di *lock-up*.
Cumming e MacIntosh (2003) studiano invece la decisione circa la modalità di *exit* da parte dei *venture capitalist* (e, in particolar modo, la decisione di un disinvestimento totale o parziale), e trovano che la scelta dipende dal livello di asimmetrie informative tra il *venture capitalist* stesso e i nuovi investitori. In particolare, nel caso di basse asimmetrie informative si tende a prediligere un disinvestimento totale, mentre al contrario, nel caso di elevate asimmetrie informative, i fondi preferiscono un disinvestimento parziale che verrà completato più avanti negli anni.
Dolvin e Pyles (2006) analizzano il ruolo di certificazione del *venture capitalist* nel processo di IPO. Essi trovano che i *venture capitalist* di prestigiosa reputazione sostengono costi di quotazione diretti e indiretti minori e sono in grado di ottenere anche dei periodi di *lock-up* più brevi. D'altro canto, lo studio evidenzia che anche i *venture capitalist* di reputazione inferiore provvedono, anche se in misura minore, ad attività di *monitoring* a valore aggiunto.
Cotei e Farhat (2013) trovano che le IPO partecipate dai *venture capitalist* generano delle esternalità informative positive per tutto il settore, e in particolare forniscono indicazioni importanti circa le opportunità di crescita, diffondendo informazioni utili per la corretta valutazione dei titoli finanziari.
Infine, Bradley *et al.* (2015) analizzano il rapporto tra i *venture capitalist* e gli analisti finanziari che provvedono al *coverage* del titolo in seguito all'offerta pubblica. Essi trovano che l'*underpricing* generato al momento della quotazione (ovvero il rendimento iniziale del titolo rispetto al prezzo dell'offerta) differisce a seconda della tipologia di investitore istituzionale presente nell'azionariato pre-IPO. In particolare, essi distinguono fondi di 'alta' e di 'bassa' qualità, in base al *track record* e al loro prestigio. Lo studio mostra che i *venture capitalist* di alta qualità, mediamente, hanno generato più *underpricing* prima dello scoppio della bolla Internet. Inoltre, essi ottenevano con maggiore probabilità un *coverage* da parte degli analisti di prima fascia ('*all-star*'). Questa strategia veniva usata dagli *underwriter* per mantenere dei rapporti di lungo periodo con gli investitori istituzionali per assicurarsi la partecipazione nelle IPO future. Tuttavia, i cambiamenti nella regolamentazione in seguito allo scoppio della 'bolla Internet' hanno ridotto le possibilità di collusione tra *underwriter* e *venture capitalist*.

Tutti gli studi citati in precedenza si riferiscono al contesto statunitense. Infatti, gli Stati Uniti hanno da sempre rappresentato il punto di riferimento per gli studi sulle offerte pubbliche iniziali e sui *venture capitalist*. Tuttavia, la letteratura accademica riporta anche qualche evidenza legata al contesto Europeo.
Bessler e Kurth (2007) analizzano i conflitti di interesse presenti nel Neuer Markt tedesco, il listino dedicato ai titoli *high-tech*, quando le banche agivano sia da *underwriter*, sia da *venture capitalist* e fornivano raccomandazioni sui titoli. In particolare, essi trovano che le banche che agivano in tutti e tre i ruoli ottenevano in media rendimenti superiori nei 6 mesi successivi alla IPO, ma poi vi era una inversione di *performance* nei 18 mesi successivi. Il motivo principale individuato dagli autori era l'abilità delle banche nel selezionare appropriatamente il *timing* dell'offerta pubblica.
Cumming (2008) analizza un campione di investimenti da parte dei *venture capitalist* europei per comprendere le modalità di *exit* da parte di questi investitori. Il suo studio mette in luce che diritti di controllo più forti da parte del *venture capitalist* (ad esempio diritti di *drag-along* o la possibilità di rimuovere il fondatore come CEO) prima del disinvestimento aumentano la probabilità di un'acquisizione piuttosto che di una quotazione tramite IPO.
Coakley *et al.* (2009) trovano che in Gran Bretagna vi è stata una differenza nel comportamento di *underwriter* e *venture capitalist* negli anni 1999-2000 (anni della '*dot-com bubble*') rispetto agli anni successivi. Il primo periodo è stato caratterizzato infatti da elevati livelli di *underpricing*, mentre il secondo da un *trend* opposto che richiama il ruolo di certificazione da parte di questi soggetti. La differenza nel comportamento nei

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

diversi periodi temporali viene attribuita allo '*spinning*', ovvero il fenomeno per il quale le banche di investimento allocavano azioni delle matricole di Borsa con elevati livelli di *underpricing* atteso ai *manager* in cambio di un 'ribaltamento' di denaro ad esempio per le commissioni relative a offerte pubbliche future.
Bessler e Seim (2012) analizzano le IPO partecipate da *venture capitalist* in Europa. Il loro studio trova che nel breve termine le IPO *venture-backed* tendono a mostrare *performance* più ragguardevoli, ma poi questa differenza si assottiglia nel lungo termine. Tuttavia, le matricole *venture-backed* quotate nei listini principali e quelle di dimensione maggiore mostrano mediamente rendimenti 'anomali' superiori in un arco temporale di 5 anni.
Espenlaub *et al.* (2015) analizzano le strategie di *exit* da parte dei fondi di *venture capital* britannici. Il loro studio trova che questi fondi optano prevalentemente per le operazioni di M&A come modalità di *exit*, mentre le IPO sono più frequenti quando nel paese di quotazione sono presenti dei meccanismi legali che proteggono l'investitore.
Infine, estendendo la ricerca anche al di fuori dei confini europei, uno degli studi più recenti è quello di Humphrey-Jenner e Suchard (2013), i quali analizzano il ruolo dei fondi di *venture capital* stranieri nello sviluppo del mercato dei capitali cinese. Essi trovano che la presenza di fondi stranieri non incrementa di per sé la probabilità di successo di una IPO. Tuttavia, vi è una maggiore probabilità di successo quando le IPO sono effettuate da fondi che operano in settori diversificati e quando esistono rapporti collaborativi tramite *joint-venture*.

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

2. Le IPO *venture-backed* in Europa e in Italia

In questa sezione si dà uno sguardo al panorama europeo e italiano delle IPO *venture backed*.
In Figura 2.1 viene riportato il numero complessivo delle IPO registrate in Europa dal 1997 al 2015 che vantavano *venture capitalist* o fondi di *private equity* nell'azionariato prima della quotazione in Borsa.
Come si può notare, il numero delle IPO *venture backed* ha conosciuto tre periodi a maggiore concentrazione: il periodo 1998-2000 (ovvero, prima dello scoppio della 'bolla Internet'), il periodo 2004-2007 (e, in particolare, nel 2006, con 135 IPO), e infine gli anni 2014-2015, con il 2014 che ha registrato 99 operazioni di quotazione. Rispetto al totale delle imprese che si quotano, l'incidenza delle IPO *venture backed* risulta abbastanza variabile. Se negli anni di inizio della crisi si registrano percentuali inferiori al 5%[1], dal 2012 la percentuale si è mantenuta sempre sopra il 20%, con una punta del 30% nel 2014.
In Figura 2.2 si analizza invece il numero di operazioni per singolo paese. Si nota che la Gran Bretagna è stato il mercato in cui hanno avuto luogo il maggior numero di operazioni (239), seguito dalla Francia (186), dalla Germania (113) e dalla Svezia (62). L'Italia in questa classifica si trova in quinta posizione, con un totale di 50 IPO *venture backed* nel periodo 1997-2015. Bisogna tenere conto che però i dati sono basati solamente sulla presenza di *venture capitalist* e fondi di *private equity*, mentre altri tipi di investitori professionali non sono inclusi nel computo[2].
Le statistiche pubblicate dalla European Venture Capital Association (ora Invest Europe) evidenziano che la quotazione in Borsa è comunque una delle modalità di *exit* meno frequenti. La Figura 2.3 riporta che la dismissione delle partecipazioni di *private equity* e *venture capital investors* avviene attraverso l'IPO solo in una percentuale di casi compresa fra il 2,5% e l'8,5%; la frequenza dipende chiaramente dalla situazione in quel momento dei mercati borsistici, sia rispetto al *trend* (rialzista o ribassista) sia rispetto alla volatilità (che non deve essere eccessiva). La dismissione attraverso IPO è ovviamente più frequente per le operazioni di *later stage* e *buyout*, meno per il *venture capital*. Una

[1] Fonte: Thomson One

[2] Al contrario nel seguito andremo ad utilizzare una definizione meno restrittiva, che considera come investitori professionali anche altre società finanziarie e di investimento. Questo spiega la diversa dimensione del campione italiano (99 imprese)

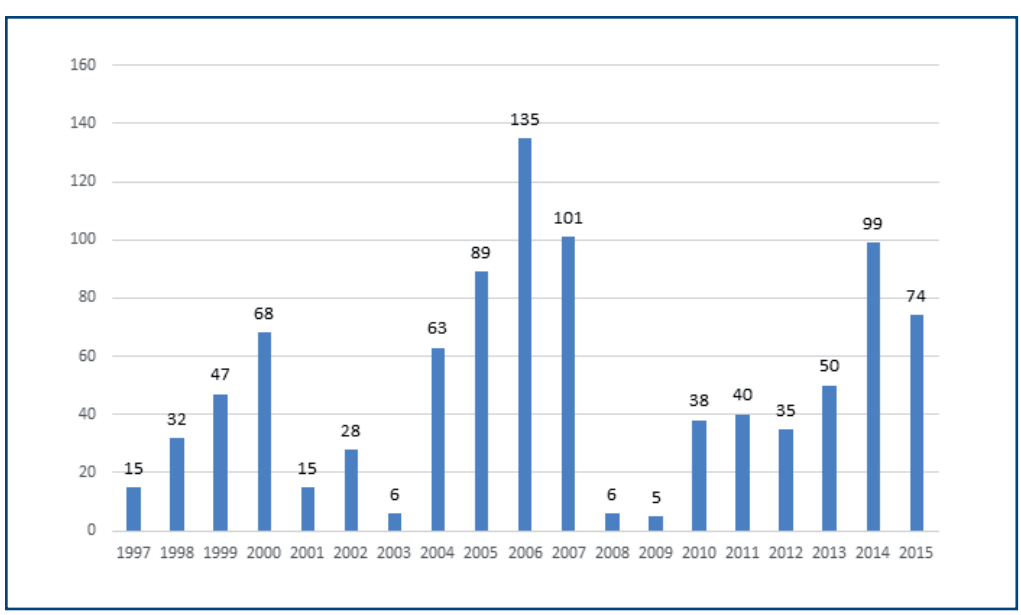
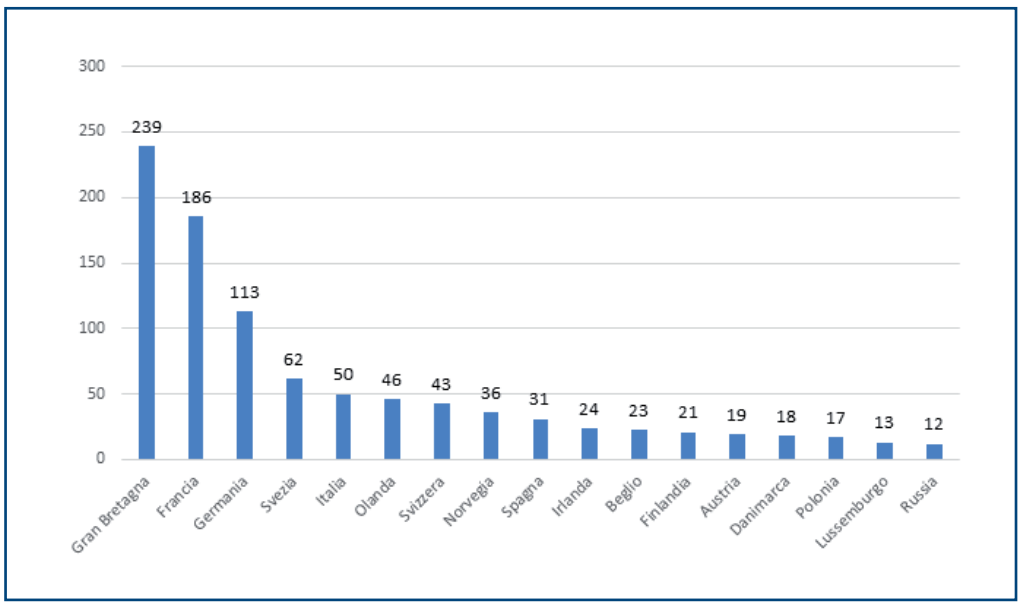


Figura 2.1

Numero di IPO *venture backed* in Europa, per anno di quotazione (periodo 1997-2015). Fonte: Thomson One, elaborazioni Politecnico di Milano

Figura 2.2

Numero di IPO *venture backed* in Europa, per paese di quotazione (periodo 1997-2015). Fonte: Thomson One



percentuale di poco superiore delle dismissioni avviene attraverso un collocamento *seasoned*, ovvero offerte o cessioni sul mercato successive alla quotazione.

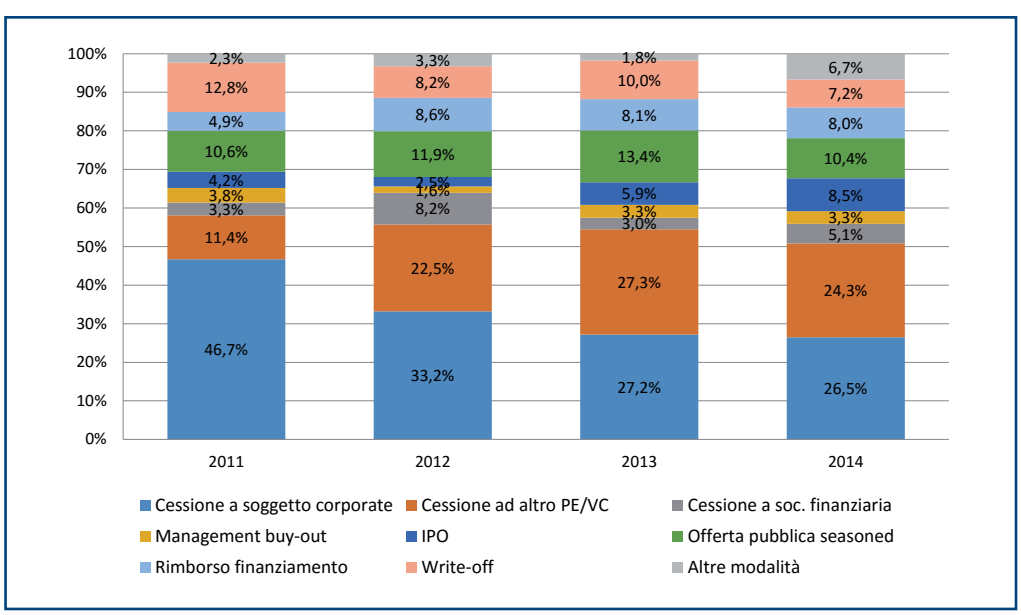
Focalizzando l'attenzione sull'Italia, è interessante analizzare innanzitutto gli investimenti effettuati dai diversi soggetti di *private equity* negli ultimi anni. Questi includono SGR 'generaliste' e *investment companies*, banche, operatori internazionali, operatori di *early stage*, operatori pubblici e regionali. Tale flusso di investimenti rappresenta infatti la 'materia prima' per i successivi disinvestimenti, anche attraverso la Borsa.

La Figura 2.4 mostra in aggregato il valore e il numero degli investimenti: come si può notare, il flusso è aumentato dal 1998 ad oggi, subendo una notevole impennata nel 2007. Contemporaneamente il numero medio degli investimenti e il numero di imprese coinvolte nelle operazioni di *private equity* è rimasto piuttosto stabile nel tempo, ad eccezione del periodo 1999-2000 che corrisponde alla 'bolla Internet'.

In Figura 2.5 si osserva un maggiore livello di dettaglio circa gli investimenti compiuti: Senza sorprese, le operazioni di maggiore valore hanno riguardato i fondi di '*buyout*', che hanno registrato un valore *record* di € 3,3 miliardi nel 2007. Gli investimenti in '*expansion*' invece, sono stati molto volatili, raggiungendo valori intorno al miliardo di euro nel 2000 e nel 2006, e subendo invece forti contrazioni nei periodi 2001-2005 e 2007-2009. Negli anni più recenti (2009-2014) si registra invece un *trend* di crescita costante, correlato alla lenta ripresa. Gli investimenti in '*replacement*' invece sono stati

Figura 2.3

Modalità di *exit* degli operatori di *venture capital* e *private equity* in Europa. Fonte: Invest Europe



Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

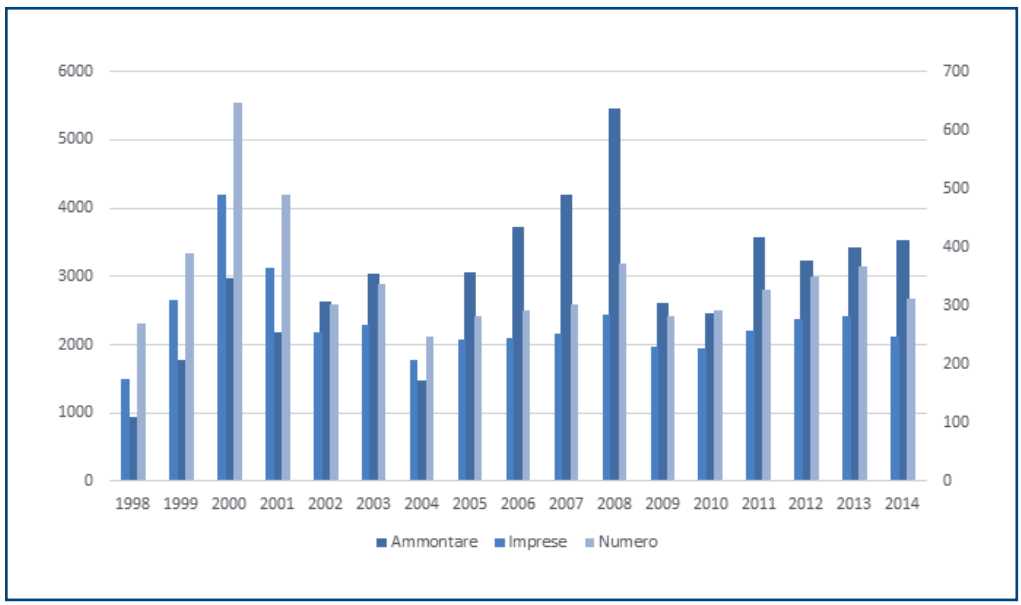


Figura 2.4

Numero di operazioni, imprese coinvolte (scala a destra) e ammontare aggregato degli investimenti (scala a sinistra, in EUR milioni) da parte degli operatori di *venture capital* e *private equity* in Italia (periodo 1998-2014).
Fonte: AIFI

sempre piuttosto stabili e inferiori a € 400 milioni all'anno ad eccezione del 2008, anno in cui si è registrato un valore pari a € 1,6 miliardi, e nel 2011, quando sono stati superati € 500 milioni. Il *trend* più recente per questi investimenti sembra invece in decrescita.
Infine, l'ultima osservazione riguarda gli investimenti in fase di *seed*, ovvero quelli che riguardano essenzialmente i fondi di *venture capital* tradizionali. Come si può notare, questi hanno raggiunto un picco di € 500 milioni nel 2000, anno della 'bolla Internet', per poi stabilizzarsi su una media di € 100 milioni all'anno (e, spesso, anche meno).
Va sottolineato che un ruolo di rilievo negli anni più recenti è stato giocato dallo stimolo pubblico attraverso il Fondo Italiano d'Investimento, che ha stanziato ben € 1,2 miliardi destinati al *private equity*, sia direttamente sia indirettamente come fondo di fondi, e che nel corso del 2014 ha anche destinato risorse specifiche per l'attività di *venture capital*, sempre attraverso il co-investimento in fondi specializzati.
La Figura 2.6 riporta invece il valore e il numero dei disinvestimenti compiuti dai soggetti di *private equity* in Italia.
Si nota dalla figura che il *trend* nel valore aggregato dei disinvestimenti è cresciuto dal 1998 per raggiungere un picco nel 2007, anno in cui è stato smobilizzato capitale per un valore circa pari a € 2,5 miliardi. Di seguito, nel periodo 2008-2010, la politica di disinvestimento ha subito un forte rallentamento (chiaramente a causa della situazione sfavorevole legata alla crisi finanziaria globale) per poi riprendere nel 2011, anno in cui

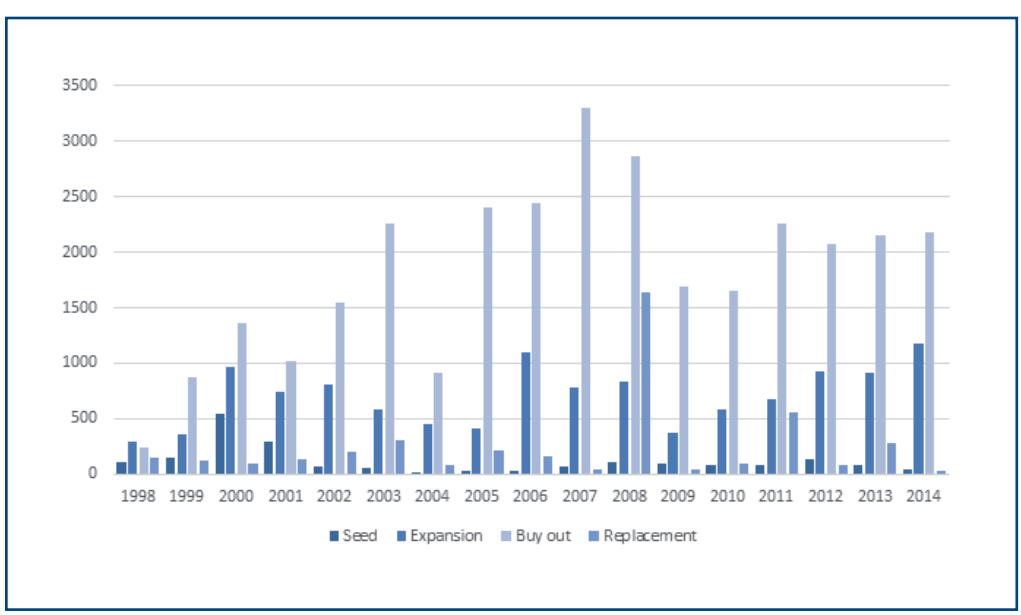


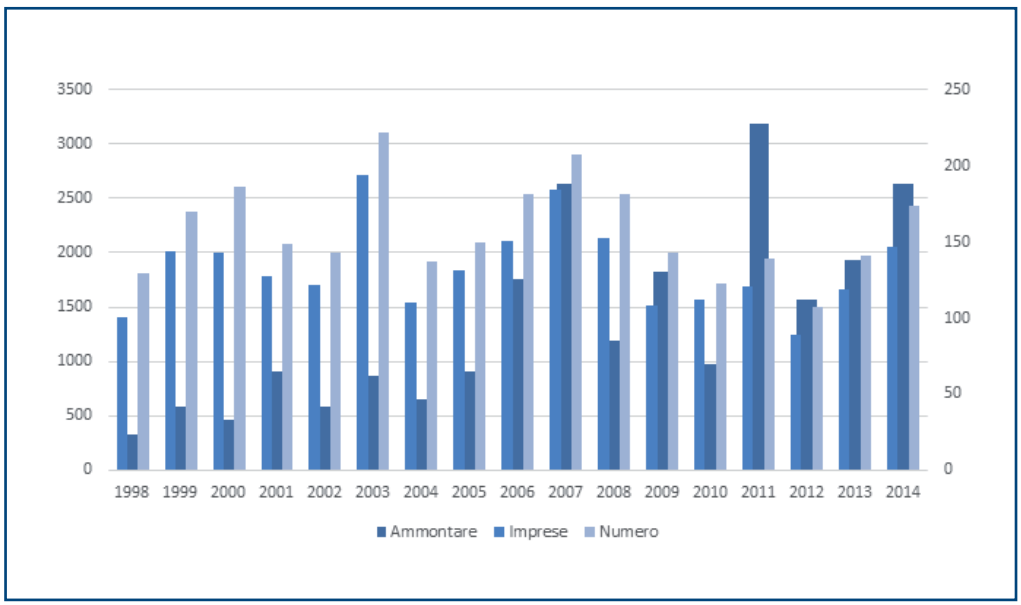
Figura 2.5

Ammontare (in EUR milioni) degli investimenti da parte di operatori di *venture capital* e *private equity* nelle diverse fasi di vita delle imprese *target* (periodo 1998-2014).
Fonte: AIFI

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 2.6

Numero di operazioni, imprese coinvolte (scala a destra) e ammontare aggregato dei disinvestimenti (scala a sinistra, in EUR milioni) da parte degli operatori di *venture capital* e *private equity* in Italia (periodo 1998-2014). Fonte: AIFI



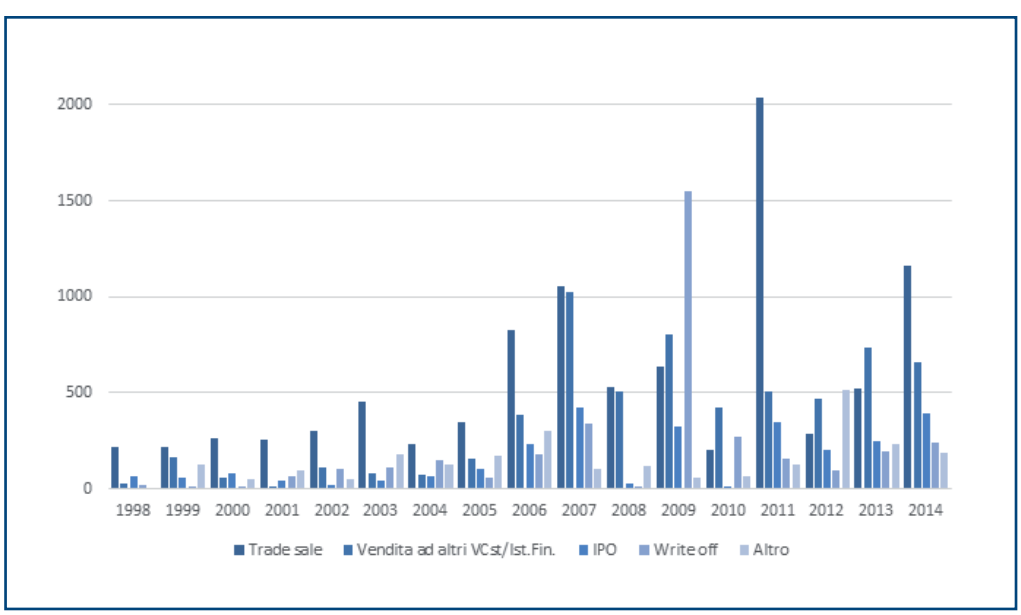
le dismissioni hanno superato € 3 miliardi. Nell'arco temporale considerato il numero di imprese coinvolte nelle operazioni di investimento è variato in un *range* tra le 100 e le 200 imprese coinvolte ogni anno.

I disinvestimenti annui per tipologia di *exit* sono riportati in Figura 2.7. Anche in Italia la maggior parte (il 43% in media) è stata effettuata tramite operazioni di *trade sale*. Si evince un *trend* di crescita per questa tipologia di disinvestimento che ha raggiunto il suo apice nel 2011, superando € 2 miliardi. Il secondo metodo di disinvestimento più comune risulta invece la vendita ad un'altra istituzione finanziaria o ad un altro fondo. Questa categoria di disinvestimenti ha rappresentato circa il 23% dell'ammontare disinvestito, e ha raggiunto un picco nel 2007, quando l'ammontare complessivo ha superato € 1 miliardo. Per quanto riguarda i *write-off*, ovvero l'azzeramento dell'investimento a seguito di fallimento del progetto, si nota un valore 'anomalo' nel 2009, con oltre € 1,5 miliardi. Mediamente i *write-off* hanno rappresentato il 14% dell'ammontare complessivo dei disinvestimenti (10% se si esclude il 2009).

La vendita tramite IPO (o liquidazione ulteriore di quote tramite vendita sul mercato in seguito ad una IPO) ha rappresentato mediamente in Italia il 10% dei disinvestimenti. Si registra un apice nel 2012, quando i disinvestimenti tramite IPO/mercato borsistico sono ammontati a € 350 milioni, e nel 2014, quando l'ammontare complessivo è stato pari a circa € 400 milioni.

Figura 2.7

Modalità di *exit* degli operatori di *venture capital* e *private equity* in Italia: ammontare disaggregato dei disinvestimenti (in EUR milioni). Fonte: AIFI



Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

3. Lo studio sulle *venture backed* IPOs in Italia

Il campione relativo all'analisi proposta nelle prossime pagine è composto da tutte le offerte pubbliche iniziali (IPO) relative ai mercati borsistici italiani nel periodo dal gennaio 1997 ad agosto 2015. In un primo gruppo classifichiamo tutte le IPO avvenute sul listino principale (MTA), sul Nuovo Mercato e su Expandi. In AIM sono comprese le IPO quotate sui listini non regolamentati ai sensi della Direttiva MIFID: l'AIM Italia e il MAC (mercato alternativo del capitale)[1].

La Figura 3.1 mostra la distribuzione temporale del numero e dalla dimensione dell'offerta delle IPO appartenenti ai due gruppi (denominati per brevita 'MTA' e 'AIM'), mentre la Figura 3.2 si focalizza solamente sulle IPO nel cui azionariato era presente un investitore professionale ('*venture-backed*'). Definiamo una 'matricola' come *venture-backed* se nel capitale di rischio prima della quotazione era presente un investitore professionale quale un fondo di *venture capital* o di *private equity*, un veicolo di emanazione bancaria o una finanziaria di investimento non legata al nucleo imprenditoriale. Il campione delle IPOs *venture-backed* è composto da 99 imprese, di cui 90 relative al listino principale (18 quotate originariamente sul Nuovo Mercato e 6 sull'Expandi) e 9 relative all'AIM Italia (di cui nessuna quotata originariamente sul MAC)[2].

Come si nota, il periodo a maggiore concentrazione di IPO, sia in termini di numerosità che di raccolta di capitale, risulta in Italia quello dal 1999 al 2001, e corrisponde al periodo della 'bolla Internet'. Si nota in seguito un periodo negativo tra il 2002 e il 2004, e una rapida ripresa nel periodo 2005-2007, la quale però subisce un drastico arresto negli anni successivi al 2008 per via della crisi finanziaria, in particolare per quanto riguarda le '*venture-backed*'. Interessante notare come vi sia una ripresa nel numero e nella dimensione delle IPO negli ultimi tre anni che vanno dal 2013 al 2015, e in particolar modo risalta il rapido incremento nella numerosità delle IPO dell'AIM, che tuttavia rappresentano una frazione molto piccola rispetto al totale della raccolta di capitale del mercato.

La ciclicità nel flusso delle nuove quotazioni (rispetto sia al numero sia al settore di *business*) è un fenomeno ben conosciuto, ed è legato al *trend* dei mercati e alla volatilità.

[1] Il Nuovo Mercato, nato nel 1999, e l'Expandi, succeduto al Mercato Ristretto nel 2003, sono stati riassorbiti nel listino principale pochi anni dopo. Il Mercato Alternativo del Capitale (MAC), istituito nel 2007, è stato riassorbito in AIM Italia dal 1/1/2013

[2] Non vengono considerate '*venture backed*' società in cui la quota posseduta da eventuali investitori professionali prima dell'IPO è trascurabile

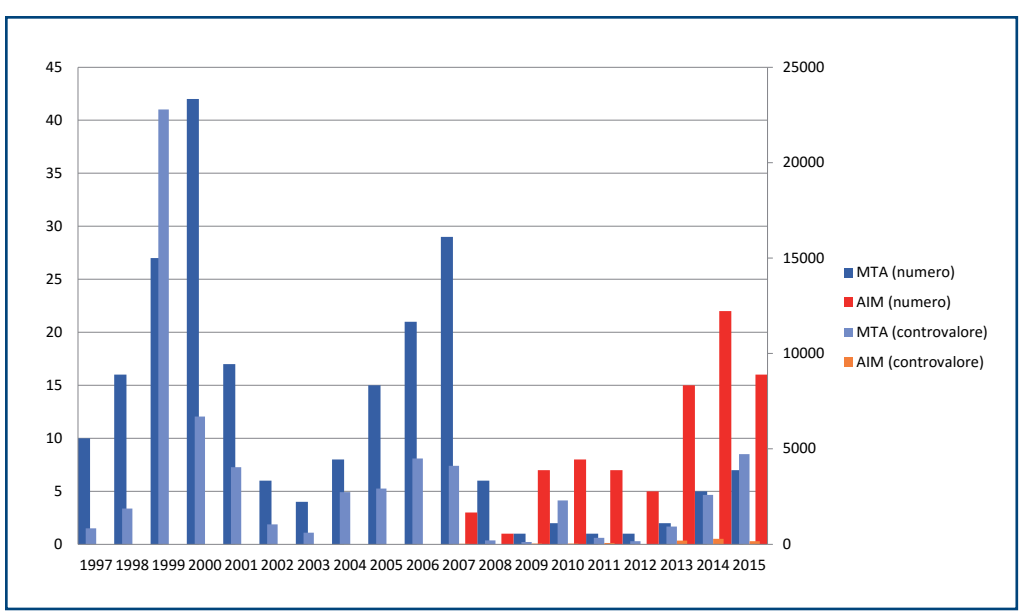
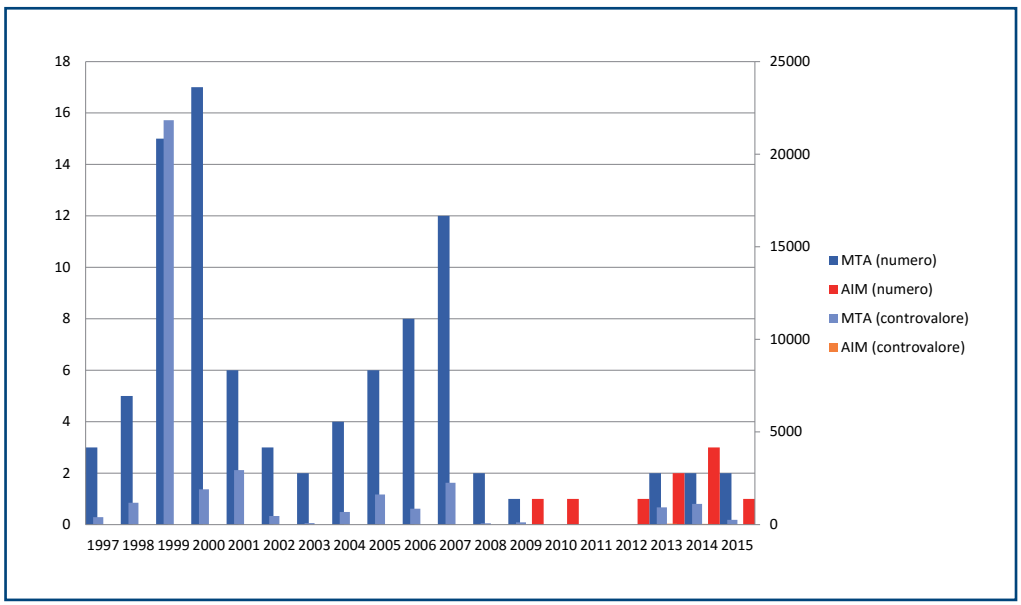


Figura 3.1

Flusso annuale di offerte pubbliche iniziali sui mercati di Borsa Italiana: numero di nuove quotazioni (scala a sinistra) e controvalore cumulato delle offerte (scala a destra, valori in EUR milioni). Fonte: Borsa Italiana, elaborazione Politecnico di Milano

Figura 3.2

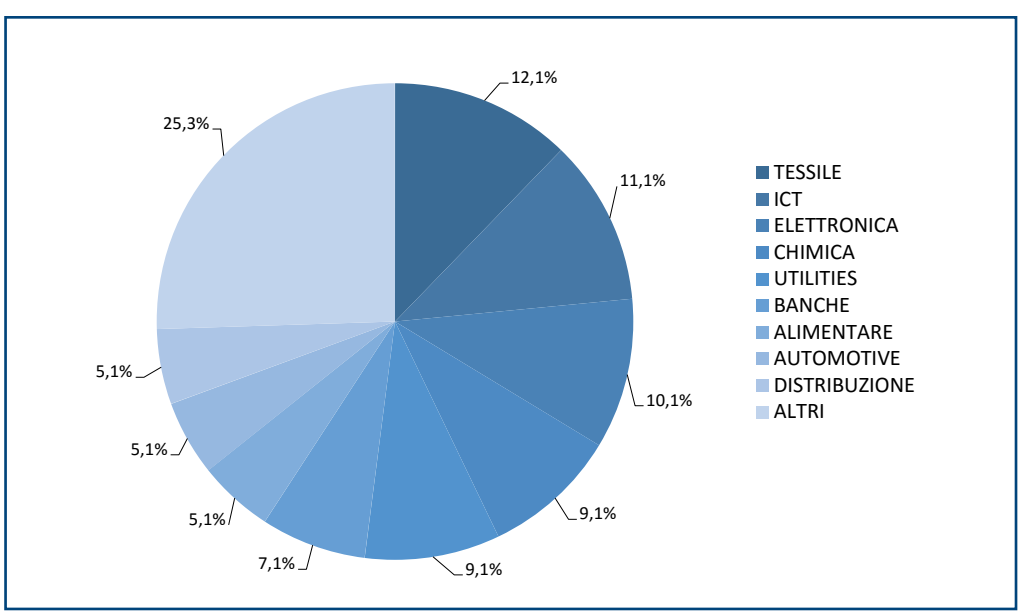
Flusso annuale di offerte pubbliche iniziali *venture-backed* sui mercati di Borsa Italiana: numero di nuove quotazioni (scala a sinistra) e controvalore cumulato delle offerte (scala a destra, valori in EUR milioni). Fonte: Borsa Italiana, elaborazione Politecnico di Milano



La Figura 3.3 riporta la distribuzione settoriale delle imprese '*venture backed*'. Come si può notare, la maggior parte delle imprese appartiene al settore tessile e abbigliamento, seguito da ICT, energie rinnovabili, chimico-farmaceutico, l'alimentare, il bancario e assicurativo, l'*automotive* e la distribuzione. Si riscontra quindi una certa eterogeneità, con l'alternanza di settori tradizionali e settori a maggiore contenuto tecnologico.
In Tabella 3.1 analizziamo le caratteristiche del campione di analisi, in funzione dell'anno di quotazione e del mercato di appartenenza. Nel periodo dal 2008 al 2015 la capitalizzazione di mercato media delle IPO *venture backed* nel segmento MTA, misurata dopo il primo giorno di quotazione, è pari a € 704 milioni, contro € 1.155 milioni per le altre IPO. Da sottolineare che nel confronto pesa sicuramente il basso numero di IPO in quest'ultimo periodo, che aumenta il peso relativo dell'offerta pubblica di Poste Italiane (IPO non supportata da capitali privati e da quasi € 9 miliardi di capitalizzazione). Tra le IPO *venture backed* più significative in termini di capitalizzazione di mercato nel periodo 2008-2015 sicuramente sono da annoverare Moncler (€ 2,5 miliardi), Anima Holding (€ 1,26 miliardi) e Cerved Information Solution (circa € 1 miliardo).
La dimensione media delle IPO *venture backed* nell'AIM (€ 37,2 milioni) invece risulta minore rispetto alla dimensione media per le non *venture backed* (€ 44,1 milioni), tuttavia i valori mediani risultano molto simili (€ 32,5 milioni per le *venture backed* contro € 30,4 milioni per le non *venture backed*).

Figura 3.3

Distribuzione settoriale delle IPO *venture-backed* in Italia. Campione: 99 imprese quotate fra il 1997 e il 2015. Fonte: Borsa Italiana, elaborazione Politecnico di Milano



Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

La capitalizzazione appena dopo la quotazione è ovviamente correlata alla dimensione dell'offerta.
Per quanto riguarda la composizione dell'offerta pubblica, non stupisce che le IPO *venture backed* riguardino prevalentemente azioni derivanti dalla vendita (*secondary shares*) che quindi non rappresentanto raccolta di capitale per la società 'matricola'. Questo risulta coerente con gli obiettivi di *exit* degli investitori di *venture capital* e di *private equity*.

Tabella 3.1

Caratteristiche delle IPO *venture-backed* relative al mercato italiano e confronto con le IPO *non venture-backed*. Valori medi (fra parentesi i valori mediani).
Fonte: elaborazioni Politecnico di Milano
(*) = sono comprese 3 IPO avvenute nel 2007 sul Mercato Alternativo del Capitale
(**) = rendimento percentuale iniziale dopo il primo giorno di quotazione rispetto al prezzo di offerta

Periodo	1997-2001	2002-2007	2008-2015 (MTA)	2008-2015 (AIM)
Numero totale IPO	112	83	25	84
IPO non *venture backed*				
Numero IPO	66	48	16	75 (*)
Capitalizzazione iniziale (EUR milioni)	427,66 (206,26)	563,94 (325,80)	1.154,77 (462,44)	44,09 (30,40)
Dimensione offerta (EUR milioni)	120,85 (64,73)	207,57 (101,37)	367,26 (179,39)	9,87 (5,39)
Aumento di capitale (EUR milioni)	91,59 (36,29)	49,75 (32,40)	70,30 (9,20)	9,19 (4,99)
% azioni da aumento di capitale (parte OPS)	70,90% (79,15%)	54,57% (60,57%)	43,87% (39,22%)	92,05% (100,00%)
% azioni in vendita (parte OPV)	29,10% (20,85%)	45,43% (39,43%)	56,12% (60,78%)	7,95% (0,00%)
Oversubscription investitori *retail*	15,15 (4,49)	4,87 (3,81)	2,93 (2,43)	-
Oversubscription investitori istituzionali	7,07 (3,02)	4,37 (2,99)	6,83 (1,10)	0,79 (1,00)
Underpricing (**)	10,41% (0,69%)	7,20% (6,31%)	6,24% (2,68%)	5,59% (0,02%)
Età alla quotazione rispetto all'anno di fondazione	34,73 (26,00)	39,17 (23,50)	28,33 (27,00)	13,05 (9,00)
IPO *venture backed*				
Numero IPO	46	35	9	9
Capitalizzazione iniziale (EUR milioni)	1.754,23 (207,38)	415,15 (235,66)	704,00 (301,58)	37,16 (32,50)
Dimensione offerta (EUR milioni)	614,22 (82,57)	170,36 (88,70)	276,77 (146,17)	12,19 (6,24)
Aumento di capitale (EUR milioni)	73,88 (20,50)	72,20 (26,88)	48,35 (27,60)	10,88 (3,71)
% azioni da aumento di capitale (parte OPS)	45,58% (49,34%)	56,68% (56,83%)	37,38% (25,65%)	84,73% (100,00%)
% azioni in vendita (parte OPV)	54,41% (50,65%)	43,32% (43,17%)	62,14% (74,43%)	5,57% (0,00%)
Oversubscription investitori *retail*	7,92 (4,88)	4,67 (1,79)	3,11 (1,12)	-
Oversubscription investitori istituzionali	6,73 (4,01)	4,53 (2,27)	12,94 (4,47)	0,95 (1,00)
Underpricing (**)	13,09% (1,14%)	4,63% (3,22%)	7,28% (-0,08%)	7,73% (6,15%)
Età alla quotazione rispetto all'anno di fondazione	50,54 (26,50)	42,23 (33,00)	10,00 (9,00)	9,56 (5,00)

Anche per le IPO non *venture backed* del listino principale si nota una sempre minore rilevanza delle azioni da aumento di capitale (*primary shares*). Queste infatti, mediamente rappresentavano il 70,9% dell'offerta nel periodo 1997-2001, mentre oggi rappresentano circa il 44% dell'offerta complessiva. Va sottolineato che il dato è influenzato dai cicli di privatizzazioni, in cui raramente vengono collati titoli di nuova emissione.
Da notare come l'età media e l'età mediana per le due categorie di società neo-quotate risulti simile nel periodo 2002-2007 e addirittura maggiore per le *venture backed* nel

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

periodo 1997-2001, mentre negli ultimi 7 anni vi è stata una maggiore tendenza da parte dei fondi professionali ad investire in imprese più giovani. Questo dato risulta ancora più significativo dal confronto tra le mediane, sia nel sotto-campione delle imprese appartenenti al MTA, sia per il sotto-campione dell'AIM.
Per quanto riguarda la domanda da parte delle diverse categorie di investitori, è stato calcolato il rapporto tra il numero di azioni richieste e quello inizialmente previsto a prospetto informativo (*oversubscription*). Questo rapporto è stato determinato sia per la parte dell'offerta riservata agli investitori istituzionali, sia per la vera e propria offerta al pubblico dei risparmiatori *retail*. Si nota come nel periodo 1997-2001 le IPO non *venture backed* abbiano registrato in media una domanda relativamente maggiore sia da parte degli investitori istituzionali che dal pubblico *retail*, mentre negli anni successivi il *trend* si è invertito e ha visto le IPO supportate da *equity investors* ottenere una domanda superiore da parte degli istituzionali, mentre i valori rimangono pressoché allineati per la domanda dai *retail*. Si osserva una domanda maggiore per le IPO *venture backed* anche nell'AIM Italia (mercato aperto solo agli investitori professionali nella fase di collocamento iniziale).
Infine, risulta interessante osservare il rendimento al primo giorno di quotazione rispetto al presso di offerta (*underpricing*), che è mediamente più elevato per le IPO *venture backed* tranne che nel periodo 2002-2007. Nel periodo che va dal 2008 al 2015 l'*underpricing* medio per le IPO *venture backed* è stato pari a 7,28%, mentre per le IPO non *venture backed* è stato pari a 6,24% nel listino principale. Si registra un *trend* simile anche per le IPO dell'AIM. Dal confronto delle mediane emerge che nei periodi 2002-2007 e 2008-2015 il rendimento mediano è tuttavia minore per le IPO *venture backed* (-0,08% nel 2008-2105 contro 2,68% per le non *venture backed*). Queste differenze sono per la maggior parte dovute al ragguardevole rendimento durante il primo giorno di Moncler (pari a 46,76%) e alla *performance* negativa per 5 delle 9 IPO *venture backed* avvenute nel periodo.
Alcune fra le imprese del campione oggi non sono più quotate in Borsa, perchè oggetto di acquisizione o fallite. La Tabella 3.2 descrive il numero di società delistate, e il tempo medio di permanenza sul listino.

Tabella 3.2

Dati sui *delisting* per le imprese del campione

	Numero di IPO delistate	Percentuale sul totale del gruppo	Tempo medio *delisting* dalla data di IPO (anni)
MTA (non *venture backed*)	36	27,7%	6,37
MTA (*venture backed*)	33	36,7%	6,28
AIM (non *venture backed*)	13	17,3%	3,27
AIM (*venture backed*)	1	11,1%	4,74

Come si può notare, la maggior parte dei *delisting* sono avvenuti per le società del listino principale. Il tempo medio in anni che intercorre dalla IPO al *delisting* è simile sia per le IPO *venture backed* che non *venture backed* del MTA.
Per le società del listino AIM, tra le non *venture backed* solamente il 17% circa si è delistato dalla borsa, mentre tra le *venture backed* questo numero scende all'11% del sottocampione.

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

4. Le *performance* operative e finanziarie

Lo studio si concentra ora sulle *performance* delle IPO *venture backed* dopo la quotazione, sia rispetto ai risultati di bilancio, sia rispetto al prezzo di Borsa. L'obiettivo è confrontare i risultati con quelli delle altre 'matricole' di Borsa, ma anche individuare eventuali determinanti di un migliore o peggiore risultato. Per assicurare un'analisi significativa e omogenea rispetto al contesto macroeconomico, in questa sezione ci focalizziamo sulle offerte pubbliche iniziali avvenute dal 2008 al 2015. Si tratta di un periodo che ha segnato gli effetti nefasti della crisi finanziaria sul mercato, caratterizzato da un'alta volatilità e dalle periodiche difficoltà dei debiti sovrani.
Il campione è quindi composto da 25 imprese quotate sul listino principale (di cui 9 *venture backed*) e 84 quotate sull'AIM (di cui 9 *venture backed*).

La *performance* operativa

Come principale indicatore di redditività operativa è stato scelto l'indice ROA (*return on assets*) definito come il rapporto fra il margine operativo netto dell'impresa e il totale dell'attivo di bilancio. Considerando l'orizzonte di tempo dall'anno precedente la quotazione (-1) fino a 4 anni dopo la quotazione (+4), la Figura 4.1 confronta il valore mediano[1] dell'indice per il campione delle IPO *venture backed* rispetto alle non *venture backed*, distinguendo fra listino principale e AIM.
Si nota che sul listino principale tutte le IPO mostrano un leggero calo della redditività contabile; si tratta di un'evidenza tipica, poichè nei casi in cui l'offerta pubblica preveda una raccolta di capitale primario, esso viene investito non immediatamente e quindi si ha una naturale diluizione dei margini nel breve termine.
Le 'matricole' dell'AIM sembrano mostrare una riduzione più marcata della redditività, specialmente per le '*venture backed*' (più della metà mostra un margine operativo lordo negativo), parzialmente in recupero dal terzo e quarto anno.
Come approfondimento, è stato analizzato anche l'andamento di indicatori di secondo livello della redditività, ovvero l'indice ROS (*return on sales*, rapporto fra margine ope-

[1] In linea con la letteratura, non viene presentato il valore medio perchè fortemente influenzato da alcuni *outlier* caratterizzati da valori dell'indice molto alti o molto bassi, che quindi distorcono la statistica

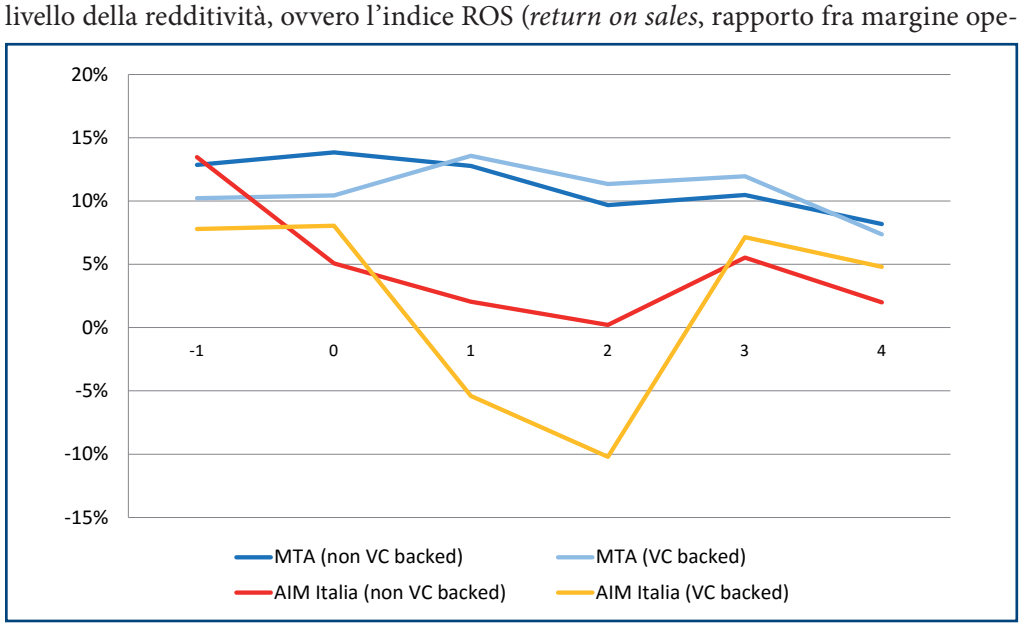
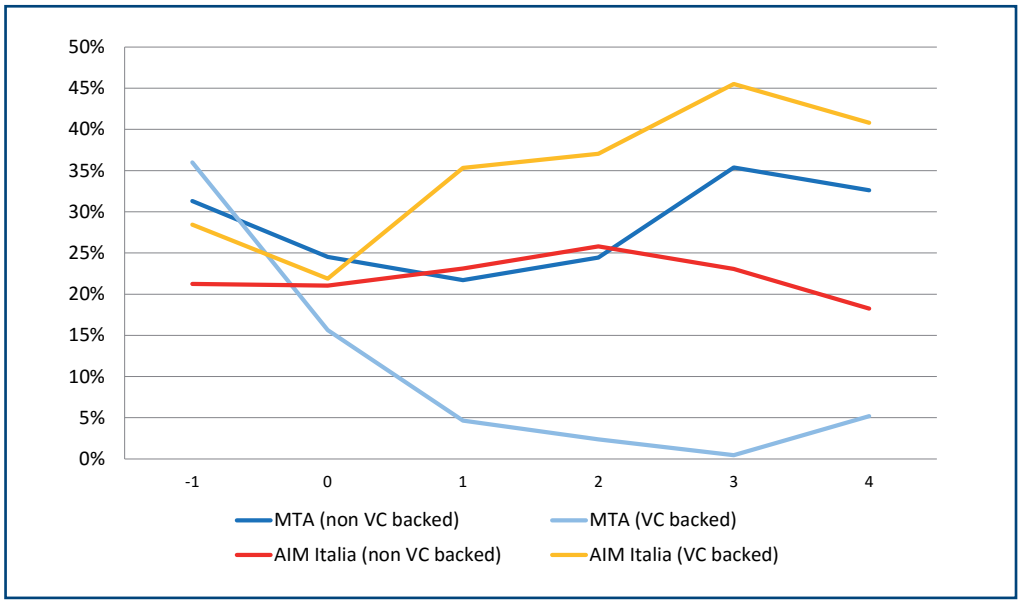


Figura 4.1

Redditività delle IPO *venture backed* e non, quotate su Borsa Italiana dal 2008 al 2015: valore mediano dell'indice ROA (*return on assets*)

Figura 4.2

Evoluzione della struttura finanziaria delle IPO quotate su Borsa Italiana dal 2008 al 2015: valore mediano della leva finanziaria (rapporto fra debiti finanziari e totale attivo)



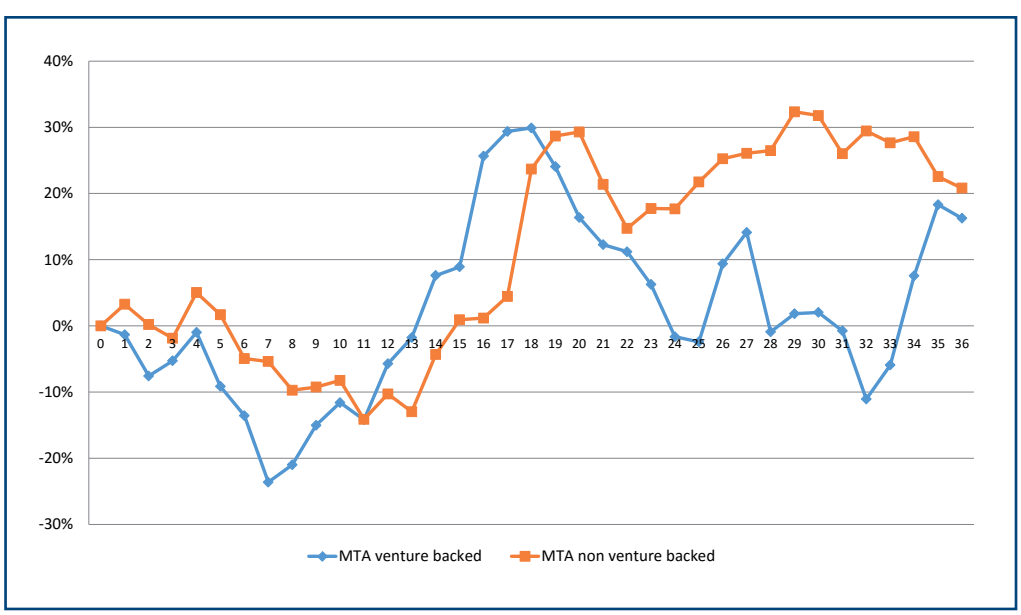
rativo netto e valore della produzione) e l'indice RA (rotazione dell'attivo, rapporto fra valore della produzione e totale dell'attivo). Sia il primo indicatore, che misura l'efficienza sui costi, sia il secondo indicatore di produttività del capitale, mostrano andamenti del tutto simili all'indice ROA.

La Figura 4.2 riporta invece l'andamento della leva finanziaria, sempre nello stesso arco di tempo, definita come debiti finanziari su totale attivo di fine periodo. È interessante notare come le IPO *venture backed* quotate sul listino principale tendano a ridurre in modo consistente la leva dopo l'ingresso in Borsa, mentre sull'AIM accade il contrario: sono le *non venture backed* ad essere meno indebitate, e la differenza tende ad aumentare leggermente dopo l'IPO.

Una delle opportunità perseguite dalle 'matricole' italiane dopo la quotazione è la crescita per linee esterne (Bonaventura e Giudici, 2016). Si è osservata quindi la frequenza di eventuali acquisizioni di quote del capitale di altre imprese, finanziate sia con *cash* sia con un concambio di azioni. Singolarmente, nessuna delle IPO *venture backed* quotate sul listino principale ha condotto acquisizioni entro i 5 anni dalla quotazione (con la sola eccezione di Banca Sistema), mentre sono 3 le società quotate su AIM Italia che hanno condotto acquisizioni (in media due a testa). In realtà se si considera l'intero campione delle IPO dal 1997 in avanti non si notano significative differenze nè per listino, nè per presenza o meno degli investitori professionali.

Figura 4.3

Rendimenti di mercato assoluti dopo la quotazione: BHR (*buy-and-hold return*) mediani per le 84 IPO quotate sul listino principale di Borsa Italiana dal 2008 al 2015



Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

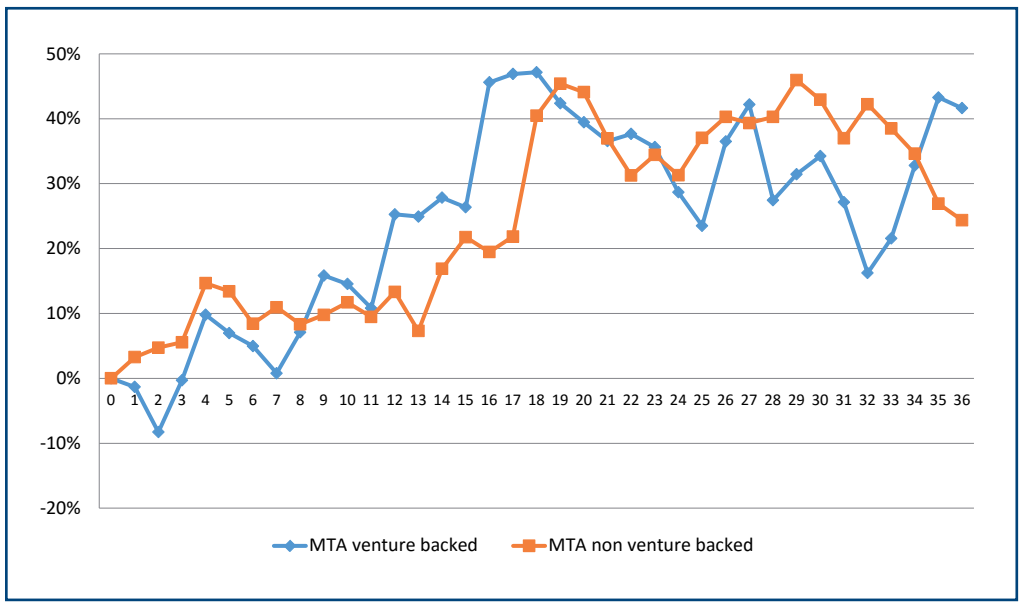


Figura 4.4

Rendimenti di mercato dopo la quotazione rispetto all'indice di mercato: BHAR (*buy-and-hold abnormal return*) mediani per le 84 IPO quotate sul listino principale di Borsa Italiana dal 2008 al 2015

La *performance* di mercato

Per quanto riguarda la *performance* di mercato di medio-lungo termine, che viene osservata su un orizzonte fino a 3 anni, la Figura 4.3 riporta il valore mediano dei '*buy-and-hold return*' (BHR) ovvero del rendimento cumulato del titolo dopo l'ammissione a quotazione per le matricole del listino principale. Si può vedere che i valori sono altalenanti: in un primo momento negativi, poi positivi, e le due tipologie di IPO (*venture backed* e non) sembrano 'rincorrersi' con un apparente vantaggio delle seconde nel lungo termine. In realtà la Figura 4.4 confronta il rendimento dei titoli con quello dell'indice medio del mercato, calcolando il '*buy-and-hold abnormal return*' (BHAR) ovvero la differenza fra il BHR e il rendimento dell'indice globale del listino. Introducendo questa correzione, si nota che le 'matricole' del listino principale quotatesi dal 2008 in avanti tendono in maggioranza a battere il mercato, con un rendimento differenziale che dopo un anno e mezzo si stabilizza fra il 30% e 40%. Non si notano peraltro significative differenze fra i due gruppi di IPO: il vantaggio guadagnato dopo un anno dalle *venture backed* sembra riassorbito successivamente.
L'analisi è stata riproposta per le 'matricole' dell'AIM Italia (Figure 4.5 per i BHR e 4.6 per i BHAR). È evidente la differenza rispetto al listino principale, dal momento che sia la *performance* assoluta sia quella relativa rispetto al mercato risultano molto penalizzate.

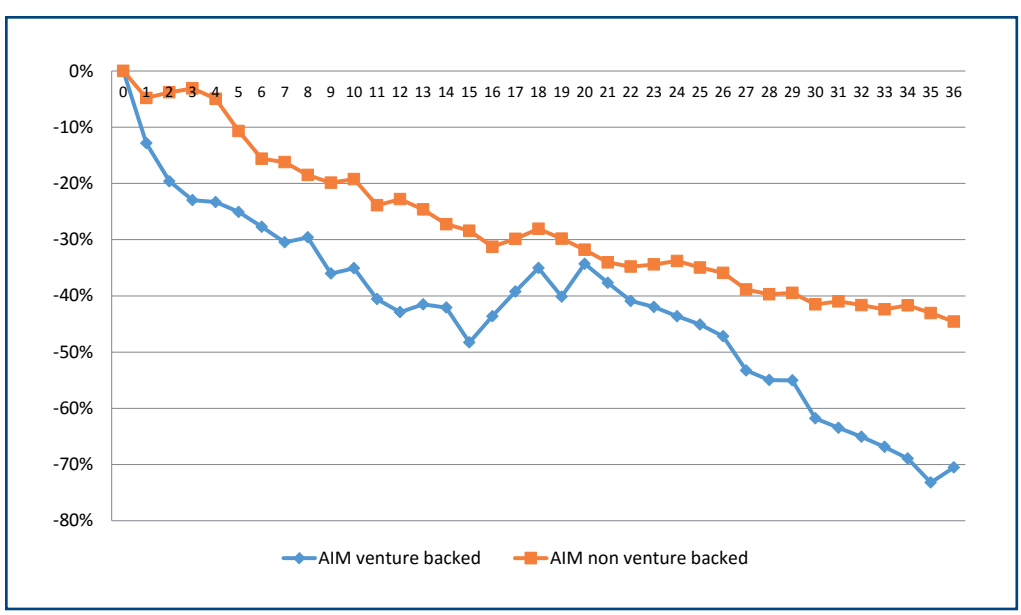
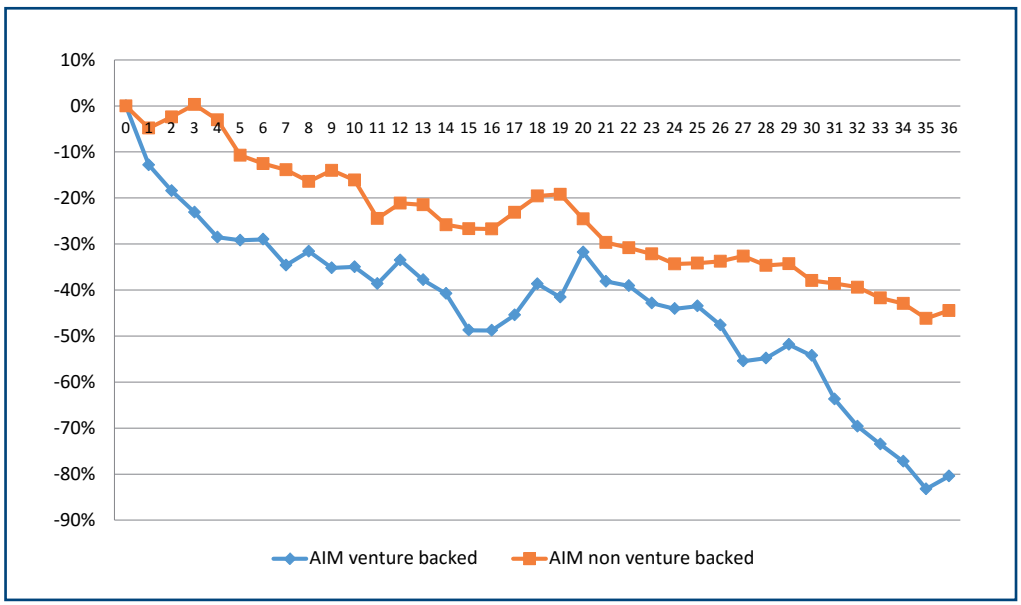


Figura 4.5

Rendimenti di mercato assoluti dopo la quotazione: BHR (*buy-and-hold return*) mediani per le 25 IPO quotate sull'AIM Italia dal 2008 al 2015

Figura 4.6

Rendimenti di mercato dopo la quotazione rispetto all'indice di mercato: BHAR (*buy-and-hold abnormal return*) mediani per le 25 IPO quotate sull'AIM Italia dal 2008 al 2015



La presenza di un investitore istituzionale nel capitale addirittura peggiora la situazione. Per esaminare nel dettaglio le singole imprese *venture-backed*, le Figure 4.7 e 4.8 riportano i rendimenti cumulati di ogni IPO, per i due diversi listini. Chiaramente per le offerte più recenti i dati sono disponibili solo fino a un certo orizzonte di tempo, mentre per le offerte più datate possiamo arrivare a misurare la *performance* anche a cinque anni.

Per quanto riguarda il listino principale, si nota l'*exploit* di Yoox, che arriva alla soglia del +500%, seguito però da una rapida correzione legata all'incertezza congiunturale degli ultimi mesi. Gli altri titoli, come già mostrato in precedenza, offrono dei buoni risultati, o comunque reggono i livelli di inizio quotazione, con la sola eccezione di Molmed.

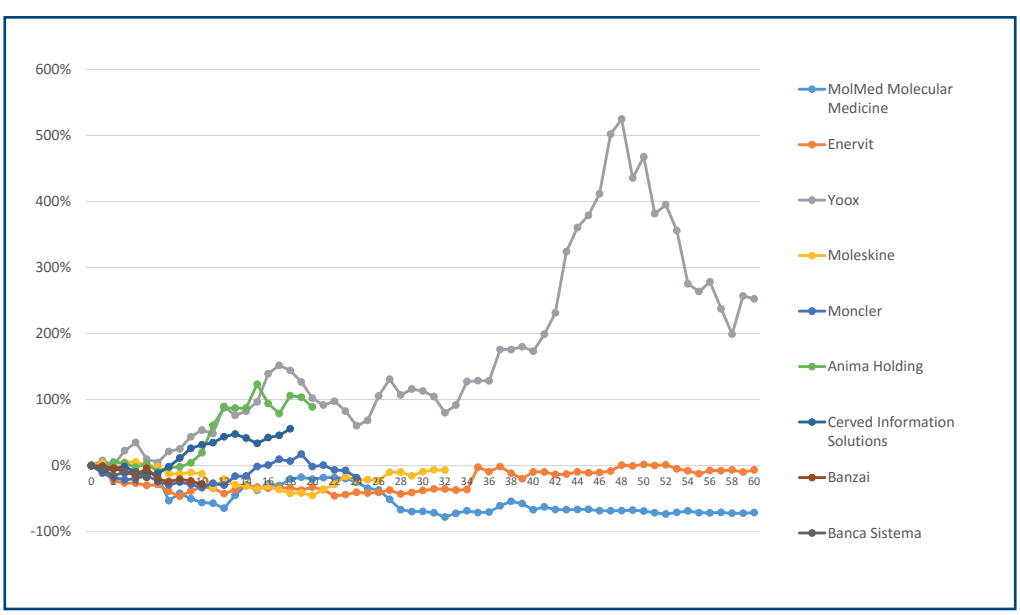
Per l'AIM Italia[2], sono davvero poche le 'matricole' *venture backed* che riescono a mantenere le posizioni: più di metà di esse arriva a perdere in pochi mesi più del 60% della capitalizzazione iniziale.

Non sembrano esserci determinanti significative a guidare la *performance* di medio-lungo termine riferibili alle caratteristiche dell'impresa (diverse dalla dimensione, che già condiziona la presenza su uno dei due listini). Il fatto che l'investitore professionale liquidi all'IPO una parte più o meno consistente delle azioni possedute (piuttosto che dilazionare l'*exit* gradualmente nel tempo) non è associato ad effetti particolari. Il fatto però che l'investitore sia un fondo estero sembra più frequentemente portare a rendimenti migliori.

[2] **Fra le *venture backed* IPOs dell'AIM viene considerata anche Italian Wine Brands, nonostante sia una semplice ammissione a quotazione sul listino senza offerta pubblica, poichè l'impresa possedeva già un capitale flottante sufficiente**

Figura 4.7

Rendimenti di mercato assoluti per le 9 IPO *venture backed* quotate sul listino principale di Borsa Italiana dal 2008 al 2015



Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

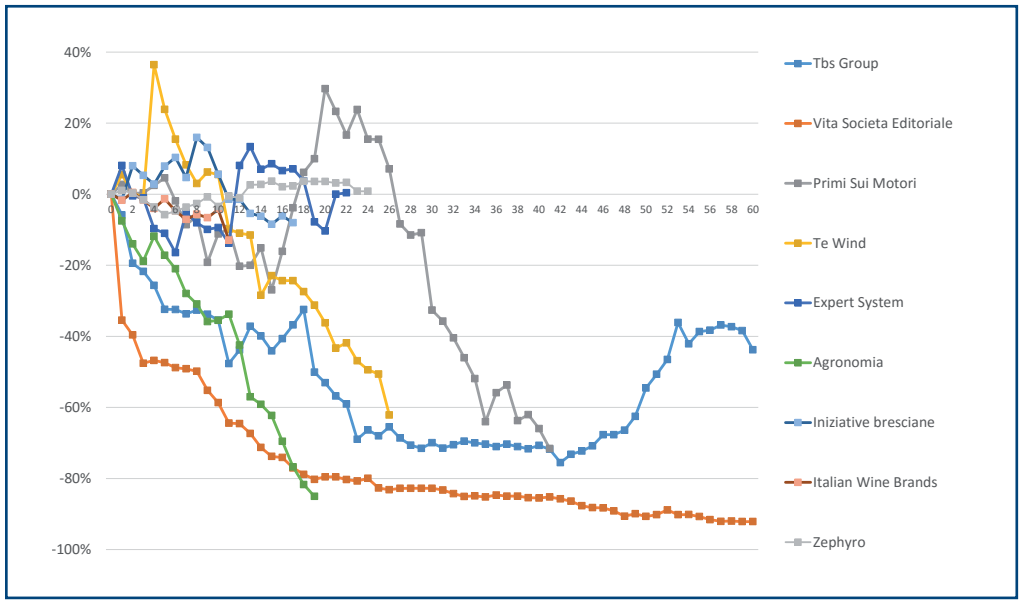


Figura 4.8

Rendimenti di mercato assoluti per le 9 IPO *venture backed* quotate sull’AIM Italia dal 2008 al 2015

In definitiva non sembra emergere una ‘ricetta vincente’ in grado di offrire *performance* operative e di mercato superiori per le IPO *venture-backed*. Fondamentale è quindi la capacità di analizzare con cura il *business plan* delle singole imprese, valutando le opportunità di crescita del settore, i fattori di vantaggio competitivo della società, gli spazi di sviluppo, le prospettive di medio-lungo termine legate alla capacità dei *private equity investors* di ‘traghettare’ l’impresa verso un nuovo equilibrio. La quotazione è una tappa importante nel ciclo di vita dell’impresa, ma non è automaticamente la garanzia di successo anche per il futuro.

In Appendice al lavoro sono infine presentati alcuni dati di dettaglio sulle IPO *venture backed* quotate sui due listini di Borsa Italiana nel periodo dal 2008 al 2015.

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

5. I casi di studio

In questa sezione vengono proposti all'attenzione dei lettori due casi di studio che riteniamo particolarmente significativi rispetto al contesto delle IPO *venture-backed* italiane descritto nelle pagine precedenti.

Cerved Information Solutions S.p.A.

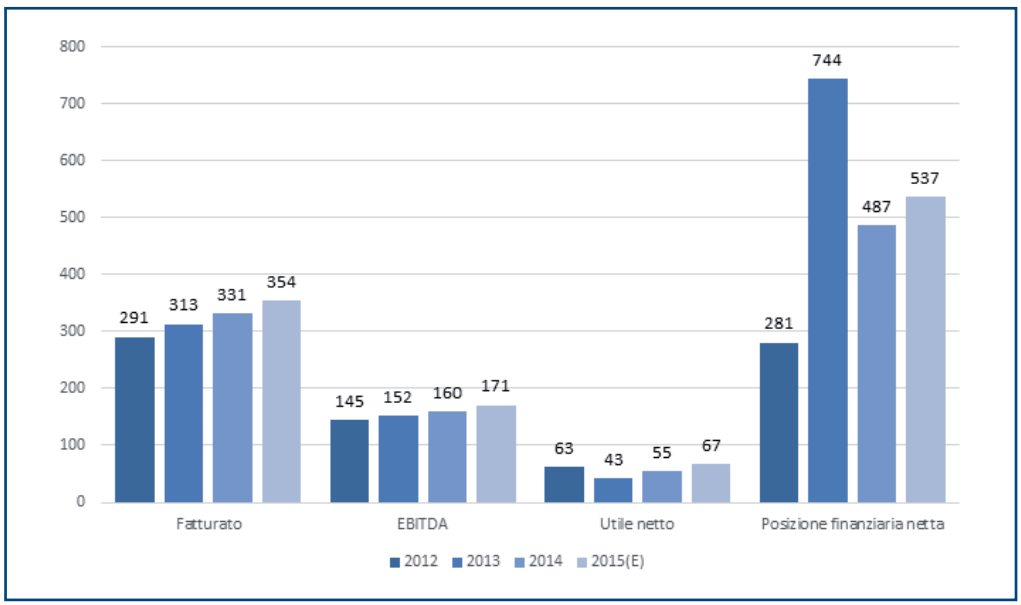
Cerved Information Solutions S.p.A., holding del Gruppo Cerved, ha debuttato in Borsa il 24 giugno 2014 al termine di un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS). Si tratta di una società acquisita da investitori professionali del *private equity* per ben due volte prima della quotazione.
Il gruppo Cerved opera in Italia nel settore della gestione, elaborazione e distribuzione di informazioni per valutare la solvibilità e il merito creditizio di un'impresa o ente, monitorare e gestire il rischio di credito durante tutte le sue fasi. In tale ambito può vantare oltre 34.000 clienti fra imprese e istituti finanziari, cui fornisce mediamente ogni anno 150.000 *rating* privati e 2 milioni di documenti con indicazioni di *scoring*. Negli oltre quarant'anni di attività Cerved ha creato un ampio database di informazioni proprietarie di carattere commerciale, contabile, economico-finanziario e legale, su circa 15 milioni di società e 20 milioni di persone fisiche, e ogni anno investe più di € 40 milioni nella raccolta di informazioni aggiuntive da diverse fonti e € 16 milioni nell'aggiornamento dei sistemi IT. Inoltre, attraverso Cerved Credit Management, Finservice e Recus, il gruppo offre servizi relativi alla valutazione e gestione di posizioni creditizie in sofferenza. Infine il gruppo offre servizi per l'implementare di strategie di *marketing* monitorando costantemente circa 1.000 diversi settori e realizzando circa 100.0000 interviste ogni anno.
Cerved ha registrato negli anni una costante crescita dei ricavi e del margine puntando ad un rafforzamento della presenza nei mercati di riferimento attraverso strategie di crescita esterna (con l'integrazione di importanti aziende quali ad esempio Centrale dei Bilanci, Consit, Databank, Lince, Finservice, Jupiter, Honyvem, Experian Information Services e Recus) e di crescita interna (con lo sviluppo di nuovi prodotti e l'ingresso in mercati adiacenti alle proprie attività tradizionali).
Il gruppo impiega circa 1.800 dipendenti. L'esercizio 2014 si è chiuso con ricavi per € 331,3 milioni raggiungendo € 160,1 milioni di EBITDA; il pre-consuntivo 2015 dovrebbe assestarsi su un valore di € 353,5 milioni per il volume d'affari e € 170,8 milioni per il margine operativo lordo. Escludendo gli oneri e proventi non ricorrenti, l'utile netto *adjusted* del gruppo si è attestato a € 55,0 milioni nel 2014, in crescita del 27,7% rispetto al 2013. Tale risultato corrisponde a un EPS *adjusted* (utile per azione) di € 0,28. Le aspettative per il 2015 mostrano un *consensus* attorno a € 0,34.
I principali dati di bilancio degli ultimi quattro anni sono riassunti nella Figura 5.1; si noti la buona marginalità dell'impresa, evidenziata sia dal rapporto EBITDA/fatturato, sia dagli utili netti, nonché l'andamento della posizione finanziaria netta, fortemente influenzata dalla riduzione del debito attuata dopo la quotazione in Borsa.

Nata nel 1974 con il nome Centro Regionale Veneto Elaborazione Dati, Cerved assume in breve tempo il ruolo di infrastruttura tecnologica di riferimento posta al servizio delle Camere di Commercio italiane. Nel 1995 entrano nel capitale sociale la Centrale dei

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 3.2

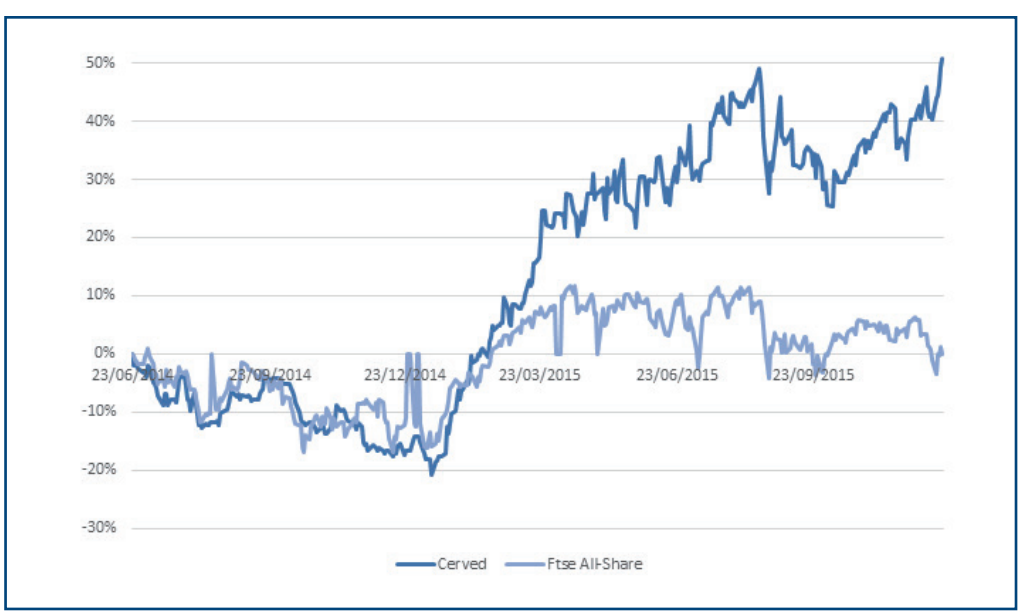
Principali dati di bilancio consolidato del gruppo Cerved negli ultimi anni. Valore in EUR milioni. Fonte: www.cervedgroup.com



Bilanci, società posseduta da Banca d'Italia e dai maggiori istituti finanziari italiani, e l'Istituto di Credito delle Casse di Risparmio. Dopo una serie di acquisizioni che consentono all'impresa di crescere velocemente e affermarsi come fornitore di informazioni commerciali, economiche e finanziarie relative alle imprese anche nel mercato dei servizi finanziari, Cerved viene a sua volta acquisita nel 2008 dai fondi di investimento di Bain Capital e Clessidra SGR. Nel 2013 il gruppo viene interamente ceduto ad un altro fondo di *private equity*, CVC Capital Partners, con un *leverage buy-out* finanziato anche da un prestito obbligazionario *callable* di € 780 milioni (poi riversato sulla *target*) approfittando delle nuove opportunità offerte dal Decreto 'Sviluppo' del 2012.
Nel 2014 - appena un anno dopo - il gruppo decide di quotarsi in Borsa, sia per acquisire una maggiore visibilità e capacità di accesso ai mercati finanziari, sia per rimborsare una parte delle obbligazioni emesse. È anche l'opportunità per l'investitore professionale (in quel momento azionista unico della società) di cominciare a realizzare l'*exit* dall'investimento.
L'offerta ebbe luogo fra il 9 giugno e il 18 giugno 2014 e riguardava 84 milioni di azioni, di cui 45 milioni di nuova emissione, e la parte rimanente ceduta da Chopin Holdings, il veicolo di investimento controllato dal fondo CVC Capital Partners (che comunque rimase l'azionista di maggioranza assoluta dopo la quotazione). Era prevista anche l'opzione di *green shoe*, che consentiva un ulteriore collocamento di massimo 12 milioni di

Figura 5.2

Rendimento del titolo Cerved dalla quotazione al 1/3/2016, rispetto all'indice di mercato FTSE All-share



Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

titoli. Una parte dell'offerta era riservata a dipendenti e agenti del gruppo. Era previsto un accordo di *lock-up* per 180 giorni, per evitare ulteriori diluizioni del capitale e cessioni delle azioni rimaste in capo al fondo di *private equity*.
Nel prospetto informativo si indicava un *range* di prezzo delle singole azioni vincolante, compreso fra € 5 e € 6,5. Rispetto ai dati di bilancio 2013, si trattava di una valutazione compresa fra 9,9 e 11,4 volte il margine operativo lordo, ovvero fra 17,4 e 22,7 volte gli utili, in linea con i *ratio* di società comparabili estere come Experian, Equifax e The Dun & Bradstreet Corporation.
La richiesta da parte degli investitori è stata pari a due volte l'offerta, con una forte domanda da investitori istituzionali esteri. Anche per questo motivo dopo la quotazione è stata parzialmente esercitata l'opzione di *green shoe* (per il 20% della quota disponibile). Il prezzo delle azioni è stato fissato a € 5,1 per un controvalore complessivo dell'offerta pari a € 440,36 milioni (di cui € 230 milioni dalla sottoscrizione di nuove azioni, il resto incassato dai soci venditori) e una capitalizzazione iniziale della società vicina al miliardo di euro. Il flottante post-IPO risultava pari al 44,28% del capitale.
Nel corso del 2015 CVC Capital Partners ha ceduto in tre fasi tutte le azioni rimaste in portafoglio dopo l'IPO. Nei fatti oggi Cerved è una delle poche *public companies* quotate a Milano: i suoi principali soci sono dei fondi di investimento esteri, ma nessuno di essi possiede più del 10% singolarmente.
Sin dalla quotazione Cerved ha dichiarato di voler massimizzare la distribuzione agli azionisti della cassa disponibile, tenendo in considerazione i vincoli stabiliti dalle emissioni obbligazionarie fatte nel 2013 (che regolano la possibilità di distribuire dividendi in funzione del rapporto fra indebitamento e margine operativo lordo corrente). Come evidenzia la Figura 6.2, il titolo in Borsa inizialmente è sceso sotto il prezzo di collocamento, in linea con la *performance* del mercato, ma ha recuperato terreno e da marzo 2015 ha generato un extra-rendimento sempre più solido col passare del tempo.
Nel 2015 il dividendo pagato dall'impresa è stato pari a € 0,205 per azione mentre nel 2016 gli analisti si attendono un incremento fino a € 0,24, con una ulteriore crescita per gli anni successivi (si veda il Box 5.1).

Box 5.1

Le stime più recenti di Intermonte SIM su Cerved

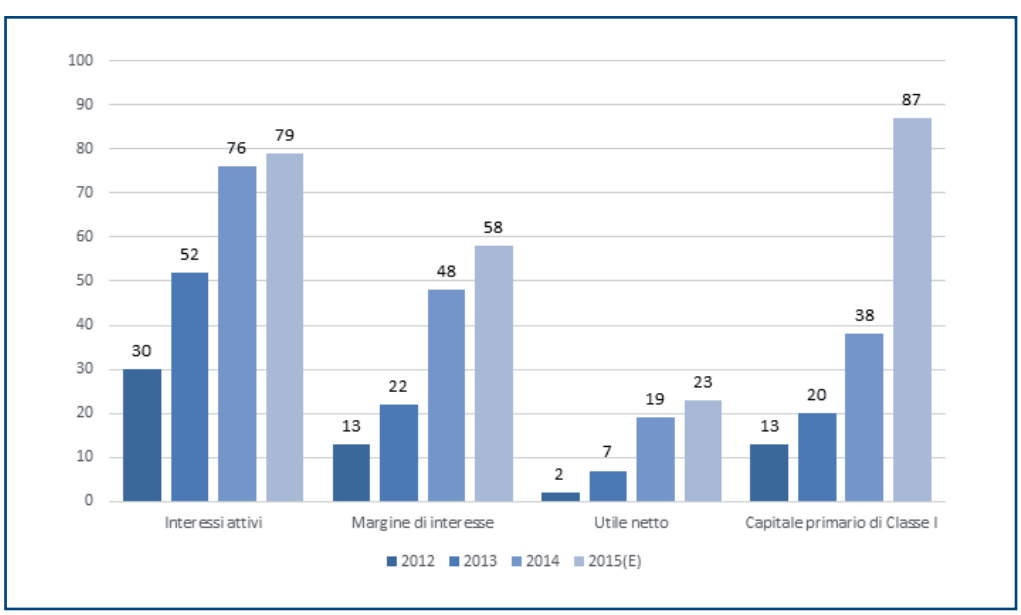
CERVED - *KEY FIGURES*		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
	Fiscal year end	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
PROFIT & LOSS (Eu mn)	Sales	316	332	353	386	428
	EBITDA	152	160	171	182	196
	EBIT	81	88	96	110	139
	Financial income (charges)	(59)	(54)	(36)	(16)	(15)
	Associates & Others	0	0	0	0	0
	Pre-tax profit (Loss)	23	24	15	93	124
	Taxes	(15)	(12)	(8)	(30)	(40)
	Tax rate (%)	-64.8%	-50.0%	-52.5%	-32.1%	-31.9%
	Minorities & discontinue activities	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
	Net profit	7	11	5	61	83
	Total extraordinary items	35	43	62	32	21
	Ebitda excl. extraordinary items	152	160	171	182	196
	Ebit excl. extraordinary items	89	92	100	110	139
	Net profit restated	42	54	67	94	103
PER SHARE DATA (Eu)	Total shares out (mn) - average fd	150	195	195	195	195
	EPS stated fd	0.046	0.054	0.026	0.315	0.423
	EPS restated fd	0.280	0.275	0.343	0.480	0.529
	BVPS fd	2.474	3.103	2.900	2.912	3.002
	Dividend per share (ord)	-0.007	0.205	0.240	0.312	0.344
	Dividend per share (sav)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	Dividend pay out ratio (%)		74.6%	70.0%	65.0%	65.0%
CASH FLOW (Eu mn)	Gross cash flow	73	85	85	142	149
	Change in NWC	(52)	(5)	(2)	0	1
	Capital expenditure	(27)	(28)	(32)	(33)	(34)
	Other cash items	(40)	(17)	1	(48)	(15)
	Free cash flow (FCF)	(45)	34	51	62	101
	Acquisitions, divestments & others	(764)	(21)	(24)	(10)	0
	Dividend	(0)	1	(40)	(47)	(61)
	Equity financing/Buy-back	367	220	0	0	0
	Change in Net Financial Position	(442)	235	(12)	5	40
BALANCE SHEET (Eu mn)	Total fixed assets	1,241	1,223	1,185	1,146	1,123
	Net working capital	(2)	3	5	4	3
	Long term liabilities	(146)	(133)	(124)	(88)	(87)
	Net capital employed	1,093	1,093	1,065	1,063	1,040
	Net financial position	(722)	(488)	(500)	(495)	(455)
	Group equity	371	605	565	568	585
	Minorities	2	6	8	10	12
	Net equity	369	600	558	558	574

Banca Sistema S.p.A.

Banca Sistema S.p.A. è stata ammessa alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario il 2 luglio 2015, attraverso un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS). Anche questa società è stata acquisita da un fondo di *private equity* prima della quotazione.
Banca Sistema è specializzata nell'acquisto, gestione e finanziamento dei crediti di impresa verso la pubblica amministrazione (PA), in particolare fornendo supporto tramite l'acquisto dei crediti commerciali, dei contributi e dell'IVA vantati nei confronti delle PA. Banca Sistema pertanto è specializzata nel *factoring*, sia nelle forme *pro-solvendo* che *pro-soluto*. Per la distribuzione di questi prodotti la società opera sia direttamente tramite il canale Internet, le filiali e gli uffici di rappresentanza, sia indirettamente tramite una rete composta da banche, società di intermediazione mobiliare, consulenti finanziari ed intermediari finanziari. Il reperimento delle risorse finanziare per svolgere il *core business* viene dall'attività bancaria rivolta a soggetti *retail* e *corporate*, dall'accesso ai fondi stanziati dalla BCE e dalle attività di gestione della tesoreria (*asset liability management*, ALM).
Gli obiettivi principali dichiarati dall'impresa per gli anni a venire sono il rafforzamento del *core business*, il perseguimento di strategie di differenziazione (in particolare nei finanziamenti alle PMI con garanzia dello Stato e nel *servicing* dei crediti terzi), il rafforzamento dei presidi commerciali sul territorio, il rafforzamento della struttura di *funding* e il raggiungimento di una sostenibilità finanziaria adeguata.
Nel periodo dal 2012 al 2014 Banca Sistema ha registrato una forte crescita degli interessi attivi e del margine di interesse (si veda la Figura 5.3). L'esercizio 2014 si è chiuso con interessi attivi per € 75,793 milioni, in aumento del 45% rispetto al 2013 e del 150% rispetto al 2012. Il 93% di tali proventi è legato alle attività di *factoring* (incidenza in aumento rispetto all'87% del 2013 e al 75% del 2012). Il motivo principale di questa crescita è da ricondursi all'espansione generale del mercato, che nel periodo 1993-2013 è cresciuto del 10% all'anno a livello globale. Il margine di interesse nel 2014 è stato pari a € 48,337 milioni, ovvero circa il 64% degli interessi attivi, anch'esso in crescita se comparato al 2013 e al 2012 (40% degli interessi attivi in entrambi gli anni rispettivamente). L'utile di esercizio è stato pari a € 19,539 milioni nel 2014, in sensibile crescita sia rispetto al 2013 (€ 7 milioni) che al 2012 (€ 2 milioni). Tale risultato è stato giustificato dalle economie di scala, che hanno consentito un aumento della marginalità. Infine, riguardo alla solidità patrimoniale della banca, il *capital tier 1* nel triennio è cresciuto da € 13,5 a € 38 milioni circa. Se nel 2012 il capitale primario di classe 1 rappresentava circa l'8% delle attività ponderate per il rischio, nel 2014 esso copriva circa il 10,5% di tali attività, a rappresentare il rafforzamento della struttura patrimoniale della banca.

Figura 5.3

Principali dati di bilancio consolidato di Banca Sistema negli ultimi anni. Valore in EUR milioni. Fonte: www.bancasistema.it



Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

La storia di Banca Sistema inizia nel 1999 sotto la denominazione di Banca Advantage di Investimenti e Gestioni – BAIG società per azioni. Nel 2005 cambia denominazione in Banca Sintesi entrando a far parte del Gruppo Carismi. Nel 2011 la società viene acquistata da una cordata composta dal fondo Royal Bank of Scotland Special Opportunities Fund Ltd., dal *management* della banca stessa e da Fondazione Cassa di Risparmio di Alessandria, Fondazione di Pisa e Fondazione di Sicilia. Nel contesto di questa operazione, la banca cambia denominazione in Banca Sistema. Contemporaneamente, l'attività si concentra sempre di più sullo sviluppo del *core business* del recupero crediti e del *factoring*; la crescita è perseguita anche per linee esterne, per esempio tramite l'acquisizione di Candia, una società specializzata nel recupero dei crediti *non performing*.
Nel 2015 Banca Sistema viene quotata sul segmento STAR di Borsa Italiana. Gli obiettivi dichiarati della quotazione sono la raccolta di liquidità per finanziare la crescita sia nel *core business* sia per diversificazione. Inoltre, vi è la possibilità per il fondo di investimento di realizzare l'*exit* secondo quanto concordato al momento dell'investimento.
L'offerta si tenne tra il 19 giugno e il 29 giugno 2015. Essa ha riguardato 38 milioni di azioni, di cui 10 milioni da aumento di capitale. Il 90% delle azioni è stato oggetto di offerta rivolta agli investitori istituzionali, mentre il 10% è stato oggetto di offerta per il pubblico indistinto dei risparmiatori e per i dipendenti. Il fondo, che possedeva prima dell'operazione circa 33 milioni di azioni (approssimativamente il 47% del capitale), mise in vendita 29 milioni di azioni. Le rimanenti 4 milioni furono oggetto dell'opzione di *overallotment*. Tale opzione rappresentò circa il 5% del capitale e circa il 10% dell'offerta. Pertanto, in caso di buon esito dell'operazione, il fondo sarebbe stato in grado di realizzare l'*exit* completo dall'investimento. Furono anche previsti accordi di *lock-up* di 180 giorni per le fondazioni bancarie e per il fondo nel caso possedesse ancora azioni dopo l'IPO, e di 365 giorni per i rimanenti azionisti. Tali accordi prevedevano anche l'impossibilità per Banca Sistema di emettere azioni o altri strumenti diluitivi per 180 giorni.
Il *range* iniziale di prezzo previsto dal prospetto informativo fu tra € 3,5 e € 4,35, che corrispondeva dunque ad un controvalore dell'offerta compreso tra € 136 milioni e € 170 milioni. Tali valori corrispondevano rispettivamente a 12,6 volte e 15,7 volte l'utile netto del 2014.
Il prezzo finale di offerta venne fissato a € 3,75 per azione (nella parte bassa della forchetta). In tutto vi furono richieste di azioni per 89 milioni di azioni (più di due volte dell'ammontare offerto) da parte di 70 investitori istituzionali, di cui 20 italiani (per 10 milioni di azioni) e 50 stranieri (per i rimanenti 79 milioni di azioni). Per quanto riguarda l'offerta rivolta al pubblico *retail*, la domanda è stata pari a 2,725 milioni di azioni, inferiore ai 3,8 milioni destinati a questa categoria di investitori, ed è stata interamente soddisfatta. Si evince pertanto che le banche collocatrici hanno sfruttato interamente

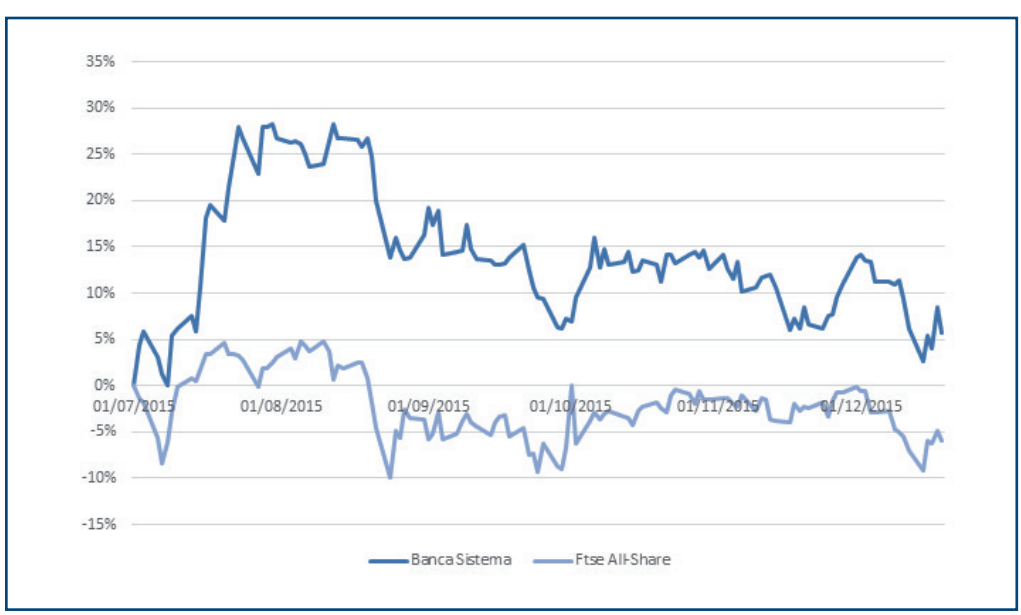


Figura 5.4

Rendimento del titolo Banca Sistema dalla quotazione al 1/3/2016, rispetto all'indice di mercato FTSE All-share

l'opzione di *overallotment*. Il flottante dopo la quotazione ammontava al 53% del capitale. Il 17 luglio 2015, inoltre, i coordinatori dell'offerta hanno annunciato di aver interamente sottoscritto la *green shoe*.
La *performance* del titolo dalla data di quotazione in Borsa è sintetizzata in Figura 5.4. Come si può notare, nei primi sei mesi di quotazione il titolo ha generato un rendimento positivo pari al 5%, sfiorando addirittura un rendimento del 30% nei primi 60 giorni, e sovraperformando l'indice di mercato.
Il 2015 ha rappresentato per Banca Sistema un anno di ulteriore crescita, soprattutto per la marginalità e l'utile netto (che ha toccato la soglia di € 23 milioni). Il Core Tier I è ulteriormente migliorato e nel febbraio 2016 è stata annunciata l'acquisizione dal gruppo Fortress di Beta Stepstone, altra società di *factoring* dei crediti verso la P.A. radicata nel centro-sud Italia.
Nel breve termine gli analisti si attendono una continua crescita degli utili (si veda il Box 5.2) e un flusso di nuovi investimenti alimentato dalla ritenzione degli utili (il *payout* ratio previsto si manterrà sotto il 25%).

Box 5.2
Le stime più recenti di Intermonte SIM su Banca Sistema

BANCA SISTEMA - *KEY FIGURES*		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
	Fiscal year end	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
PROFIT & LOSS (Eu mn)	Interest income	22	48	58	71	87
	Commissions income	9	12	11	13	15
	Trading and other income	6	4	3	2	2
	Total income	37	64	72	86	103
	Costs & depreciation	(23)	(31)	(42)	(37)	(42)
	Net oper. profit	14	34	30	49	61
	Provisions	(0)	(4)	(5)	(7)	(8)
	Write-downs & others	(1)	(0)	1	(0)	(0)
	Pre-tax profit	12	30	26	41	53
	Taxes	(5)	(10)	(8)	(13)	(17)
	Tax rate	42.6%	34.2%	31.0%	32.0%	32.0%
	Minorities & discont. activities	0	0	0	0	0
	Net profit	7	20	18	28	36
	Total extraordinary items	0	0	6	0	0
	Net profit restated	7	20	23	28	36
	Dividend payout	1	2	4	7	9
PER SHARE DATA (Eu)	Total shares f.d (mn) year end			80	80	80
	EPS stated f.d.	0.099	0.277	0.219	0.350	0.449
	EPS restated f.d.	0.099	0.277	0.291	0.350	0.449
	BVPS f.d.	0.312	0.583	1.161	1.427	1.764
	Dividend per share (ord)	0.010	0.028	0.050	0.084	0.112
	Dividend per share (sav)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	Dividend pay out ratio (%)	9.7%	10.1%	22.8%	24.0%	25.0%
BALANCE SHEET (Eu mn)	Loans to banks	59	17	2	112	168
	Loans to customers	1,088	1,194	1,458	1,822	2,187
	Net securities	847	858	925	907	916
	Due to banks	932	821	362	416	458
	Due to customers	1,023	1,174	1,898	1,647	1,907
	Group equity	22	41	93	115	142
	Minorities	0	0	0	0	0
	Net equity	22	41	93	115	142
	Total assets/Liabilities	2,003	2,081	2,412	2,867	3,296
OFF BALANCE SHEET (Eu mn)	Total A.U.M.	0	0	0	0	0
	Total managed and administrated deposits	0	0	0	0	0
	Total customer funds	1,023	1,174	1,898	1,647	1,907
	RWA	293	364	636	818	1,000
	Net Bad Loans	5	9	12	15	18
	Branches	3	5	6	7	8
	Employees	96	113	136	146	156

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Bibliografia

Barry, C. B., Mihov, V. T., 2015, Debt financing, venture capital, and the performance of initial public offerings, *Journal of Banking & Finance* 58, pp. 144-165.

Barry, C. B., Muscarella, C. J., Peavy, J. W., Vetsuypens, M. R., 1990, The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process, *Journal of Financial Economics* 27 (2), pp. 447-471.

Bertoni, F., Giudici, G., 2014, The strategic reallocation of IPO shares, *Journal of Banking & Finance* 39, pp. 211-222.

Bessler, W., Kurth, A., 2007, Agency problems and the performance of venture-backed IPOs in Germany: exit strategies, lock-up periods, and bank ownership, *The European Journal of Finance* 13 (1), pp. 29-63.

Bessler, W., Seim, M., 2012, The performance of venture-backed IPOs in Europe, *Venture Capital* 14 (4), pp. 215-239.

Bonaventura, M., Giudici, G., 2016, Le operazioni di fusione e acquisizione post-quotazione: l'evidenza empirica italiana, *Bancaria*, in corso di pubblicazione.

Bradley, D., Kim, I., Krigman, L., 2015, Top VC IPO underpricing, *Journal of Corporate Finance* 31, pp. 186-202.

Brav, A., Gompers, P.A., 1997, Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and non-venture capital-backed companies, *The Journal of Finance* 52 (5), pp. 1791-1821.

Cassia, L., Giudici, G., Paleari, S., Redondi, R., 2003, IPO Underpricing in Italy, *Applied Financial Economics* 14 (3), pp. 179-194.

Chan, K., Cooney, J. W., Kim, J., Singh, A. K., 2008, The IPO Derby: are there consistent losers and winners on this track?, *Financial Management* 37 (1), pp. 45-79.

Coakley, J., Hadass, L., Wood, A., 2009, UK IPO underpricing and venture capitalists, *The European Journal of Finance* 15 (4), pp. 421-435.

Cotei, C., Farhat, J., 2013, Informational externalities of initial public offerings: Does venture capital backing matter?, *Journal of Economics and Finance* 37 (1), pp. 80-99.

Cumming, D., 2008, Contracts and exits in venture capital finance, *Review of Financial Studies* 21 (5), pp. 1947-1982.

Cumming, D., MacIntosh, G. J., 2003, A cross-country comparison of full and partial venture capital exits, *Journal of Banking & Finance* 27 (3), pp. 511-548.

Dalle Vedove, F., Giudici, G., 2007, Come e a chi vengono assegnati i titoli azionari nelle Offerte Pubbliche Iniziali, *AF – Analisi Finanziaria* 67, pp. 25-36.

Dalle Vedove, F., Giudici, G., Randone, P., 2005, The Evolution of Initial Public Offerings in Italy, *BIT Notes* 14, Borsa Italiana.

Daminelli, D., Giudici, G., 2007, Un'analisi empirica sui rendimenti di lungo periodo delle IPOs, *Rivista AIAF* 63, pp. 25-31.

Dolvin, S. D., Pyles, M. K., 2006, Venture capitalist quality and IPO certification, *Venture Capital* 8 (4), pp. 353-371.

Espenlaub, S., Khurshed, A., Mohamed, A., Saadouni, B., 2015, The Role of Cornerstone and Strategic Investors in IPO Survival, working paper, University of Manchester.

Fama, E. F., French, K. R., 1992, The cross-section of expected stock returns, *The Journal of Finance* 47 (2), pp. 427-465.

Field, L. C., Hanka, G., 2001, The expiration of IPO share lockups, *The Journal of Finance* 56 (2), pp. 471-500.

Giorgino, M., Giudici, G., Paleari, S., 2001, Nuove quotazioni e IPOs: l'esame alle matricole. Performance aziendali e di mercato delle neo-quotate in Borsa, Bancaria Editrice.

Giudici, G., Roosenboom, P.G.J., 2005, IPO Initial Returns on European 'New Markets', in: Gregoriou, G., Initial Public Offerings: An International Perspective, pp. 113-128, Elsevier Finance - New York.

Gompers, P. A., 1996, Grandstanding in the venture capital industry, *Journal of Financial Economics* 42 (1), pp. 133-156.

Humphery-Jenner, M., Suchard, J.A, 2013, Foreign VCs and venture success: Evidence from China, *Journal of Corporate Finance* 21, pp. 16-35.

Jain, B. A., Kini, O., 1994, The post-issue operating performance of IPO firms, *The Journal of Finance* 49 (5), pp. 1699-1726.

Keasler, T. R., 2001, Underwriter lock-up releases, initial public offerings and aftermarket performance, *The Financial Review* 36 (2), pp. 1-20.

Purnanandam, A. K., Bhaskaran, S., 2004, Are IPOs really underpriced?, *The Review of Financial Studies* 17 (3), pp. 811-848.

Ritter, J R., 1991, The long-run performance of initial public offerings, *The Journal of Finance* 46 (1), pp. 3-27.

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Appendice:
dati sulle '*venture-backed* IPOs' italiane (2008-2015)

Quotazioni sul listino principale

	Anno IPO	Capitalizzazione di mercato iniziale (EUR mln)	Dimensione offerta (EUR mln)	*Oversubscription* investitori *retail*	*Oversubscription* investitori istituzionali	*Underpricing* iniziale	% azioni da aumento di capitale	% azioni da vendita
Enervit	2008	35,60	3,96	-	1,92	20,35%	90,91%	9,09%
Molmed	2008	224,61	64,57	1,54	1,06	-3,67%	86,96%	13,04%
Yoox	2009	208,82	120,32	1,00	4,72	8,93%	22,30%	77,70%
Moleskine	2013	487,60	244,63	1,25	2,14	-0,87%	11,28%	88,72%
Moncler	2013	2.550,00	681,36	14,53	33,11	46,76%	-	100,00%
Anima Holding	2013	1.259,18	692,55	5,36	6,49	-3,57%	-	100,00%
Cerved Information Solutions	2014	994,50	428,40	0,52	2,43	-3,92%	53,57%	46,43%
Banca Sistema	2015	301,58	146,17	0,70	4,47	4,27%	25,66%	74,34%
Banzai	2015	274,15	108,00	-	60,17	-2,67%	50,00%	50,00%

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

	Età dell'impresa alla quotazione	Totale attivo (anno prima dell'IPO, EUR milioni)	Fatturato (anno prima dell'IPO, EUR milioni)	Settore (classificazione Borsa Italiana)	Codice ISIN azione	Investitore istituzionale pre-IPO
Enervit	11	25,918	35,212	Alimentari	IT0004356751	Tamburi Investment Partners
Molmed	12	23,392	1,920	Salute	IT0001080248	Biotech Global Fund, H-Equity SICAR, Banca Arner
Yoox	9	72,871	101,450	Commercio	IT0003540470	Balderton Capital Nestor 2000 Kiwi I e II (e altri)
Moleskine	18	118,872	67,255	Prodotti per la casa, per la persone, moda	IT0004894900	Syntegra Capital, Index Venture Growth
Moncler	9	837,304	489,183 (interessi attivi)	Prodotti per la casa, per la persone, moda	IT0004965148	Carlyle Europe Partners, Eurazeo, Progressio Investimenti
Anima Holding	30	1.213,383	600,358 (commissioni attive)	Servizi finanziari	IT0004998065	Clessidra SGR, Banca MPS, BPM, Creval
Cerved Information Solutions	40	1.436,191	290,624	Prodotti e servizi industriali	IT0005010423	CVC Capital Partners
Banca Sistema	16	2.081,253	48,337	Banche	IT0003173629	RBS special opportunities fund
Banzai	13	80,181	153,047	Commercio	IT0005084717	Sator Fund, Vis Value Partecipazioni, Principia SGR (e altri)

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Quotazioni su AIM Italia

	Anno IPO	Capitalizzazione di mercato iniziale (EUR mln)	Dimensione offerta (EUR mln)	*Oversubscription* investitori *retail*	*Oversubscription* investitori istituzionali	*Underpricing* iniziale	% azioni da aumento di capitale	% azioni da vendita
TBS Group	2009	91,58	6,25	-	n.d.	20,40%	100,00%	-
Vita Società Editoriale	2010	8,18	2,54	-	n.d.	22,34%	100,00%	-
Primi sui motori	2012	24,81	3,52	-	1,00	13,59%	80,02%	19,98%
Zephyro	2013	50,00	50,00	-	0,70	-2,80%	100,00%	-
TE Wind	2013	8,92	3,71	-	1,00	6,96%	100,00%	-
Agronomia	2014	32,50	6,25	-	1,00	-4,00%	40,03%	59,97%
Expert System	2014	39,51	17,27	-	1,00	5,33%	57,83%	42,15%
Iniziative Bresciane INBRE	2014	78,96	20,16	-	1,00	0,00%	100,00%	-
Italian Wine Brands	2015	71,00	0,00	-	-	0,00%	-	-

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

	Età dell'impresa alla quotazione	Totale attivo (anno prima dell'IPO, EUR milioni)	Fatturato (anno prima dell'IPO, EUR milioni)	Settore	Codice ISIN azione	Investitore istituzionale pre-IPO
TBS Group	22	177,836	126,019	Servizi ICT per la sanità	IT0004554116	Generali Fin. H., Capital Health S.F., Ge Capital Equity I.
Vita Società Editoriale	16	3,543	1,626	*Media* e informazione	IT0001037685	Iccrea Holding, Istituto Atesino di Sviluppo
Primi sui motori	5	17,647	8,660	*Web marketing*	IT0004822695	Equilybra Capital Partners
Zephyro	0 (SPAC GreenItaly1)	-	-	*Energy management*	IT0004981129	IDEA SGR
TE Wind	0	4,229	0,010	Mini-eolico	LU0975260794	Iris Fund Sicav-Fis
Agronomia	1	48,138	25,416	Prodotti agricoli	IT0005012908	Nyq Ventures
Expert System	15	11,519	19,444	*Software* semantici	IT0004496029	Atlante Ventures Mezzogiorno
Iniziative Bresciane INBRE	26	94,576	10,733	Energia rinnovabile	IT0005037905	Istituto Atesino di Sviluppo
Italian Wine Brands	1	170,512	139,992	Produzione e distribuzione di vini	IT0005075764	IPO Challenger

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Il gruppo di ricerca

I quaderni di ricerca Intermonte sono realizzati sotto la direzione scientifica del Politecnico di Milano, School of Management.
Team di ricerca: Giancarlo Giudici, Matteo Bonaventura.

POLITECNICO
MILANO 1863

SCHOOL OF MANAGEMENT

La School of Management del Politecnico di Milano, costituita nel 2003, accoglie le molteplici attività di ricerca, formazione e alta consulenza, nel campo dell'economia, del *management* e dell'*industrial engineering*, che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.

La School of Management ha ricevuto, nel 2007, il prestigioso accreditamento EQUIS. Dal 2009 è nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa. Nel marzo 2013 ha ottenuto il prestigioso accreditamento internazionale da AMBA (Association of MBAs) per i programmi MBA e Executive MBA. Dal 2014, la Scuola è membro di UniCON (International University Consortium for Executive Education), PRME (Principles for Responsible Management Education) e Cladea (Consejo Latinoamericano de Escuela de Administración).

La Scuola può contare su un corpo docente di più di duecento tra professori, ricercatori, tutor e *staff* e ogni anno vede oltre seicento matricole entrare nel programma *undergraduate*.
Fanno parte della Scuola: il Dipartimento di Ingegneria Gestionale e MIP Graduate School of Business che, in particolare, si focalizza sulla formazione *executive* e sui programmi Master.

Il gruppo di Entrepreneurial Finance & Innovation della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società esterne, dall'Unione Europea e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *start-up* innovative.
Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste una *concentration* specifica in Finance. Orgogliosamente, gli allievi hanno gareggiato in competizioni universitarie nazionali e internazionali in ambito finanziario come il CFA Institute Research Challenge e la Global Investment Banking Valuation Olympiad collezionando negli ultimi anni un gran numero di successi.
Molti sono gli studenti laureati che occupano posizioni di prestigio in banche, società finanziarie, SIM, SGR e imprese private, in Italia e all'estero nelle maggiori piazze finanziarie.

Internet: www.som.polimi.it

Copyright © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Copyright 2016 © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale
Stampa: Graphic srl, Milano