POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

Intermonte

Quaderni di ricerca Intermonte

L'IPO come mezzo per finanziare la crescita: raccolta di capitale e utilizzo dei *proceeds*

n. 2 - aprile 2017

Indice

pagina

Presentazione **5**

Executive summary **7**

1. IPO e raccolta di capitale: analisi della letteratura **9**
- Le strategie di raccolta di capitale alla quotazione 9
- Le strategie di investimento e di crescita 11
- L'attività di M&A dopo la quotazione 11

2. Il *trend* internazionale **13**

3. Il campione di analisi e i risultati **17**
- Il capitale raccolto 18
- L'utilizzo del capitale dopo la quotazione 22
- Le acquisizioni condotte 26
- Le *performance* di mercato nel lungo periodo 27
- Conclusioni 30

4. Un caso di studio **31**
- Tecnoinvestimenti SpA: presentazione e storia 31
- La quotazione in Borsa 31
- La *performance* operativa e di mercato 32
- La quotazione sul listino principale 33
- Le strategie future 34

Bibliografia **35**

Appendice: Il campione delle IPO italiane analizzate (2005-2016) **37**

Il gruppo di ricerca **39**

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

pagina

FIGURE

Figura 2.1	Flusso annuale dei collocamenti relativi a Offerte Pubbliche Iniziali dal 2013 al 2016 nelle aree mondiali	**13**
Figura 2.2	Flusso annuale della raccolta di capitale effettuata nelle Offerte Pubbliche Iniziali dal 2013 al 2016 nelle aree mondiali (valori in $ milioni)	**14**
Figura 2.3	Flusso annuale del numero e della raccolta di capitale effettuata nelle Offerte Pubbliche Iniziali dal 2013 al 2016 negli USA e andamento dell'indice Dow Jones Industrial Average	**14**
Figura 2.4	Flusso annuale del numero e della raccolta di capitale effettuata nelle Offerte Pubbliche Iniziali dal 2013 al 2016 nell'Unione Europea (Italia esclusa) e andamento dell'indice EuroStoxx 50	**15**
Figura 2.5	Flusso annuale del numero e del controvalore di operazioni di M&A dal 2013 al 2016 in Europa occidentale e negli Stati Uniti	**15**
Figura 3.1	Flusso annuale dei collocamenti relativi a Offerte Pubbliche Iniziali sui listini regolamentati di Borsa Italiana, dal 2005 al 2016	**17**
Figura 3.2	Segmentazione del campione fra OPV, OPS e OPVS. Campione: 97 IPO quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2016	**18**
Figura 3.3	Segmentazione del campione per capitalizzazione iniziale. Campione: 97 IPO quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2016	**18**
Figura 3.4	Flusso di raccolta di capitale nel tempo (controvalore totale dell'offerta pubblica relativa alle sole azioni di nuova emissione, scala a sinistra) e confronto con la *performance* annuale dell'indice FTSE MIB Storico (scala a destra). Campione: 97 IPO quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2016	**19**
Figura 3.5	Andamento nel tempo del valore medio del rapporto fra azioni di nuova sottoscrizione e azioni totali collocate all'IPO. Campione: 97 IPO quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2016	**19**
Figura 3.6	Andamento nel tempo del valore medio del rapporto fra azioni di nuova sottoscrizione e azioni totali collocate all'IPO, pesato per controvalore totale. Campione: 97 IPO quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2016	**21**
Figura 3.7	Segmentazione del campione per rapporto fra raccolta di capitale all'IPO e patrimonio netto pre-quotazione. Campione: 97 IPO quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2016	**21**
Figura 3.8	Il modello di riclassificazione di bilancio utilizzato per l'analisi dei flussi di investimento	**23**
Figura 3.9	Frequenza delle acquisizioni condotte nei tre anni dopo l'IPO. Campione: 68 società quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015	**26**
Figura 3.10	Acquisizioni condotte dopo l'IPO: distribuzione del rapporto fra investimento totale in M&A e capitale raccolto in OPS. Campione: 68 società quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015	**27**
Figura 3.11	Rendimento medio differenziale delle IPO rispetto all'indice (BHAR) in funzione delle strategie di impiego del capitale dopo la quotazione. Campione: 67 società quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015	**29**

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

pagina

Figura 3.12 Rendimento medio differenziale delle IPO rispetto all'indice (BHAR) in funzione dell'incidenza del capitale raccolto alla quotazione rispetto agli impieghi totali post-IPO. Campione: 67 società quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015 **30**

Figura 4.1 Configurazione del gruppo controllato da Tecnoinvestimenti SpA appena prima della quotazione in Borsa (2014) **32**

Figura 4.2 *Performance* del titolo Tecnoinvestimenti sul mercato di Borsa, dalla quotazione al 24 marzo 2017. Confronto con l'indice FTSE MIB e volumi di scambio **33**

TABELLE

Tabella 3.1 Le SPAC quotate **20**

Tabella 3.2 Caratteristiche delle imprese del campione, per periodo omogeneo. Valori medi (fra parentesi i valori mediani) **22**

Tabella 3.3 Valori medi e mediani (fra parentesi) degli indici di investimento più rilevanti nei tre bilanci successivi all'IPO. Campione: 68 imprese quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015 **24**

Tabella 3.4 Valori medi e mediani del tasso di crescita annuale dei ricavi (CAGR) per i diversi *cluster* dell'analisi. Campione: 68 imprese quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015 **25**

Tabella 3.5 *Performance* di mercato assoluta (BHR) e relativa rispetto all'indice FTSE MIB (BHAR) delle OPS e OPVS. Campione: 67 società quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015 **28**

Tabella 3.6 *Performance* di mercato assoluta (BHR) e relativa rispetto all'indice FTSE MIB (BHAR) delle OPV. Campione: 20 società quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015 **29**

Tabella 4.1 I principali *ratio* contabili per Tecnoinvestimenti SpA **32**

BOX

Box 3.1 Le *investment companies* e le SPAC sui listini di Borsa Italiana **20**

Box 4.1 Le stime più recenti di Intermonte SIM su Tecnoinvestimenti **34**

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 proseguire la *partnership* con il Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano, dedicata a sviluppare progetti di ricerca su tematiche inerenti il mercato azionario italiano.

In questa seconda edizione dei "Quaderni di ricerca Intermonte", l'analisi del Politecnico di Milano si è concentrata su come le società neo-quotate sulla Borsa italiana utilizzano il capitale raccolto in IPO, destinandolo al finanziamento di nuovi investimenti piuttosto che al rimborso del debito esistente.
Questo lavoro cerca anche di dare un'evidenza empirica su come il mercato abbia accolto le aziende che hanno utilizzato i proventi delle IPO con finalità diverse, facendo una ulteriore distinzione tra le IPO che avvengono attraverso pura vendita rispetto a quelle che fanno anche raccolta di capitali freschi.

Con questo secondo quaderno speriamo di 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, possa dare un contributo al dibattito nell'auspicio che i prossimi anni possano portare ad un maggiore avvicinamento alla quotazione da parte delle PMI italiane.

Cordialmente

Gian Luca Bolengo
Amministratore Delegato Intermonte SIM

aprile 2017

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

Executive summary

Questa ricerca analizza come le società neo-quotate sui mercati azionari regolamentati di Borsa Italiana utilizzano il capitale raccolto nell'offerta pubblica iniziale (IPO), destinandolo al finanziamento di nuovi investimenti piuttosto che al rimborso del debito esistente.
Lo studio delle strategie di impiego del capitale raccolto dalle 'matricole' di Borsa è affrontato in letteratura sotto diversi punti di vista. La quotazione rappresenta infatti una fase importante del ciclo di vita dell'impresa ed è accompagnata da profondi cambiamenti nella *governance*, negli incentivi per i *manager*, nelle opportunità di crescita. Certamente la quotazione rappresenta un'opportunità dal punto di vista finanziario, poiché apre nuovi canali di raccolta di capitale e consente di ridurre il costo del capitale stesso. Cionondimeno il rischio di *moral hazard* e l'esistenza di asimmetrie informative possono introdurre elementi di inefficienza nella selezione degli investimenti dopo la quotazione. Non a caso molti studi evidenziano un peggioramento delle *performance* operative e rendimenti di mercato negativi dopo l'ingresso in Borsa, se paragonati all'andamento generale dei listini. Diventa quindi importante, nell'ottica degli investitori, comprendere le strategie attuate dalle società di nuova quotazione, individuando i percorsi destinati a creare valore, e quelli invece destinati a distruggerlo.

Il mercato mondiale delle IPO ha registrato segnali di debolezza negli ultimi anni, sia a causa della volatilità e del clima di incertezza, sia a seguito della riduzione dei tassi di interesse, fino a valori mai visti, il che ha favorito canali alternativi negli *equity deal* come fusioni e acquisizioni (M&A). Negli USA il 2016 ha segnato un record negativo sia per il numero di IPO (73) sia per il capitale raccolto ($ 9,4 miliardi). Anche il mercato italiano fatica a recuperare i numeri rilevati prima della crisi finanziaria: nel 2016 solo 3 società si sono quotate sul listino principale di Borsa Italiana.

Il campione di analisi della ricerca è formato dalle 97 imprese che dal 2005 al 2016 hanno condotto un'offerta pubblica iniziale sui listini regolamentati di Borsa Italiana (MTA, compreso il segmento MIV, e il listino Expandi). In 22 casi si trattava di OPV (offerte pubbliche di vendita) in cui le azioni erano cedute dagli investitori esistenti, quindi senza raccolta di capitale per le 'matricole'. Negli altri 75 casi parte delle azioni (o tutte) erano di nuova emissione, e quindi la società interessata ha raccolto nuovo capitale di rischio, utile per arricchire le fonti di finanziamento. In media la frazione delle azioni offerte di nuova emissione rispetto al totale dell'IPO è pari al 52,18%, ma scende al 22,73% se la media è pesata rispetto al controvalore delle offerte. Si tratta di una percentuale significativamente più bassa rispetto ai mercati esteri.
In aggregato il controvalore raccolto nell'intero periodo è pari a € 5,7 miliardi di cui però più della metà fra il 2005 e il 2007. Il periodo di riferimento è infatti nettamente distinto in due diverse fasi, prima della crisi finanziaria e dopo la crisi. Nel 2008 vi è stato un 'crollo' della raccolta, che è tornata a salire solo nel 2014 e nel 2015. Per 38 imprese (il 39% del campione) la raccolta di capitale all'IPO ha consentito quantomeno di raddoppiare il patrimonio netto esistente.

Focalizzando su come il capitale raccolto è stato utilizzato negli anni successivi, un modello di analisi dei flussi contabili di variazione delle fonti e degli impieghi ha consentito di evidenziare un consistente aumento delle immobilizzazioni tangibili e intangibili dopo la quotazione. Già nell'an-

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

no dell'IPO gli *asset* fissi aumentano in misura media pari al 33,8% rispetto al capitale raccolto e gli *asset* immateriali aumentano mediamente del 24,8%. Dopo altri due anni l'incremento medio arriva rispettivamente al 91,4% e al 79,3%. Naturalmente si registra un incremento del patrimonio netto e si osserva che metà delle 'matricole' analizzate utilizza il capitale raccolto per rimborsare debiti finanziari nel breve termine; negli anni successivi però tutte le imprese mostrano un aumento dei debiti finanziari, quasi a voler 'ricostituire' parzialmente il rapporto di leva pre-quotazione.

Senza sorprese, le imprese che più investono nella crescita degli *asset* sono anche quelle che incrementano il volume d'affari più velocemente dopo l'IPO: il loro tasso di crescita dei ricavi annuali è in media pari a +42,8%. Anche le imprese che seguono una strategia orientata più alla ristrutturazione del debito crescono, ma più lentamente (valore medio +8,3%).

A distanza di due anni dalla quotazione, il capitale raccolto all'IPO finanzia mediamente la metà degli impieghi totali, ma anche in questo caso si osservano percorsi diversificati, con alcune 'matricole' che utilizzano anche altri fonti di finanziamento quali il debito e aumenti di capitale successivi, e altre che fanno affidamento preponderante al capitale raccolto all'IPO.

Dopo la quotazione, il 28% delle imprese non effettua acquisizioni di rilievo mentre un altro 28% effettua una sola acquisizione. Per il 38% delle 'matricole' l'investimento fatto nelle operazioni di M&A rappresenta più della metà del capitale raccolto all'IPO.

Osservando i rendimenti di mercato dopo la quotazione, è interessante notare che le società quotate dal 2009 offrono *performance* mediamente positive e superiori rispetto all'indice di mercato. Mentre non si riscontrano significative differenze fra le società che hanno utilizzato il denaro raccolto per incrementare gli *asset* investiti, piuttosto che per ridurre il debito (le prime vanno relativamente meglio nel breve termine, le seconde nel lungo termine), si evidenzia un risultato interessante rispetto alla diversificazione delle fonti di finanziamento. Le imprese che fanno affidamento in misura prevalente al capitale di rischio raccolto all'IPO mostrano risultati deludenti rispetto al mercato, mentre chi ha saputo 'cofinanziare' gli impieghi attraverso altre fonti viene premiato.

A confutare il luogo comune secondo cui la società quotanda che non raccoglie capitale all'IPO è associata ad un segnale negativo, si evidenzia che anche le OPV battono gli indici di mercato, nell'arco di tutto il periodo.

A evidenziare che casi interessanti di imprese che hanno raccolto capitale esistono anche sui listini non regolamentati, il lavoro si chiude con il *case study* di Tecnoinvestimenti, società quotata su AIM Italia nel 2014 dopo un'IPO da € 22,8 milioni e trasferita nel 2016 sul listino principale a seguito di un nuovo aumento di capitale da € 49,5 milioni. Il caso bene esemplifica una strategia di crescita che ha puntato sulle acquisizioni esterne, utilizzando sia il capitale raccolto alla quotazione, sia la leva finanziaria del debito.

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

1. IPO e raccolta di capitale: analisi della letteratura

Una delle motivazioni principali che spingono le imprese a quotarsi sui mercati borsistici è l'opportunità di raccogliere nuovo capitale. Attraverso l'Offerta Pubblica Iniziale (*Initial Public Offering*, IPO) esse possono collocare sul mercato azioni di nuova sottoscrizione, raccogliendo mezzi freschi per finanziare le proprie attività (promuovendo un'Offerta Pubblica di Sottoscrizione, OPS). Non solo, l'ingresso sul listino consente di avere a disposizione un canale di finanziamento anche per il futuro, facilitando eventuali collocamenti successivi (cosiddetti *seasoned*). Peraltro, non sono infrequenti i casi di imprese che si quotano in Borsa senza raccogliere capitale, perseguendo altri motivi di natura non finanziaria nell'immediato (Giorgino *et al.*, 2001) quali ad esempio operazioni di privatizzazione condotte attraverso Offerta Pubblica di Vendita (OPV, si pensi al recente caso di Poste Italiane) o semplicemente per consentire l'*exit* di eventuali investitori istituzionali presenti nel capitale, come fondi di *venture capital* o *private equity*.

Questa ricerca mira ad analizzare, nel contesto italiano, come le imprese neo-quotate in Borsa utilizzano il capitale raccolto all'IPO nel medio-lungo termine. La letteratura accademica in ambito finanziario si è occupata di questo tema sia nell'ottica dell'analisi delle *performance* operative (individuando gli effetti degli investimenti effettuati dopo la quotazione sulla redditività contabile e sui *cash flow*) sia nell'ottica della *performance* di mercato (analizzando il rendimento per gli azionisti rispetto al prezzo dei titoli). Si tratta di tematiche di rilevante peso per i *practitioner* i quali sono certamente interessati a capire le dinamiche di crescita e sviluppo delle 'matricole' di Borsa per valutarle quali opportunità di investimento, ma anche per i *policymaker*, interessati a stimolare la competività e la crescita delle imprese per generare occupazione e innovazione.

Le strategie di raccolta di capitale alla quotazione

La scelta di un'impresa di quotarsi in Borsa è il risultato di una valutazione che comprende numerosi fattori: obiettivi strategici, vincoli di *governance* e di *compliance*, costi correlati.
L'impresa può innanzitutto decidere di focalizzarsi su un *target* di investitori nazionali, attraverso l'accesso ad un listino 'domestico', piuttosto che rivolgersi ad un mercato globale, non disdegnando la quotazione su un listino estero o addirittura su più listini (si pensi ai casi Luxottica, Gucci, De Rigo). Questa scelta è spesso favorita da strategie di *marketing* specifiche, mirate ad acquisire visibilità in mercati importanti per i propri clienti e *partner*.
La quotazione in Borsa può assere anche un 'segnale' della qualità dell'impresa e un elemento di prestigio (Stoughton *et al.*, 2001). Lo *status* di società quotata conferisce una maggiore credibilità e solidità all'impresa verso fornitori e clienti e un maggiore potere contrattuale verso le banche legato alla trasparenza e alla migliore qualità delle informazioni disponibili (Rajan, 1992). La stessa trasparenza, però, secondo Maksimovic e Pichler (2001) è anche un elemento di rischio perchè costringe l'impresa a rilasciare una serie di informazioni preziose al mercato di cui possono beneficiare i concorrenti, magari non quotati e quindi non soggetti ad un reciproco flusso.
Ritter (1991) mostra che l'ingresso in Borsa avviene a volte in una fase del ciclo di vita dell'impresa in cui la crescita è consolidata, e i *manager* esistenti intendono 'capitalizza-

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

re' i risultati ottenuti, approfittando magari di un periodo particolarmente favorevole sul mercato (teoria della '*window of opportunity*').
Dal punto di vista organizzativo, la quotazione costringe l'impresa a rafforzare il sistema di controllo di gestione interno, propedeutico all'elaborazione delle informazioni da veicolare alla comunità finanziaria con regolarità. Ciò può portare benefici operativi in termini di efficienza e produttività. Altro elemento positivo è sicuramente la possibilità di offrire condizioni più competitive ai *manager*, attraverso piano di *stock option* e di incentivazione (Holmström e Tirole, 1993), che una società con titolo non quotato potrebbe offrire con più difficoltà e incertezza di valutazione.
Passando invece ai costi associati alla quotazione, vanno citati gli oneri diretti legati all'offerta pubblica (come ad esempio i compensi per gli intermediari e per i consulenti legali), alle pratiche amministrative necessarie, ai corrispettivi da liquidare alla società che gestisce il listino, agli oneri per la certificazione del bilancio. Non vanno però dimenticati i costi indiretti, necessari per la strutturazione del sistema di *reporting* interno e dell'ufficio di *investor relator*.

Considerazioni legate alla struttura proprietaria sono poi fondamentali nel definire le strategie di quotazione. Sicuramente i soggetti controllanti devono essere consci che chiunque potrà diventare socio acquistando le azioni sul mercato aperto: anche se dovessero mantenere la maggioranza del capitale, essi perderanno comunque il controllo assoluto sull'impresa. Il collocamento di titoli con diritto di voto limitato (o addirittura senza diritto di voto, si veda il recentissimo caso dell'IPO di Snap negli USA) può venire incontro a queste esigenze, limitando la voce in capitolo degli investitori.
Secondo Zingales (1995) la quotazione è il primo passo verso il disimpegno degli azionisti esistenti dall'impresa, ma tale ipotesi sembra più adattarsi ai mercati anglosassoni e non a quelli dell'Europa continentale, dove le 'matricole' di Borsa tendono a rimanere sotto il controllo dei fondatori anche dopo l'ingresso nel listino e le *public companies* rappresentano delle rare eccezioni. In questo contesto, il passaggio generazionale può essere una determinante in favore della quotazione, nell'ottica di una maggiore 'managerializzazione' dell'impresa.
Vi è pure da considerare che dopo l'IPO il capitale sociale risulta comunque più frammentato, con una maggiore separazione fra proprietà e controllo a causa dell'ingresso di molti piccoli investitori, il che può incentivare gli azionisti di maggioranza ad estrarre più benefici privati a svantaggio del valore d'impresa (Jensen e Meckling, 1976). D'altro canto l'ingresso nel capitale di investitori istituzionali (fondi aperti, fondi pensione, assicurazioni, banche internazionali) può avere un effetto di stimolo sull'efficienza degli investimenti, attraverso un'azione di *monitoring* e un maggiore attivismo nelle adunanze sociali (Stoughton e Zechner, 1998).

Infine, la scelta del *timing* è un altro fattore rilevante. È ben noto - e lo si osserverà anche per l'Italia nell'analisi empirica - che il mercato delle IPO è caratterizzato da una notevole ciclicità, in relazione al *momentum* e soprattutto alla volatilità. Le imprese preferiscono quotarsi in situazione di relativa calma sul mercato, posticipando se del caso a tempi migliori. Di concerto con gli intermediari (*global coordinator* e *underwriters*) esse si riservano una serie di opzioni per affrontare al meglio l'incertezza nella domanda dei titoli da parte dei piccoli risparmiatori e degli investitori istituzionali: l'opzione di *green shoe* (che consente di collocare una quota addizionale del capitale in caso di domanda sostenuta), l'opzione di *claw back* (che consente flessibilità nell'allocazione dei titoli fra le due categorie di investitori prima menzionate, si vedano Bertoni e Giudici, 2014), la possibilità di determinare il prezzo delle azioni oggetto di offerta anche dopo la chiusura dell'offerta stessa (*book building with open price*).
Brau e Fawcett (2006) riportano i risultati di una *survey* condotta fra 336 CFO di altrettante 'matricole' quotate negli USA fra il 2000 e il 2002: gli obiettivi più importanti che le imprese desideravano ottenere dall'ammissione in Borsa - in linea con la letteratura citata - erano prepararsi per successive acquisizioni, ottenere una valutazione oggettiva

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

dell'impresa e acquisire prestigio. Meno importanza sembravano riscuotere gli obiettivi di ridurre il costo del capitale.

Le strategie di investimento e di crescita

L'evidenza empirica mostra che generalmente gli investimenti in crescita interna tramite *capital expenditures* e ricerca e sviluppo aumentano dopo un'IPO (Van Bommel e Vermaleen, 2003; Kim e Weisbach, 2008) e tendono a essere correlati con un miglioramento delle *performance* operative (Jain e Kini, 2008). Per contro, Pagano *et al.* (1998) studiano le matricole di Borsa italiane dal 1982 al 1992 e mostrano che in realtà la motivazione principale che le ha spinte a quotarsi è stata la possibilità di ridurre il debito.
L'evidenza empirica mostra poi un generico calo delle *performance* operative in seguito alla quotazione. Dal punto di vista teorico ciò è spiegato sia dai modelli basati sui costi di agenzia (si vedano ancora Jensen e Meckling, 1976) sia dai modelli della '*window of opportunity*'. Il primo approccio enfatizza sulla 'tentazione' dopo la quotazione in Borsa di investire in progetti sub-ottimali, che offrano vantaggi per gli azionisti controllanti in termini di prestigio e visibilità, piuttosto che focalizzare su investimenti efficienti che massimizzano la redditività. Il secondo approccio dà per scontato che dopo la quotazione l'impresa non sia in grado di replicare i risultati degli anni precedenti, ma di questo sono all'oscuro gli investitori sul mercato (non i *manager* che hanno deciso la quotazione).
Jain e Kini (1994) trovano che esiste una correlazione positiva tra il calo nelle *performance* e la percentuale di capitale azionario mantenuta dagli investitori presenti prima dell'offerta pubblica. Secondo Mikkelson *et al.* (1997) il peggioramento nelle *performance* dipende anche dalla dimensione d'impresa. Teoh *et al.* (1998) introducono la teoria del '*window dressing*': appena prima dell'IPO i *manager*, al fine di 'gonfiare' artificialmente il livello degli utili per attirare investitori, utilizzano alcuni accorgimenti contabili anticipando ricavi e diluendo i costi, con un inevitabile impatto negativo sulle *performance* future.
Chemmanur *et al.* (2009) analizzano l'andamento della *total factor productivity* (ovvero la produttività complessiva dei fattori) dopo la quotazione ed evidenziano di nuovo un peggioramento.
Andriansyah e Messinis (2015) mostrano che la *performance* operativa dopo la quotazione è migliore per le imprese che nel prospetto informativo dell'offerta pubblica dichiarano l'intenzione di investire in modo particolarmente massiccio.
Soffermandosi sulle 'matricole' italiane, Bonaventura e Giudici (2017) evidenziano che il prezzo di offerta delle IPO implicitamente sconta tassi di crescita eccessivi e che gli analisi finanziari sono in media troppo ottimisti rispetto alle *performance* operative future stimate nelle loro ricerche, ma tale fenomeno è generalizzato per tutte le imprese quotate e non è limitato alle 'matricole'.

L'attività di M&A dopo la quotazione

Particolare attenzione nella letteratura finanziaria ha avuto il tema delle acquisizioni post-IPO. Per una società quotata in Borsa è infatti relativamente più facile acquisire un'altra impresa, perchè essa potrà pagare l'acquisto delle quote della società *target* attraverso un concambio di titoli oltre che con denaro contante. Per gli azionisti della *target*, ricevere come pagamento titoli di una società non quotata (quindi illiquidi e di difficile valorizzazione) sarebbe infatti poco allettante.
Gli studi di Celikyurt *et al.* (2010) e Hovakimian e Hutton (2010) hanno messo in luce che negli Stati Uniti circa il 25% delle 'matricole' porta a termine almeno una acquisizione nel primo anno successivo alla offerta pubblica (la percentuale sale all'84% se si considerano i primi cinque anni), e che questa attività di crescita esterna è finanziata sia tramite cassa, sia tramite un concambio di azioni. Inoltre, si evidenzia che le operazioni di M&A contribuiscono alla crescita dell'impresa tanto quanto le spese in conto capitale per *asset* fissi e intangibili. Secondo Healy et al. (2010) le imprese americane che conclu-

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

dono acquisizioni (neoquotate e non) mostrano una *performance* operativa migliore rispetto al passato ma vi sono altri studi che riportano evidenze opposte (ad esempio Clark e Ofek, 1994). Brau *et al.* (2012) limitano l'attenzione alle imprese di nuova quotazione e rilevano che quelle che investono in M&A mostrano rendimenti di mercato migliori nel lungo periodo rispetto alle altre.
In Europa l'evidenza empirica è molto limitata. Bessler *et al.* (2015) analizzano i rendimenti di mercato per le IPO del vecchio continente che fanno acquisizioni e trovano che sono migliori rispetto a quelli delle altre 'matricole'. Bonaventura e Giudici (2016) analizzano 245 imprese neoquotate che concludono acquisizioni e mostrano che non vi sono significative differenze nella *performance* operativa rispetto alle 'matricole' che non fanno acquisizioni. Si evidenziano, però, parametri migliori per le imprese che si cimentano in operazioni di M&A con una strategia di diversificazione rispetto agli investimenti in essere. Inoltre non si riscontra un effetto di 'sostituzione' degli investimenti: le 'matricole' che fanno acquisizioni non rinunciano comunque a investire in altri *asset* fissi o intangibili tanto quanto le altre imprese neoquotate.

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

2. Il *trend* internazionale

La crisi globale iniziata nel 2008 è stata ovviamente devastante per il mercato delle IPO a livello mondiale. Basterebbe pensare che negli USA nel 2007 ci furono 159 offerte pubbliche iniziali, mentre nel 2008 ne furono registrate solo 21. I numeri degli anni Novanta, ai tempi della *dot.com bubble*, rimangono ben lontani (477 IPO nel 1999, 381 nel 2000).
Gli anni più recenti hanno visto una ripresa del mercato, che però nel 2016 sembra avere registrato una nuova battuta d'arresto e comunque non ha colmato il *gap* rispetto al passato. La letteratura accademica spiega questo *trend* negativo attraverso tre possibili ipotesi (Gao *et al*., 2013):
1. la consistente riduzione dei tassi di interessi, che ha reso molto più convenienti forme alternative di finanziamento, quali i *bond*, e ha favorito il mercato delle M&A rispetto alle IPO;
2. l'introduzione di norme più severe sia per intermediari ed emittenti, come il Sarbanes-Oxley Act, sia per gli analisti finanziari;
3. la consistente riduzione del numero di imprese tecnologiche che si quotano in Borsa (negli USA la percentuale di imprese *technology-based* rispetto a quelle che hanno condotto un'IPO[1] è scesa sotto il 30%, agli stessi livelli del 2001/2002).
Certamente nel 2016 hanno pesato un inizio d'anno non positivo per gli indici dei listini, soprattutto in Europa, l'incertezza per il referendum sulla Brexit e poi quella legata alle elezioni statunitensi. Le prospettive per il 2017 a detta dei *practitioner* sono migliori, ma non mancano i timori per nuovi elementi di incertezza politica ed economica.

[1] Fonte: Jay Ritter (University of Florida)

La Figura 2.1 evidenzia il numero di nuove quotazioni registrate dalle statistiche della World Federation of Exchanges dal 2013 al 2016 nelle tre aree mondiali di riferimento, escludendo i listini secondari e non regolamentati. Si può notare che ormai l'Asia-Pacifico è l'area dove si registra il maggior numero di quotazioni; il gruppo composto da Europa, Africa e Medio Oriente ha superato il continente americano, ed è evidente in tutto il globo la frenata del 2016.

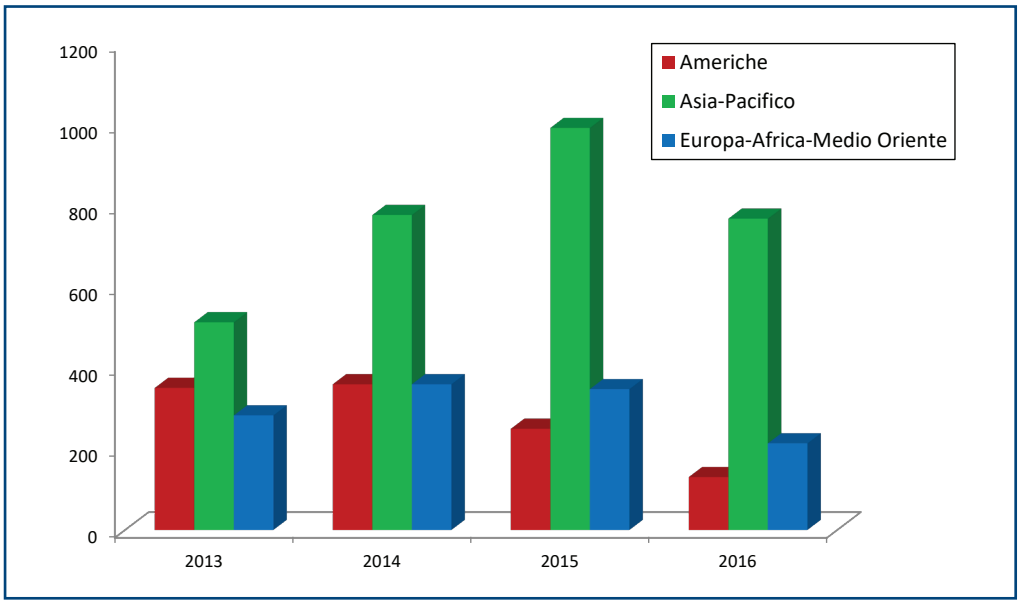
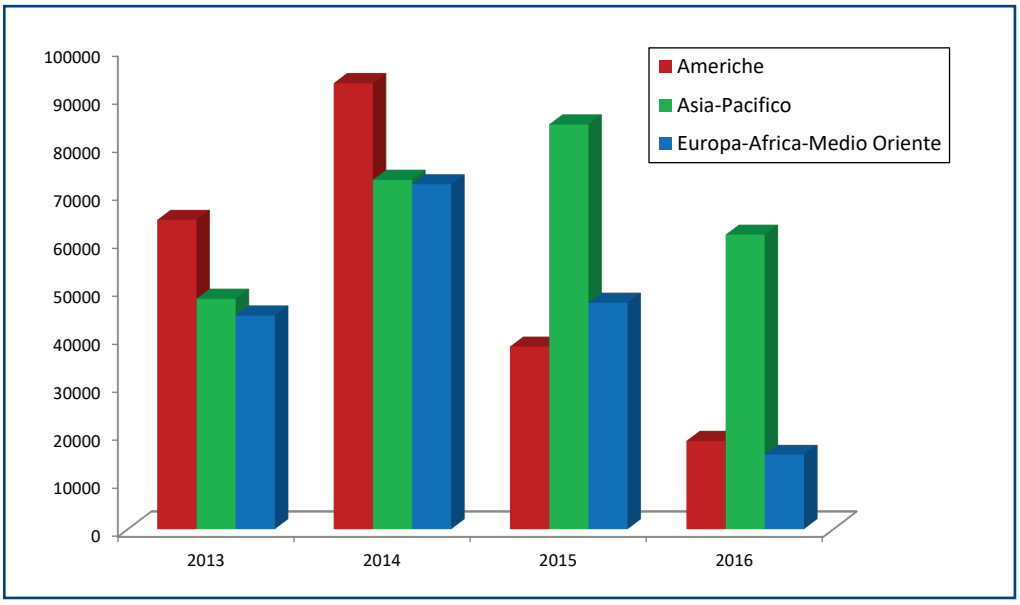


Figura 2.1
Flusso annuale dei collocamenti relativi a Offerte Pubbliche Iniziali dal 2013 al 2016 nelle aree mondiali. Fonte: World Federation of Exchanges

Figura 2.2

Flusso annuale della raccolta di capitale effettuata nelle Offerte Pubbliche Iniziali dal 2013 al 2016 nelle aree mondiali (valori in $ milioni). Fonte: World Federation of Exchanges

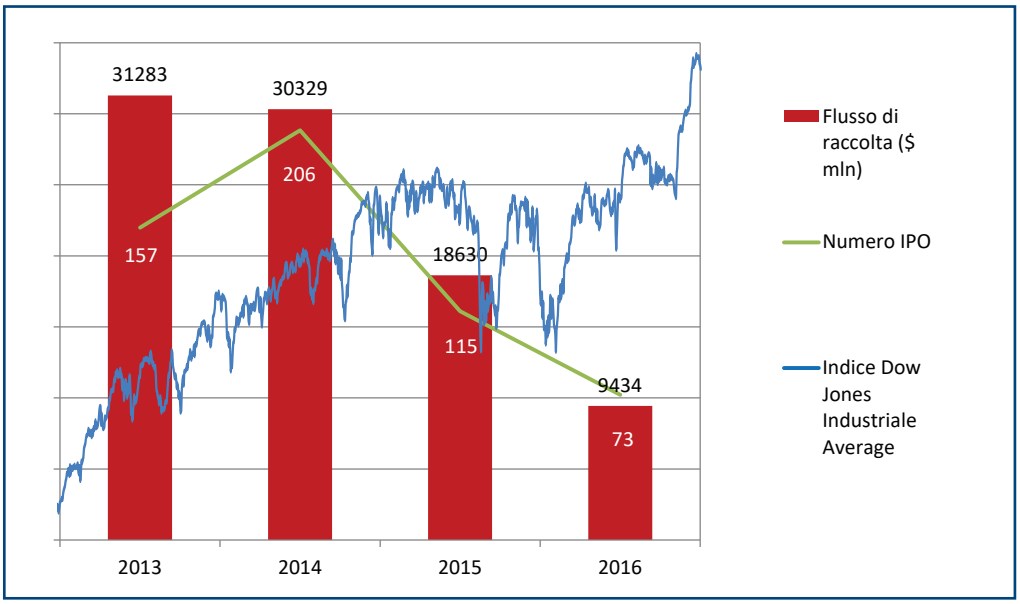


La Figura 2.2 evidenzia lo stesso *trend* per quanto riguarda il flusso di raccolta di capitale effettuata dalle 'matricole' di Borsa attraverso aumento di capitale: anche in quest'ambito dal 2015 l'area dell'Asia-Pacifico ha superato le Americhe. Il continente europeo, insieme ad Africa e Medio Oriente, vede nel 2016 un risultato abbastanza negativo, sia rispetto al numero di nuove quotazioni (214) sia rispetto al capitale raccolto (circa 15,5 miliardi di dollari).

Focalizzando sui mercati più importanti, la Figura 2.3 evidenzia le statistiche per gli Stati Uniti, mentre la Figura 2.4 descrive la situazione nei listini principali dell'Unione Europea, escludendo l'Italia (le cui statistiche vengono ampiamente commentate all'inizio del prossimo capitolo).
Come spesso accade, il mercato USA sembra 'anticipare' le dinamiche europee. Oltre oceano, già dal 2015 si è registrato un calo nel numero di IPO, mentre nell'Unione Europea solo dal 2016 si è visto un arretramento (anticipato nel 2015 dai volumi di raccolta di capitale) anche a causa della volatilità degli indici di Borsa. Nel complesso le imprese neoquotate sui listini UE hanno raccolto nel 2016 circa € 7,6 miliardi attraverso l'emissione di azioni. Negli USA, nel 2016, il flusso di raccolta è stato pari a $ 9,4 miliardi, nonostante la tenuta degli indici borsistici; si tratta di una netta caduta rispetto al 2015 (quando il valore fu $ 18,6 miliardi) e rispetto ai due anni precedenti, quando il

Figura 2.3

Flusso annuale del numero e della raccolta di capitale effettuata nelle Offerte Pubbliche Iniziali dal 2013 al 2016 negli USA e andamento dell'indice Dow Jones Industrial Average. Fonte: University of Florida (courtesy Jay Ritter)



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

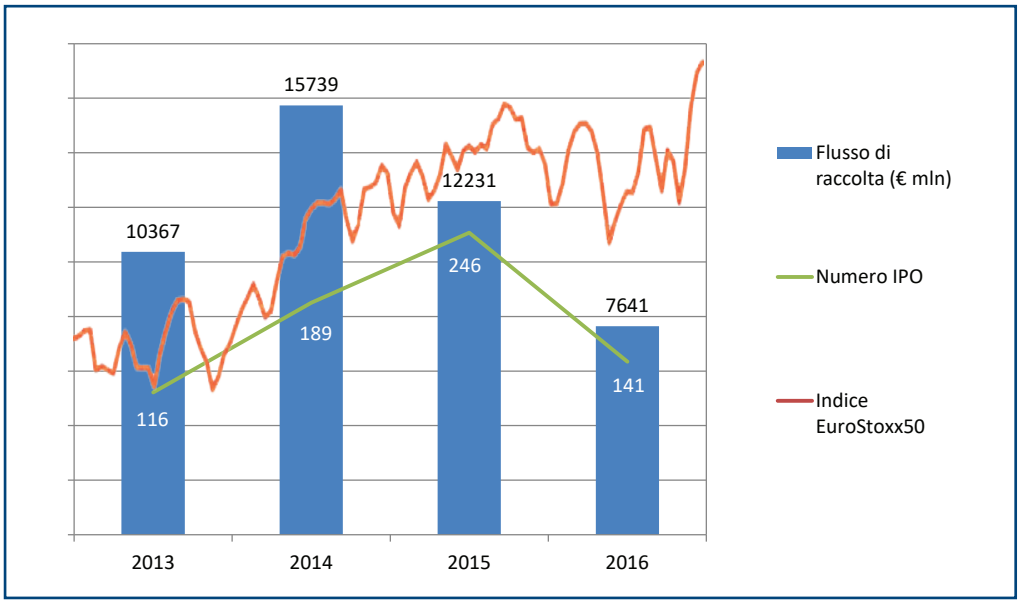


Figura 2.4

Flusso annuale del numero e della raccolta di capitale effettuata nelle Offerte Pubbliche Iniziali dal 2013 al 2016 nell'Unione Europea (Italia esclusa) e andamento dell'indice EuroStoxx 50. Fonte: Federation of European Securities Exchanges

flusso annuale era addirittura intorno a $ 30 miliardi. Va notato che negli USA le nuove quotazioni in cui vengono collocate azioni già esistenti sono una netta minoranza. Nella stragrande maggioranza dei casi (circa l'80% nell'ultimo quadriennio[2]) tutte le azioni collocate sono di nuova emissione.

[2] Fonte: Jay Ritter (University of Florida)

È interessante osservare la dinamica delle operazioni di M&A nel corso dello stesso periodo in Europa e USA (si veda la Figura 2.5). Nel 2015 si nota un dato in controtendenza rispetto alle IPO, con un incremento nei volumi di fusioni e acquisizioni, a testimoniare il possibile effetto di 'cannibalizzazione' a danno delle nuove quotazioni. Nel 2016 però anche il mercato delle M&A ha subito un rallentamento sia in Europa sia negli Stati Uniti (addirittura il numero di operazioni in Europa ha superato quello riscontrato negli USA) pur mantenendosi su livelli di tutto rispetto in confronto al passato. Secondo gli analisti la motivazione è da ricercare non solo nell'incertezza a livello politico in entrambi i continenti, ma anche nella maggiore attenzione che le autorità pubbliche fiscali e *antitrust* hanno dedicato a contrastare operazioni che potessero compromettere la concorrenza in determinati settori e avessero come esito un significativo 'trasferimento' di reddito imponibile verso altre giurisdizioni. Numerosi sono stati i *mega-deal* annunciati ma poi abbandonati, come l'acquisizione di Pfizer su Allergan e la fusione fra Staples e Office Depot, nonchè quella fra Halliburton e Baker Hughes.

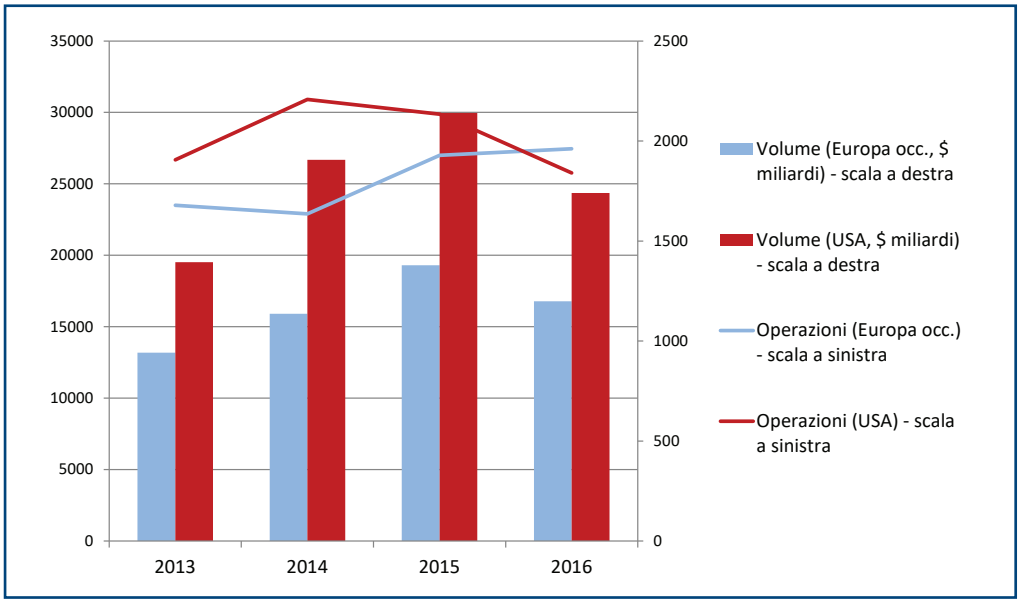


Figura 2.5

Flusso annuale del numero e del controvalore di operazioni di M&A dal 2013 al 2016 in Europa occidentale e negli Stati Uniti. Fonte: Bureau Van Dijk

Le prospettive del mercato globale delle IPO per il 2017 appaiono più rosee, dopo il *rally* degli indici borsistici di inizio anno, soprattutto negli USA dove le offerte di importo superiore al miliardo di dollari sono già state due: quella di Invitation Homes a febbraio e quella di Snap a marzo, società che da sola ha raccolto in termini di nuovo capitale ben $ 2,465 miliardi. Anche in Europa alcune importanti offerte sono già state completate, come Tikehau in Francia, e vi sono diverse operazioni annunciate nella *pipeline* come Gestamp in Spagna. A livello mondiale l'IPO annunciata che sicuramente riscuote la maggiore attenzione è quella di Saudi Aramco, che secondo le prime stime potrebbe capitalizzare in Borsa fino a $ 2.000 miliardi.

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

3. Il campione di analisi e i risultati

Il campione di analisi è costituito dalle società che si sono quotate dopo un'offerta pubblica sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2016. Si tratta nel dettaglio di 97 imprese, di cui 24 quotate sul listino Expandi, 3 sul listino MIV dedicato agli *investment vehicles*[1] e le rimanenti sul listino principale (MTA). Sono dunque escluse dall'analisi le imprese quotate su AIM Italia, piattaforma di scambi non regolamentata ai sensi MIFID. Sono inoltre escluse le ammissioni non contestuali ad un'offerta pubblica quali ad esempio *spin-off* e *cross-listing* di imprese già quotate all'estero.

La Figura 3.1 descrive il flusso temporale dei collocamenti. Si nota che l'arrivo della crisi finanziaria globale nel 2008 ha causato un drastico calo delle nuove 'matricole' di Borsa, solo parzialmente recuperato negli anni successivi (in tal senso si conferma il *trend* evidenziato a livello globale nel capitolo precedente). Si nota lo stop del 2016, con solo 3 IPO. Per quanto riguarda le quotazioni sul listino Expandi, il flusso si è interrotto nel 2009 con il riassorbimento delle società ivi quotate nel listino principale e l'apertura delle piattaforme di scambio del Mercato Alternativo del Capitale (MAC) e dell'AIM Italia.

Una parte significativa delle imprese considerate (26) sono state ammesse immediatamente al segmento STAR del listino principale. Tutte le imprese del campione hanno collocato azioni ordinarie, con l'eccezione di Gruppo Il Sole 24 Ore SpA, la cui offerta iniziale del 2007 riguardava azioni di categoria speciale, che prevedono un privilegio nella distribuzione degli utili e alcune limitazioni nel numero massimo detenibile.

Nel campione troviamo anche due società (IGD e Coima Res) che si qualificano come SIIQ ovvero società di investimento immobiliare quotate.

Come evidenzia la Figura 3.2 nel campione abbiamo 22 offerte pubbliche di vendita (OPV) in cui non sono state collocate azioni e quindi non c'è stata raccolta di capitale per l'emittente, altrettante OPS (offerte pubbliche di sottoscrizione) in cui tutte le azioni offerte erano di nuova emissione e 53 OPVS (in cui i titoli erano in parte esistenti, in parte di nuova sottoscrizione). Le imprese che hanno raccolto capitale all'ingresso in Borsa sono dunque 75. Le rimanenti 22 sono più che altro operazioni assimilabili a privatiz-

[1] Si noti che il segmento MIV è stato aperto nel 2010 e in esso sono poi confluiti i titoli di altre imprese quotate in precedenza sul MTA (Cape LIVE, Mid Industry Capital, Investimenti e Sviluppo Mediterraneo) e comprese nel nostro campione.

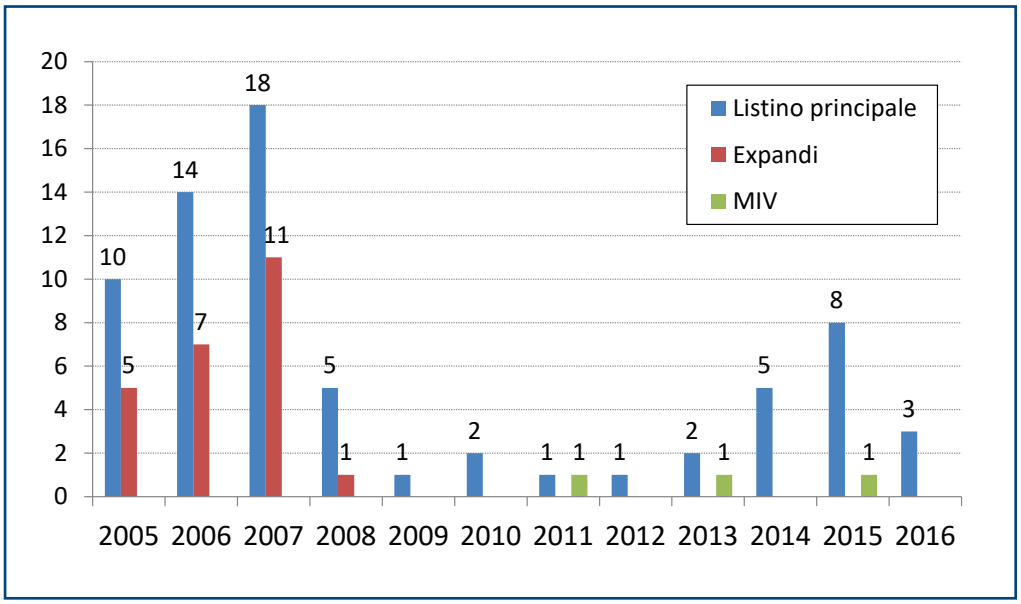
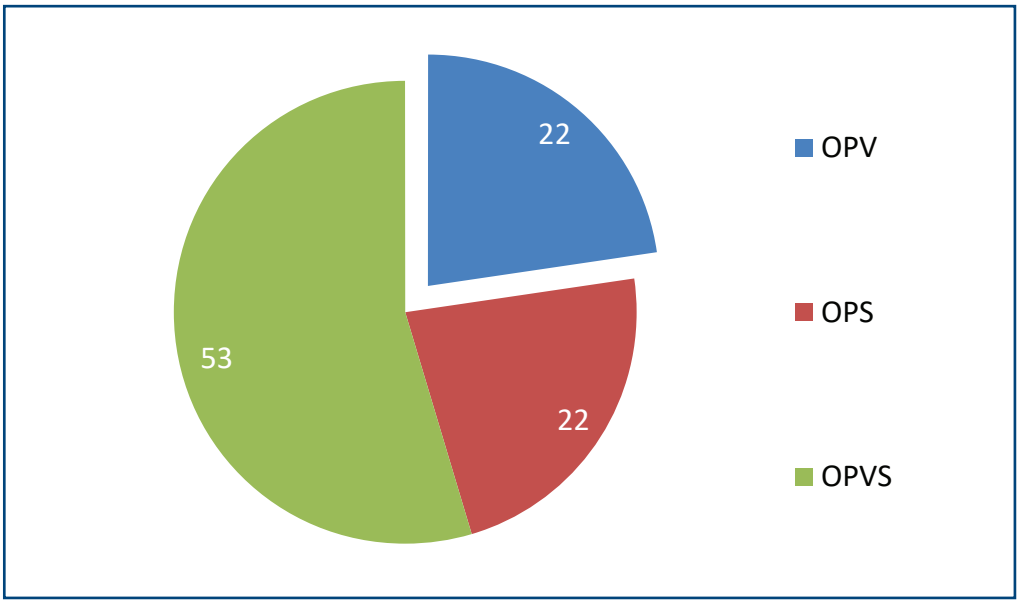


Figura 3.1

Flusso annuale dei collocamenti relativi a Offerte Pubbliche Iniziali sui listini regolamentati di Borsa Italiana, dal 2005 al 2016. Fonte: Borsa Italiana, elaborazioni Politecnico di Milano

Figura 3.2

Segmentazione del campione fra OPV, OPS e OPVS. Campione: 97 IPO quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2016. Fonte: Borsa Italiana,



zazioni (come Rai Way, Poste Italiane, ENAV), *equity carve-out* di società già presenti in Borsa (come Marr, Banca Generali, Enel Green Power, FinecoBank) o società in cui erano presenti investitori istituzionali e fondi di investimento, la cui esigenza era quella di liquidare le proprie azioni[2] (ad esempio Gruppo Mutuionline, Moncler, Technogym). Non mancano comunque imprese indipendenti che non hanno espresso necessità di raccolta di liquidità all'IPO, come Valsoia, Piquadro, Salvatore Ferragamo.

La Figura 3.3 descrive la distribuzione del campione per capitalizzazione di mercato iniziale, misurata dal prezzo di riferimento sul listino dopo il primo giorno di quotazione. Il valore medio di questa statistica è pari a € 711,8 milioni (valore mediano € 310,9 milioni) e come si vede sono rappresentate sia imprese di grande dimensione con capitalizzazione superiore a € 5 miliardi (Saras, Enel Green Power e Poste Italiane) sia imprese con capitalizzazione iniziale molto più bassa (il valore minimo è quello di Rosss con € 22,7 milioni). Il gruppo più numeroso è quello fra € 250 milioni e € 500 milioni con 24 IPO.

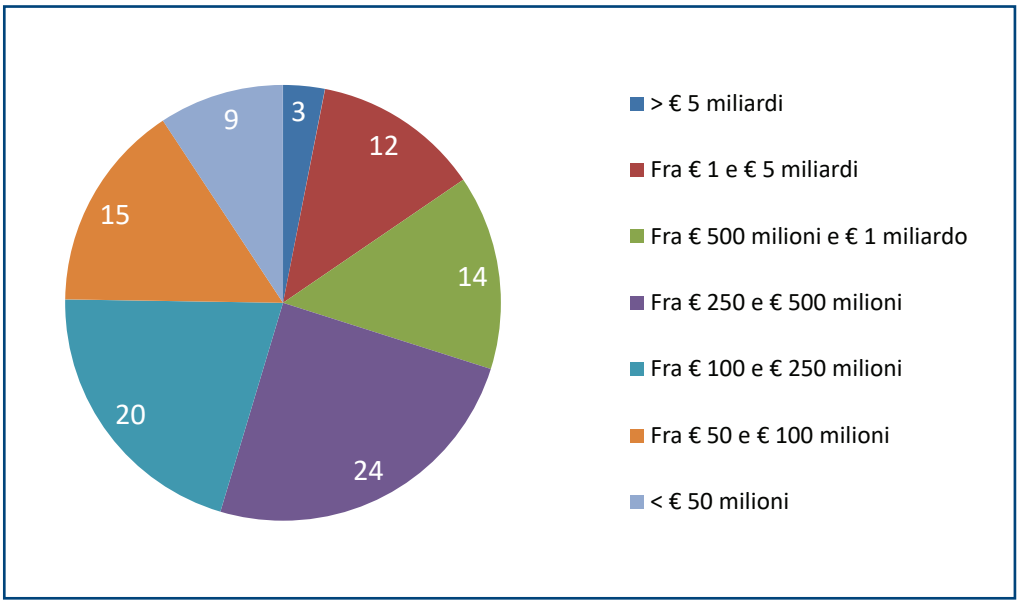
[2] Un'analisi specifica su queste IPO, cosiddette '*venture backed*', è contenuta nel Quaderno di Ricerca Intermonte n. 1, marzo 2016.

Il capitale raccolto

La Figura 3.4 descrive il flusso della raccolta di capitale nel corso del periodo considerato, tenendo conto chiaramente della frazione dell'offerta relativa solo all'emissione di nuove azioni. In totale, nel corso del periodo, la liquidità raccolta è stata pari a € 5.743,37

Figura 3.3

Segmentazione del campione per capitalizzazione iniziale. Campione: 97 IPO quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2016. Fonte: Borsa Italiana,



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

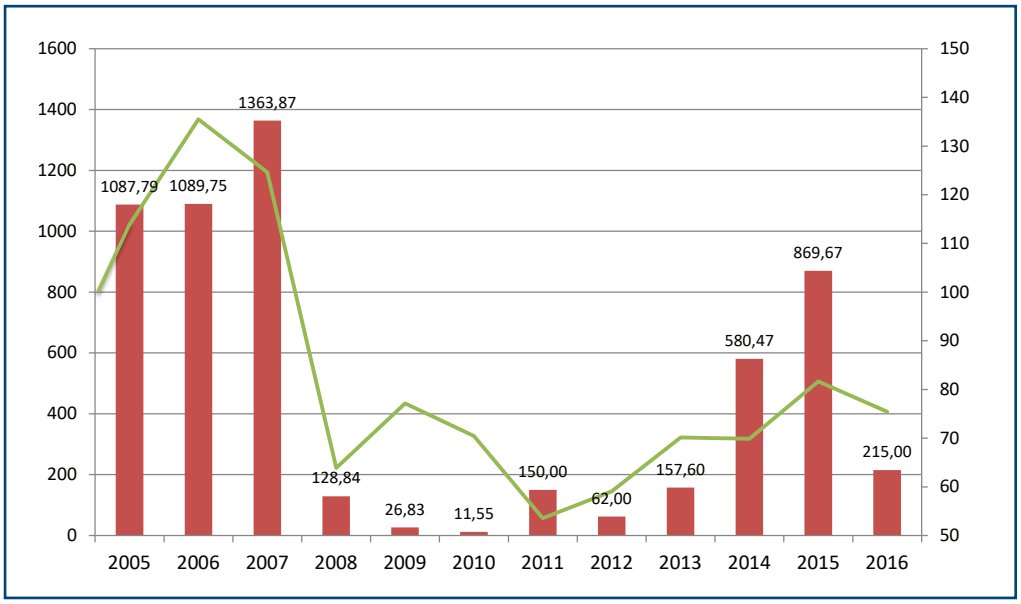


Figura 3.4

Flusso di raccolta di capitale nel tempo (controvalore totale dell'offerta pubblica relativa alle sole azioni di nuova emissione, scala a sinistra) e confronto con la *performance* annuale dell'indice FTSE MIB Storico (scala a destra). Campione: 97 IPO quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2016. Fonte: Borsa Italiana

milioni, ma non è assolutamente distribuita in modo omogeneo. È interessante notare come la crisi finanziaria abbia praticamente azzerato la raccolta, che si è ripresa dal 2014, mantenendosi comunque su livelli inferiori rispetto agli anni Duemila. Il valore medio per ogni singola IPO è pari a € 61,14 milioni, mentre il valore mediano è € 29,63 milioni. L'impresa che ha raccolto più liquidità fresca è stata OVS con € 356,70 milioni. Abbiamo 8 imprese che hanno raccolto meno di € 10 milioni (quasi tutte quotate su Expandi).

Nella Figura 3.5 si va ad analizzare la media semplice, anno per anno, del rapporto fra numero di azioni di nuova emissione e numero totale di azioni oggetto dell'IPO. Questo rapporto varia fra 0% per le OPV e 100% per le OPS (ed è nel mezzo per le OPVS). Per l'intero campione la media è pari a 52,18% e si osserva una riduzione del valore dopo gli anni della crisi finanziaria, a indicare la minore propensione verso la raccolta di nuovo capitale.

La Figura 3.6 riporta lo stesso indicatore, che viene però pesato in funzione del controvalore dell'offerta pubblica. In tal caso, il valore medio scende fino a 22,73%, perché aumenta il peso delle OPV, che rappresentano tipicamente i casi di maggiore dimensione. Non a caso le due offerte più consistenti sono OPV e sono quelle di Poste Italiane (oltre € 3,3 miliardi) e Enel Green Power (oltre € 2,2 miliardi).

Per fare un raffronto rispetto ad altri mercati europei[3], la percentuale media dal 2005 al 2016 dell'indice non pesato è pari al 65% nel mercato Euronext, al 79% per la Borsa

[3] Fonte: Silvio Vismara (Università di Bergamo).

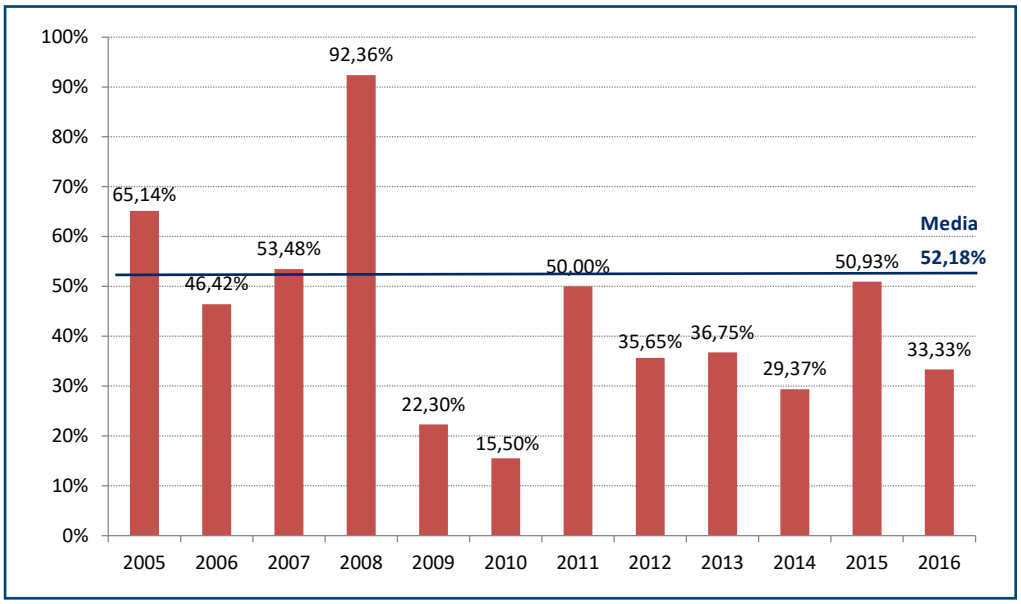


Figura 3.5

Andamento nel tempo del valore medio del rapporto fra azioni di nuova sottoscrizione e azioni totali collocate all'IPO. Campione: 97 IPO quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2016. Fonte: Borsa Italiana, elaborazioni Politecnico di Milano

Box 3.1

Le *investment companies* e le SPAC sui listini di Borsa Italiana

Nel 2010 Borsa Italiana ha aperto un listino specifico per gli *investment vehicle*, il MIV. Su questo listino trovano collocazione azioni o quote di FIA (fondi comuni mobiliari o immobiliari, Sicav, Sicaf), veicoli di investimento e SIIQ, obbligazioni convertibili, *warrant* e diritti di opzione emessi da tali soggetti.

La peculiarità risiede nel fatto che per questa tipologia di imprese il capitale raccolto alla quotazione rappresenta la principale e strutturale riserva di liquidità necessaria per l'acquisizione e la gestione delle partecipazioni.

Nel campione analizzato in questo lavoro compaiono 3 imprese che possiamo definire come *investment vehicle* e 3 *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC). Gli *investment vehicle* sono società molto simili a fondi di investimento, e a volte ne imitano da vicino la struttura di *governance*, con il capitale suddiviso in più tipologie di azioni con diritti diversificati (per replicare i meccanismi di gestione delle *limited partnership* nei fondi chiusi e gli incentivi legati a *carried interest* e *hurdle rate*) e comitati di investimento che si affiancano ai consigli di amministrazione.

I tre veicoli compresi nel nostro campione sono le IPO di Cape LIVE (ora Alba) quotata nel 2007 dopo aver raccolto € 31,92 milioni, quella di Mid Industry Capital (sempre nel 2007, con € 98,8 milioni raccolti), e quella di Investimenti e Sviluppo Mediterraneo (ora Meridie) che ha raccolto € 49,71 milioni nel 2008.

Per quanto riguarda le SPAC, esse rappresentano una novità abbastanza recente per l'Italia. Sono imprese simili a 'scatole vuote' senza attività operativa pregressa che si costituiscono e si quotano in Borsa con l'unico obiettivo di raccogliere capitale finalizzato ad una successiva acquisizione di una società non quotata, che tramite un *reverse merge*r viene poi fusa con la SPAC ritrovandosi ammessa a quotazione in Borsa senza bisogno di offerta pubblica iniziale e risparmiando quindi su una serie di costi e adempimenti. Gli *sponsor* del progetto (nonchè spesso principali azionisti della SPAC) hanno il compito di individuare sul mercato le opportunità di possibili *target*; nel caso questo non avvenga per qualsiasi motivo, la SPAC viene liquidata e il denaro - al netto dei costi sostenuti nel frattempo - viene restituito agli investitori. È frequente che, in occasione del collocamento iniziale, le SPAC emettano anche *warrant*.

La differenza delle SPAC rispetto alle altre *investment companies* è chiara: queste ultime gestiscono in genere un portafoglio di partecipazioni, di maggioranza o di minoranza, mantenendo comunque la propria identità distinta, mentre le SPAC si identificano con un unico *target* di acquisizione totalitaria, con cui si fondono cessando la propria funzione.

In Italia la prima SPAC è approdata in Borsa nel 2011 sul segmento MIV attraverso un veicolo di diritto lussemburghese (Italy 1 Investments SA) e una raccolta di € 150 milioni. Nel nostro campione sono presenti altri due casi: Space SpA (2013, € 130 milioni raccolti in IPO) e Space 2 SpA (2015, € 300 milioni raccolti).

La Tabella 3.1 descrive tutte le ammissioni a quotazione sui listini di Borsa Italiana (regolamentati e non) di società qualificate come SPAC fino ad oggi, avvenute a seguito di offerta pubblica. In tutti casi il 100% del capitale collocato era relativo a titoli di nuova emissione e la raccolta totale si avvicina a € 1 miliardo. Nuove operazioni sono annunciate per il 2017.

Alla lista si aggiunge la SPAC IPO Challenger SpA che ha raccolto capitale non attraverso l'emissione di azioni, ma con un collocamento di obbligazioni (mini-bond) per acquisire Italian Wine Brands. L'impresa aveva già un capitale flottante sufficiente ed è stata ammessa a quotazione senza offerta pubblica.

Tabella 3.1

Le SPAC quotate. Fonte: Borsa Italiana

Anno IPO	Nome SPAC	Listino	Liquidità raccolta (EUR milioni)	Acquisizone successiva
2011	Italy 1 Investment SA	MIV	150	IVS Group (2013)
2011	Made in Italy 1 SpA	AIM Italia	50	SESA (2013) trasferita poi su MTA
2013	Greenitaly1 SpA	AIM Italia	35	Zephyro (2015)
2013	Space SpA	MIV	130	Fila (2015)
2013	Industrial Stars of Italy	AIM Italia	50,05	Luve (2015)
2015	Space2 SpA	MIV	300	Avio (in corso)
2015	Glenalta Food SpA	AIM Italia	80	GF Group Orsero (2017)
2015	Capital for Progress1 SpA	AIM Italia	40	GPI (2016)
2016	Industrial Stars of Italy 2	AIM Italia	50,5	Sit Group (annunciata)
2016	Innova Italy 1 SpA	AIM Italia	100	Non ancora identificata

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

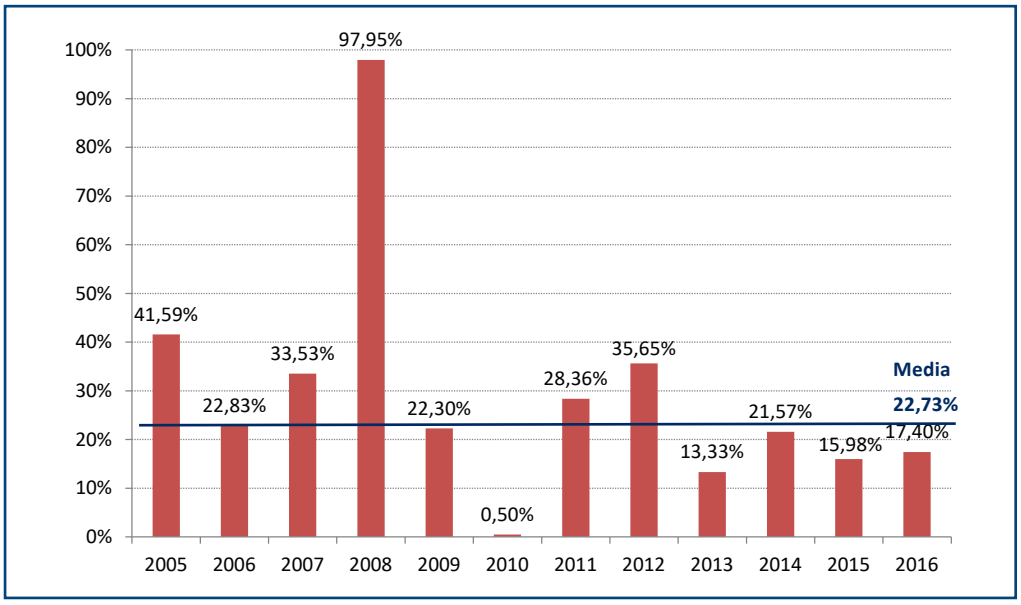


Figura 3.6

Andamento nel tempo del valore medio del rapporto fra azioni di nuova sottoscrizione e azioni totali collocate all'IPO, pesato per controvalore totale. Campione: 97 IPO quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2016. Fonte: Borsa Italiana, elaborazioni Politecnico di Milano

di Londra e al 64% per il listino tedesco. Negli USA dal 2005 al 2016 le azioni di nuova emissione rispetto al totale delle azioni collocate dalle matricole di Borsa[4] sono risultate pari addirittura all'85% (il 91% considerando solo l'ultimo triennio). Come già riportato nelle pagine precedenti, negli Stati Uniti le IPO che si quotano offrendo solo azioni di nuova sottoscrizione sono la netta maggioranza (nell'ultimo triennio ben l'81%). L'Italia si rivela dunque un mercato caratterizzato da una minore propensione alla raccolta di nuovo capitale per le IPO rispetto agli altri listini, e da una maggiore propensione al collocamento di titoli già esistenti.

[4] Fonte: Jay Ritter (University of Florida).

La Figura 3.7 mostra l'incidenza della raccolta di capitale effettuata (sempre rispetto alle sole nuove azioni collocate) in rapporto al patrimonio netto esistente. In tal caso il valore medio non risulta significativo, poiché vi sono ben 6 casi (tutti riconducibili alle *investment companies* e alle SPAC, *special purpose acquisition vehicles*) in cui l'impresa ha raccolto oltre 10 volte tanto il proprio patrimonio netto esistente. Il dato non stupisce, poiché si tratta di tipologie di imprese che utilizzano la quotazione in Borsa come *driver* principale e imprescindibile per finanziare le attività future; esse sono costituite spesso *ad hoc* appena prima dell'ingresso nei listini. A questa tipologia di imprese è dedicato l'approfondimento specifico nel Box 3.1.

Come si vede dalla Figura 3.7, si notano sempre le 22 OPV (con valore zero) e si evidenziano dati molto spesso superiori al 100%, a testimonianza che per diverse imprese la raccolta di capitale all'IPO rappresenta un salto dimensionale consistente in termini di

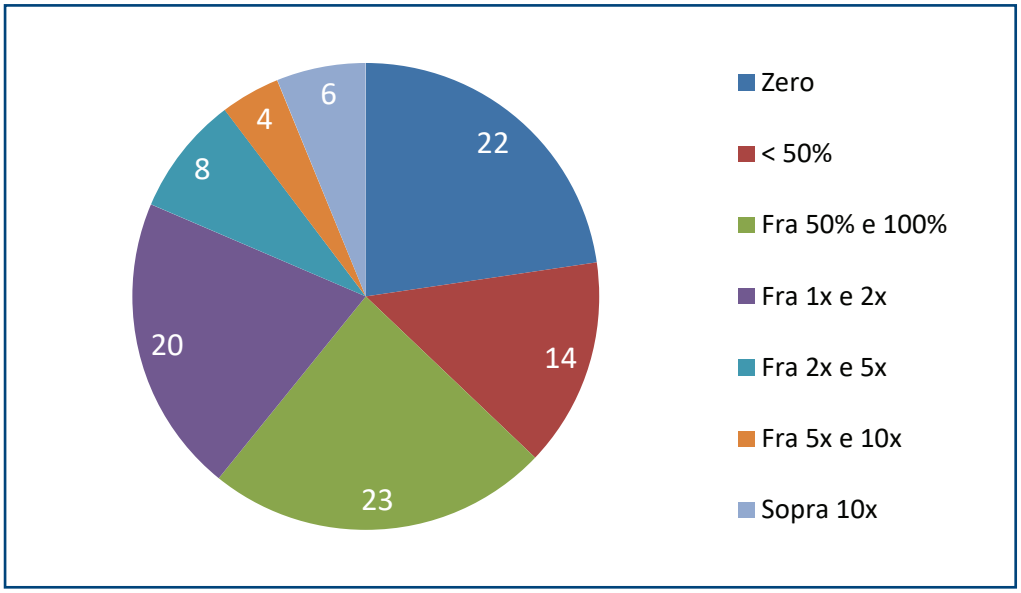


Figura 3.7

Segmentazione del campione per rapporto fra raccolta di capitale all'IPO e patrimonio netto pre-quotazione. Campione: 97 IPO quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2016. Fonte: Borsa Italiana, elaborazioni Politecnico di Milano

disponibilità finanziaria. I gruppi più numerosi sono rappresentati proprio dalle 'matricole' che alla quotazione raccolgono denaro per un importo compreso fra il 50% e il 200% del patrimonio netto corrente.
La Tabella 3.2 evidenzia alcune caratteristiche delle imprese, che vengono confrontate per gruppi omogenei: le IPO quotate sul listino principale prima della crisi (47), quelle quotate nello stesso periodo su Expandi (24) e quelle quotate dal 2009 al 2016 (26).
Per quanto riguarda capitalizzazione iniziale, dimensione dell'offerta e rapporto fra azioni di nuova emissione e totale delle azioni offerte si rimanda alle osservazioni emerse nelle pagine precedenti. Distinguendo i tre diversi gruppi, si conferma che dal 2009 al 2016 si sono quotate imprese più grandi, con una dimensione dell'offerta maggiore ma con una incidenza delle azioni di nuova emissione molto ridotta. Per quanto riguarda il listino Expandi, i valori dimensionali sono chiaramente più contenuti, ma è interessante osservare l'elevata incidenza della raccolta di nuovo capitale.
Per quanto riguarda l'età delle imprese, nel 2009-2016 si sono quotate imprese mediamente più giovani, paragonabili a quelle del listino Expandi nel periodo precedente.
Rispetto ai dati di bilancio[5], il fatturato consolidato è in media poco inferiore a € 1 miliardo mentre il valore mediano è € 159,59 milioni. L'evoluzione nel tempo conferma quanto si è osservato per la capitalizzazione iniziale, con una tendenziale crescita negli anni più recenti.
La redditività, misurata dal rapporto fra margine operativo lordo (EBITDA) e fatturato consolidato, appare curiosamente molto stabile nel corso del decennio. In media il valore è 18,8% (mediana 13,6%). Va però considerato che le statistiche escludono l'IPO di Molmed del 2008 il cui margine operativo lordo - a causa della tipologia di *business* legata alle biotecnologie - prima della quotazione risultava sensibilmente negativo.

[5] Per le società finanziarie interessi e commissioni attive da una parte e l'utile dell'operatività corrente al lordo delle imposte sono assimilati rispettivamente al fatturato e al margine operativo lordo.

Tabella 3.2

Caratteristiche delle imprese del campione, per periodo omogeneo. Valori medi (fra parentesi i valori mediani). Fonte: prospetti informativi di quotazione e bilanci ufficiali

*** = esclusa Molmed**

Periodo	2005-2008 (listino principale)	2005-2008 (Expandi)	2009-2016 (listino principale)	Campione totale
Numero IPO	47	24	26	97
Capitalizzazione iniziale (EUR milioni)	589,27 (387,52)	130,04 (89,71)	1.470,35 (722,78)	711,81 (310,91)
Dimensione offerta (EUR milioni)	226,40 (137,07)	39,42 (26,75)	526,01 (274,67)	260,44 (120,32)
% azioni da aumento di capitale (parte OPS)	52,65% (51,42%)	65,95% (75,90%)	38,63% (27,16%)	52,18% (52,99%)
Età alla quotazione rispetto all'anno di fondazione	47,2 (39,0)	26,5 (19,5)	30,4 (18,5)	37,6 (27,5)
Fatturato consolidato da ultimo bilancio (EUR milioni)	625,19 (198,09)	54,52 (28,94)	2.400,22 (331,27)	965,37 (159,59)
Rapporto EBITDA/fatturato da ultimo bilancio consolidato	19,9% * (14,5%)	15,5% (13,5%)	19,8% (13,5%)	18,8% * (13,6%)
Posizione finanziaria netta da ultimo bilancio consolidato (EUR milioni)	351,81 (35,62)	76,31 (17,26)	2.850,39 (132,00)	892,83 (40,81)

Infine è stata osservata anche la posizione finanziaria netta (debiti finanziari meno cassa disponibile) risultante dall'ultimo documento contabile pubblicato prima dell'offerta pubblica. Il valore medio ripropone gli stessi scenari considerati per gli altri parametri dimensionali (fatturato e capitalizzazione) ed è di nuovo condizionato dall'IPO di Poste Italiane. Il valore mediano è pari a € 40,81 milioni. Nel campione vi sono ben 13 imprese che prima della quotazione mostravano una posizione finanziaria netta negativa, ovvero con liquidità che eccedeva i debiti finanziari.

L'utilizzo del capitale dopo la quotazione

Da qui in avanti si focalizzerà l'attenzione solo sulle imprese che hanno raccolto risorse liquide (quindi escludendo le 22 IPO organizzate come OPV). L'obiettivo infatti è sviluppare un modello per analizzare come il capitale raccolto sia stato utilizzato negli

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

anni successivi la quotazione. Vengono poi escluse le IPO condotte nel 2016, per le quali chiaramente non esiste ancora un bilancio annuale successivo all'emissione, ed è quindi prematuro valutare le strategie di investimento. Inoltre vengono escluse le 3 SPAC e gli altri 3 veicoli di investimento (Mid Industry Capital, Cape LIVE e Investimenti e Sviluppo Mediterraneo), poichè sono casi di IPO in cui il capitale viene raccolto con il fine dichiarato di completare una o più acquisizioni. Il campione di analisi è quindi composto ora da 68 IPO.

Il modello proposto si basa sulla riclassificazione dei dati di bilancio consolidato delle imprese con l'obiettivo di calcolare da un anno all'altro:

- il valore dello *stock* di investimenti effettuati al lordo degli ammortamenti, sia per quanto riguarda le immobilizzazioni fisse (IT), sia per quanto riguarda le immobilizzazioni immateriali (INT) e quelle finanziarie (IF); osservare l'evoluzione di queste variabili consente di capire se le imprese hanno utilizzato o meno il denaro raccolto all'IPO per nuovi investimenti in capitale fisso (ad esempio impianti o asset *immobiliari*), capitale intangibile (ad esempio ricerca e sviluppo, ma anche l'avviamento generato da una acquisizione), capitale finanziario (titoli mobiliari o altri investimenti finanziari);
- il valore del capitale circolante operativo al netto delle passività non finanziarie (OWC), che rappresenta lo *stock* di investimenti di attività a breve termine (come crediti commerciali e scorte) al netto delle passività non finanziare (debiti commerciali, fondi accantonati, ...);
- il valore del patrimonio netto (E), che può variare da un anno all'altro sia per eventuali ulteriori raccolte di capitale *seasoned* rispetto all'IPO sia per gli utili reinvestiti (o per le perdite cumulate);
- il valore dei debiti finanziari (D), che possono crescere o diminuire se rispettivamente l'impresa finanzia nuovi progetti attraverso il debito o ne rimborsa una parte;
- infine il valore della liquidità di cassa disponibile (C), la cui variazione per il principio contabile della partita doppia non può che essere determinata dalla combinazione di tutte le altre variazioni.

La Figura 3.8 chiarisce la dinamica del modello, che consente di evidenziare da una parte gli impieghi del capitale, anno per anno, e dall'altra le fonti di finanziamento utilizzate. Tutti i flussi vengono confrontati rispetto alla liquidità raccolta all'IPO (K), che da una parte andrà ad incrementare la cassa C (fin tanto che non viene investita) e dall'altra in eguale misura il patrimonio netto (E).

Esaminare come per ogni impresa si modificano da un anno all'altro[6] i valori di *stock* di cui sopra (partendo dall'anno -1, ovvero quello precedente alla quotazione, fino all'anno +2, ovvero due anni dopo la quotazione) consente di capire, quindi, se il capitale raccolto nell'offerta pubblica viene utilizzato più o meno rapidamente, e in quali direzioni (nuovi investimenti o riduzione del debito, e in che tipo di investimenti).

Per rendere i valori confrontabili, tutti i flussi di variazione vengono rapportati in percentuale rispetto a K, per ogni impresa.

[6] Per le IPO del 2015 l'osservazione si ferma all'anno 0, mentre per le IPO del 2014 si ferma all'anno +1, non essendo ancora disponibili i bilanci del 2016.

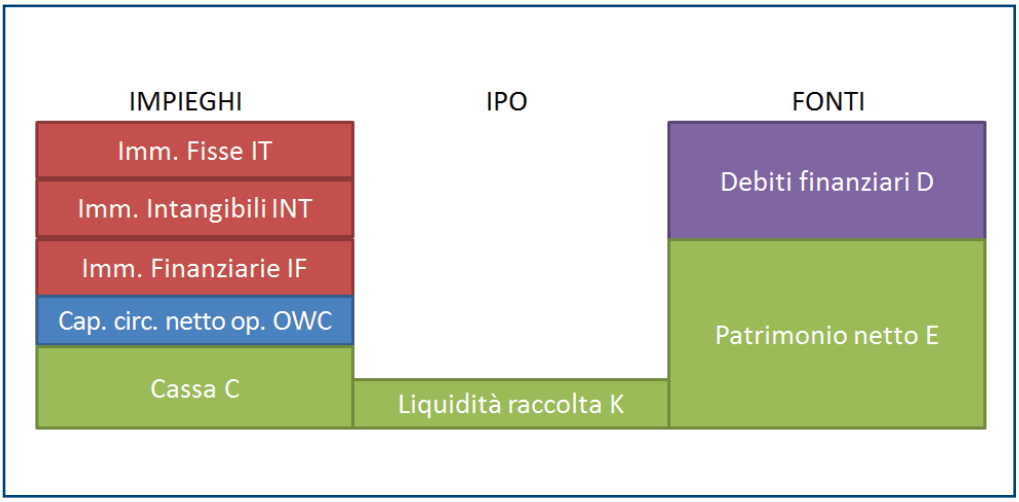


Figura 3.8

Il modello di riclassificazione di bilancio utilizzato per l'analisi dei flussi di investimento

La Tabella 3.3 riporta i risultati dell'analisi quantitativa, rispetto agli indicatori più importanti per la nostra analisi. Nell'ultima colonna viene indicato anche il rapporto fra il capitale raccolto K e il 'fabbisogno' (FABB) di finanziamento misurato nell'arco dei tre esercizi contabili. Esso è definito come la somma delle variazioni positive per le voci classificate negli impieghi, più la somma delle variazioni negative classificate nelle fonti in Figura 3.8. Rappresenta quindi il totale degli investimenti fatti dall'impresa neoquotata nel corso dei tre anni, vuoi per finanziare gli investimenti all'attivo, vuoi per finanziare il rimborso delle passività. Si tratta di un indice interessante, perché ci mostra se la raccolta di capitale K ha rappresentato una fonte di capitale preponderante o marginale per le strategie di investimento.

Tabella 3.3

Valori medi e mediani (fra parentesi) degli indici di investimento più rilevanti nei tre bilanci successivi all'IPO. Campione: 68 imprese quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015

Periodo	ΔIT / K	ΔINT / K	ΔC / K	ΔE / K	ΔD / K	ΔPFN / K	K / FABB
-1 , 0	+33,8% (+16,9%)	+24,8% (+6,7%)	+37,9% (+22,1%)	+114,5% (+110,8%)	+10,7% (-9,2%)	-27,2% (-46,1%)	66,4% (66,1%)
-1 , +1	+60,3% (+28,8%)	+49,4% (+20,8%)	+29,0% (+11,5%)	+139,6% (+118,2%)	+55,4% (+30,9%)	+26,4% (-0,1%)	54,5% (49,6%)
-1 , +2	+91,4% (+40,6%)	+79,3% (+43,1%)	+33,1% (+11,2%)	+161,3% (+124,1%)	+84,8% (+32,4%)	+51,7% (+12,8%)	49,0% (37,4%)

Definizione degli indici:
ΔIT / K = incremento nel periodo indicato delle immobilizzazioni fisse lorde consolidate, in rapporto al capitale raccolto all'IPO (parte OPS)
ΔINT / K = incremento nel periodo indicato delle immobilizzazioni intangibili lorde consolidate, in rapporto al capitale raccolto all'IPO (parte OPS)
ΔC / K = incremento nel periodo indicato della cassa disponibile a fine anno, in rapporto al capitale raccolto all'IPO (parte OPS)
ΔE / K = incremento nel periodo indicato del patrimonio netto consolidato, in rapporto al capitale raccolto all'IPO (parte OPS)
ΔD / K = incremento nel periodo indicato dei debiti finanziari consolidati, in rapporto al capitale raccolto all'IPO (parte OPS)
ΔPFN / K = incremento nel periodo indicato della posizione finanziaria netta consolidata, in rapporto al capitale raccolto all'IPO (parte OPS)
K / FABB = rapporto fra capitale raccolto all'IPO (parte OPS) e fabbisogno totale degli impieghi nel periodo indicato

Per quanto riguarda il flusso di investimenti in capitale fisso (ΔIT) si nota un consistente incremento ogni anno sia del valore medio sia di quello mediano; il primo arriva a +91,4% alla fine del periodo, il secondo a +40,6%. Passando al flusso di investimenti in immobilizzazioni intangibili (ΔIT) si osserva una progressione molto simile, anche se di entità inferiore (ma il valore mediano al terzo anno è superiore). Si può quindi affermare che le IPO che hanno raccolto capitale attraverso la quotazione incrementano in misura significativa gli investimenti di lungo termine, sia in *asset* fissi sia in *asset* intangibili (in particolare acquisizioni, come si mostrerà nelle pagine successive), già nell'anno della quotazione e progressivamente nei due anni successivi. Per molte imprese questi indici sono superiori al 100% della raccolta di capitale, a significare che in questi casi la crescita è stata finanziata anche attraverso altre fonti.
Il valore della liquidità esistente registra un incremento appena dopo la quotazione (+37,9% in valore medio, +22,1% in valore mediano rispetto al capitale raccolto all'IPO). Il fatto che i valori trovati siano molto inferiori al 100% sta a significare che le imprese utilizzano una parte consistente della raccolta in pochissimo tempo. Nell'anno successivo alla quotazione sembra che una ulteriore (ma modesta) frazione della riserva di liquidità accumulata venga investita, ma poi l'anno dopo si assiste ad un 'ripristino' della riserva, che probabilmente viene mantenuta per altri successivi investimenti.
Per quanto riguarda il patrimonio netto, la variazione ΔE evidenzia un 'balzo' immediatamente generato dall'aumento di capitale dell'IPO. Già la Figura 3.7 aveva evidenziato come per molte 'matricole' la raccolta di capitale alla quotazione fosse superiore al patrimonio netto esistente. Nondimeno il patrimonio netto aumenta lievemente anche nei due anni successivi, probabilmente finanziato dagli utili reinvestiti e in alcuni casi da ulteriori aumenti di capitale.
È molto interessante osservare la dinamica dello *stock* di debiti finanziari. Nell'anno di quotazione in media si registra un aumento (+10,7%) ma il valore mediano è negativo;

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

ciò vuol dire che una frazione della liquidità raccolta viene immediatamente utilizzata per ridurre il debito esistente da almeno metà delle imprese. Al contrario, nei due anni successivi le 'matricole' sembrano impegnate a ricostituire abbastanza velocemente la leva finanziaria, e addirittura al termine del periodo di osservazione i mezzi di terzi risultano più elevati rispetto a prima dell'IPO, nella misura media dell'84,8% (valore mediano 32,4%) del capitale raccolto. Si delinea quindi una strategia 'a due fasi'; nell'immediato si osserva una tendenza al rimborso di una parte dei debiti, ma poi si osserva un *releveraging* rapido, che sembra riportare l'equilibrio della leva finanziaria ai valori precedenti all'IPO. In altre parole, l'aumento di capitale finalizzato all'ingresso in Borsa sembra 'trainare' un aumento anche del debito finanziario, con la finalità evidente di co-finanziare la crescita. In Tabella 3.3 è infatti riportata anche la variazione per la posizione finanziaria netta (PFN), che evidenzia una riduzione nel primo anno, ma un aumento progressivo sia per il secondo (per metà delle IPO) sia per il terzo periodo.
Infine osservando la dinamica del rapporto fra capitale raccolto all'IPO e fabbisogno di finanziamento nell'arco del triennio si osserva che già nell'anno di quotazione il capitale raccolto all'IPO rappresenta in media il 66,4% (valore mediano 66,1%) dello *stock* di nuovi impieghi effettuati. In altre parole, la dinamica di investimento è molto rapida, e sembra che le 'matricole' abbiano le idee molto chiare su come investire subito il denaro raccolto. Anzi, hanno bisogno di più denaro di quello raccolto e lo finanziano in parte con la riduzione del debito, in parte con utili reinvestiti o altri apporti di capitale di rischio. Negli anni successivi il peso del capitale raccolto all'IPO rispetto all'aumento degli impieghi si riduce ulteriormente, ma rimane sempre una frazione non marginale delle fonti di finanziamento; scende sotto il 50% solo al terzo periodo.
I valori medi della Tabella 3.3 sono indicativi rispetto a un *trend* generale ma non sono certamente rappresentativi della specificità delle diverse strategie osservate. Abbiamo quindi suddiviso il campione in quattro *cluster*, in funzione sia della tipologia di impiego predominante (incremento delle immobilizzazioni piuttosto che riduzione del debito) sia del 'peso' che l'IPO rappresenta nel fabbisogno finanziario distinguendo quando è superiore o inferiore al 40% (ovvero circa il valore mediano, si veda ancora la Tabella 3.3). I dati di riferimento sono quelli considerati sul periodo (-1,+2) con l'eccezione delle IPO del 2014 e del 2015, per le quali ci si ferma ai valori più recenti disponibili.

Tabella 3.4

Valori medi e mediani del tasso di crescita annuale dei ricavi (CAGR) per i diversi *cluster* dell'analisi. Campione: 68 imprese quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015

Impiego prevalente:	Indice K / FABB > 40%	Indice K / FABB < 40%	Totale campione
Asset immobilizzati	20 +16,1% (+11,8%)	26 +63,3% (+22,4%)	46 +42,8% (+16,1%)
Riduzione del debito	14 +4,8% (+8,0%)	8 +13,4% (+14,5%)	22 +8,3% (+10,4%)
Totale campione	34 +11,6% (+10,1%)	34 +49,1% (+20,2%)	68 +31,6% (+14,3%)

Nella Tabella 3.4, per ogni *cluster* individuato, è stato poi ricavato il tasso annuo medio composto della crescita dei ricavi consolidati (*compounded annual growth rate*, CAGR). Si può notare che il valore medio del CAGR per tutto il campione è +31,6%, con un valore mediano pari a +14,3%. Le IPO che risultano associate ad un CAGR negativo (e quindi hanno visto ridursi il volume d'affari da prima a dopo l'ingresso in Borsa sono 14 (ovvero il 20,6%) e quasi tutte si sono quotate nel 2007, l'anno prima dell'inizio della crisi recessiva del 2008.
Per le imprese caratterizzate da un rapporto K/FABB maggiore di 40%, i mezzi freschi raccolti all'IPO rappresentano una fonte predominante di capitale; si tratta in gran parte delle imprese di più piccola dimensione del campione. L'indice è addirittura superiore al 100% nei casi di Elica (2006), Conafi Prestitò, Bialetti Industrie, Il Sole 24 Ore, Damiani (2007) e Banzai (2015): per queste imprese nel periodo considerato il fabbisogno finanziario è risultato inferiore rispetto a quanto raccolto alla quotazione. Per le 34 IPO che compongono questo gruppo il valore medio del CAGR è +11,6%, il valore mediano è +10,1%.

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

Nel secondo gruppo invece abbiamo le imprese che hanno diversificato maggiormente le fonti finanziarie: gli impieghi finanziati nel corso degli esercizi contabili considerati derivano per meno del 40% da quanto raccolto all'IPO. Fra i casi più rappresentativi, con un valore dell'indice inferiore al 15%, abbiamo Eurotech (2005), Kerself (2006), Ternienergia (2008); la prima società ha scelto la strada di aumentare il capitale sociale con operazioni successive, le altre due hanno aumentato significativamente il debito finanziario. Per le 34 IPO di questo gruppo il valore medio del CAGR è +49,1% mentre quello mediano è +20,2%. Si nota quindi un evidente vantaggio nella crescita da parte delle 'matricole' che fanno leva sulla quotazione per raccogliere capitale attraverso altri fonti.
Venendo ora a come si sono orientate le diverse strategie di investimento, si osserva che in 46 casi la scelta prevalente è stata quella di puntare sull'aumento degli *asset* tangibili e intangibili. Solo a titolo esemplificativo, potremmo citare in questo *cluster* IGD Immobiliare, Eurotech e Bioera (2005), Antichi Pellettieri e Poltrona Frau (2006), Pramac (2007), Tesmec (2010). Si nota che il CAGR relativo al fatturato è in media pari a +42,8%. Il valore mediano (+16,1%) è leggermente superiore a quello del campione totale, in misura maggiore per le IPO che hanno differenziato le fonti di finanziamento.
Infine, nei rimanenti 22 casi le imprese si sono indirizzate alla riduzione del debito esistente più che a nuovi investimenti. Di nuovo, a titolo di esempio si possono citare le IPO di Safilo (2005), Gas Plus (2006), Rosss (2008), Moleskine (2013), OVS (2015); in particolare si nota una certa concentrazione di questi casi negli ultimi cinque anni considerati dalla ricerca. Anche queste IPO sono cresciute in media (valore medio +8,3%, valore mediano +10,4%) ma a ritmi più lenti, come è lecito aspettarsi. Peraltro il risultato è in gran parte determinato dalle 14 IPO che hanno utilizzato primariamente il capitale raccolto, mentre per le 8 che hanno diversificato le fonti di finanziamento non si notano grandi differenze del valore mediano rispetto al campione: si può ipotizzare che si tratti di imprese che raccolgono i frutti di investimenti passati, effettuati prima della quotazione. Non a caso 3 di queste avevano come socio un fondo di investimento di *private equity*.
A titolo di confronto, possiamo infine considerare che per le 20 OPV del campione iniziale, quotate fra il 2005 e il 2015, che non hanno raccolto capitale all'IPO, il valore medio del CAGR risulta pari a +14,9% (mediana +16,0%), a testimoniare che la quotazione è comunque generalmente associata ad una crescita successiva, indipendentemente dalla raccolta di capitale effettuata. Il risultato è coerente con le statistiche riportate nella Tabella 3.4, le quali mostrano che le 'matricole' fanno spesso affidamento a fonti alternative per il finanziamento della crescita.

Le acquisizioni condotte

Come evidenziato nell'analisi della letteratura proposta nel Capitolo 1, le strategie di M&A rappresentano un capitolo importante negli investimenti delle imprese che si quotano per la prima volta in Borsa.
È sembrato quindi opportuno focalizzare l'attenzione sulle acquisizioni effettuate dalle IPO del campione durante l'arco temporale considerato. Per le 68 imprese analizzate nel paragrafo precedente sono state quindi identificate le acquisizioni di maggioranza e di minoranza fatte nell'anno di quotazione e nei due anni successivi, tralasciando solo i *deal* dove il fatturato dell'impresa *target* rappresenta meno del 2% rispetto al fatturato della *bidder*.
La Figura 3.9 riporta i risultati ottenuti. Si può notare che ben 19 'matricole' (il 27,9%) non hanno effettuato acquisizioni rilevanti. Altrettante hanno fatto una sola acquisizione, mentre 9 imprese hanno fatto due acquisizioni; lo stesso valore caratterizza la numerosità delle IPO che hanno fatto tre acquisizioni. Addirittura abbiamo una società che ha fatto più di sette acquisizioni: si tratta di Arkimedica (ben 12 operazioni di M&A, di cui una sola di minoranza). In totale le operazioni di M&A censite sono 133 (ovvero una media di 1,95 acquisizioni a testa), di cui 27 di minoranza e 106 di maggioranza o totalitarie. Per fare un raffronto, durante lo stesso periodo le 20 'matricole' che si sono

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

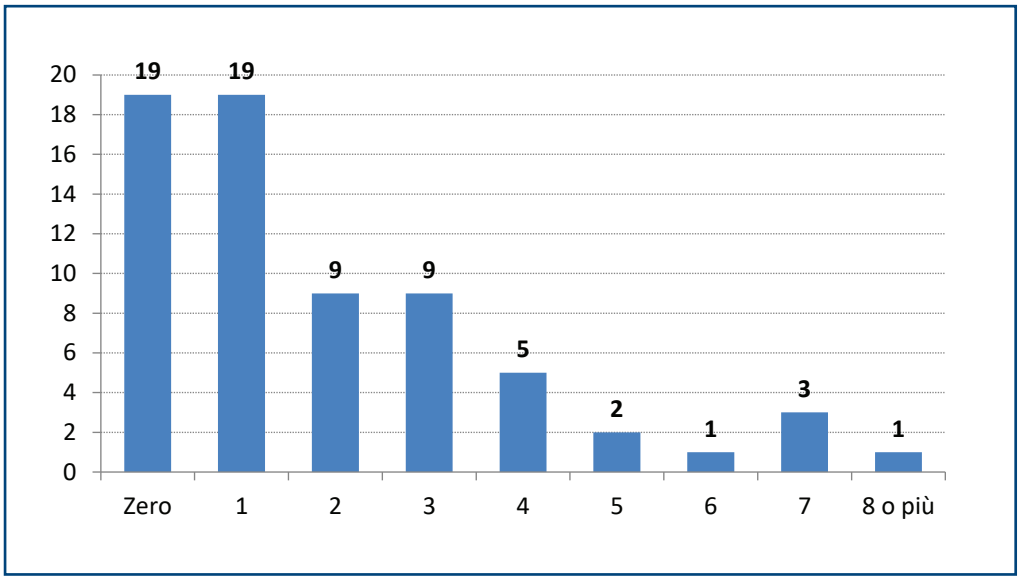


Figura 3.9

Frequenza delle acquisizioni condotte nei tre anni dopo l'IPO. Campione: 68 società quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015. Fonte: bilanci delle imprese

quotate con un'IPO senza raccogliere capitale hanno condotto 19 acquisizioni (quindi in media meno di una a testa) di cui 3 di minoranza.
La Figura 3.10 ci descrive il campione in funzione della rilevanza dell'investimento in operazioni di M&A rispetto al capitale raccolto. Oltre alle 19 IPO che non hanno fatto acquisizioni, osserviamo che 23 imprese hanno destinato a tale strategia meno del 50% di quanto raccolto, 14 imprese hanno destinato più del 50% di quanto raccolto, e addirittura 12 imprese (il 17,6% del campione) hanno investito in M&A più di quanto raccolto, utilizzando anche altre fonti[7]. Il valore più elevato appartiene a Kerself (2006) che ha investito ben 7 volte tanto rispetto a quanto raccolto all'IPO, facendo leva in particolare su ulteriori aumenti di capitale e indebitamento.

[7] Si osserva che alcune acquisizioni sono state effettuate con liquidità, altre acquisizioni con un concambio di azioni, e quindi attraverso aumento di capitale.

La *performance* di mercato nel lungo periodo

L'ultima parte dell'analisi è dedicata all'osservazione dei rendimenti di mercato delle IPO nel lungo termine. È infatti interessante osservare a quali strategie, fra quelle delineate nelle pagine precedenti, è associata una migliore *performance* per gli investitori, nell'arco dei tre anni successivi.
A tal fine utilizzando la metodologia proposta da Ritter (1991) sono stati calcolati per i titoli azionari del campione i rendimenti assoluti (BHR, *buy-and-hold returns*) e i rendimenti diffferenziali rispetto all'indice di mercato FTSE MIB (BHAR, *buy-and-hold abnormal returns*) su un orizzonte fino a tre anni. Fra le 68 IPO del campione, che han-

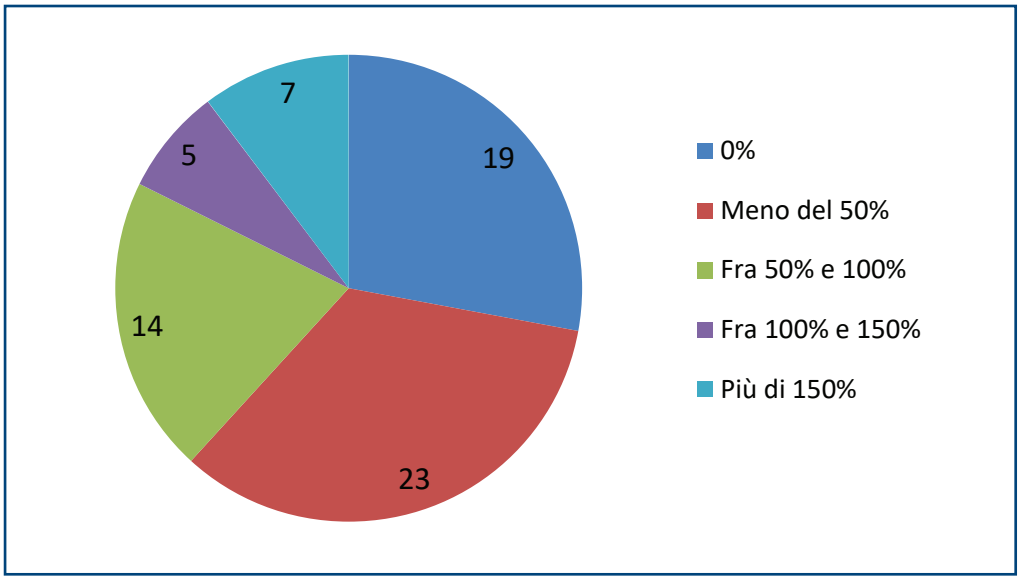


Figura 3.10

Acquisizioni condotte dopo l'IPO: distribuzione del rapporto fra investimento totale in M&A e capitale raccolto in OPS. Campione: 68 società quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015. Fonte: bilanci delle imprese

no raccolto capitale alla quotazione, abbiamo 4 casi di *delisting* prima dello scadere dei tre anni (in tre casi - Guala Closures, Bouty Healthcare e Marazzi Group - legati a offerte pubbliche di acquisto, in un caso - Omnia Network - per fallimento), quindi per queste imprese il rendimento disponibile si ferma alla data di cancellazione dal listino. Ovviamente per le imprese quotate nel 2014 e nel 2015 la *performance* è misurata solo fino a febbraio 2017. Inoltre viene escluso il caso di Banca Italease, ammessa al listino nel 2005, che ha mostrato un andamento del tutto particolare, arrivando a quotare oltre 4 volte il prezzo dell'IPO dopo un anno e mezzo, per poi 'crollare' fino a -40% rispetto all'ingresso in Borsa.
La Tabella 3.5 riporta i valori medi e mediani dei due indicatori per i due principali periodi coperti dall'analisi, ovvero prima della crisi finanziaria globale (dal 2005 al 2008) e dopo la crisi (dal 2009 a 2015). Si può notare come le nuove quotazioni avvenute fra il 2005 e il 2008 abbiano generato rendimenti negativi in valore assoluto. La spiegazione principale sta nel fatto che gran parte delle IPO del campione si sono quotate nel 2006 e nel 2007, proprio a ridosso della crisi finanziaria, e hanno quindi risentito del ciclo negativo borsistico negli anni successivi. La *performance* rimane però negativa anche in termini relativi, rispetto all'indice di mercato, sia per i valori medi, sia soprattutto per i valori mediani (solo il terzo quartile si caratterizza per un rendimento relativo positivo).

Tabella 3.5

***Performance* di mercato assoluta (BHR) e relativa rispetto all'indice FTSE MIB (BHAR) delle OPS e OPVS. Campione: 67 società quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015. Fonte: Borsa Italiana**

2005-2008		1 anno (55 IPO)	2 anni (55 IPO)	3 anni (51 IPO)
BHR (rendimento assoluto)	Media	-16,2%	-28,8%	-43,3%
	Mediana	-25,0%	-44,6%	-57,8%
	Primo quartile	-48,3%	-65,7%	-72,8%
	Terzo quartile	+0,8%	-16,8%	-34,6%
BHAR (rendimento differenziale rispetto all'indice)	Media	-9,1%	-7,8%	-10,1%
	Mediana	-12,1%	-11,0%	-13,2%
	Primo quartile	-29,5%	-29,2%	-31,3%
	Terzo quartile	+0,6%	+7,9%	+4,5%
2009-2015		**1 anno (12 IPO)**	**2 anni (6 IPO)**	**3 anni (4 IPO)**
BHR (rendimento assoluto)	Media	+4,0%	+9,9%	+48,7%
	Mediana	-6,9%	+8,5%	+26,2%
	Primo quartile	-23,3%	-39,4%	+14,5%
	Terzo quartile	+36,3%	+55,1%	+60,3%
BHAR (rendimento differenziale rispetto all'indice)	Media	+9,2%	+10,0%	+39,1%
	Mediana	-8,3%	+4,0%	+12,1%
	Primo quartile	-15,6%	-30,3%	-7,5%
	Terzo quartile	+33,9%	+48,8%	+58,7%

È interessante invece vedere come dal 2009 in avanti in media le IPO che hanno raccolto capitale tramite OPS e OPVS abbiano registrato buoni rendimenti medi e abbiano battuto il mercato, con un rendimento differenziale che dopo un anno è pari a +9,2% in media (sebbene con valore mediano negativo) e che cresce nei mesi successivi con il valore mediano che diventa positivo. Anche il rendimento assoluto medio rimane ampiamente positivo ed è negativo solo per il primo quartile.
A titolo di ulteriore confronto, la Tabella 3.6 evidenzia le *performance* di mercato assolute e differenziali per il gruppo delle OPV, ovvero delle 20 IPO del nostro campione iniziale che non hanno raccolto capitale attraverso emissione di nuove azioni (si veda la Figura 3.2). Il risultato è interessante perché contribuisce a 'sfatare' l'opinione diffusa che questo tipo di operazioni non crei valori per gli investitori di Borsa. I numeri invece dimostrano che il rendimento medio è positivo, in particolare rispetto all'indice di mercato. Il terzo quartile è ampiamente positivo anche in termini assoluti, nonostante il ciclo di Borsa negativo per il primo periodo, mentre i BHAR sono altrettanto positivi.

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

Tabella 3.6

***Performance* di mercato assoluta (BHR) e relativa rispetto all'indice FTSE MIB (BHAR) delle OPV. Campione: 20 società quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015. Fonte: Borsa Italiana**

OPV (2005-2015)		1 anno (20 IPO)	2 anni (18 IPO)	3 anni (15 IPO)
BHR (rendimento assoluto)	Media	+19,1%	-0,1%	+19,5%
	Mediana	+9,1%	-10,1%	+1,2%
	Primo quartile	-10,2%	-36,0%	-22,1%
	Terzo quartile	+53,5%	+29,2%	+52,8%
BHAR (rendimento differenziale rispetto all'indice)	Media	+26,9%	+30,5%	+51,2%
	Mediana	+21,7%	+20,0%	+30,9%
	Primo quartile	-0,2%	-4,1%	+15,2%
	Terzo quartile	+50,8%	+43,4%	+86,0%

Si può quindi affermare che anche le 'matricole' che non raccolgono capitale al momento della quotazione, e che vedono gli azionisti esistenti cedere parzialmente le loro quote, hanno ampio spazio per generare rendimenti di tutto rispetto per gli investitori. In tal caso le fonti di finanziamento degli investimenti derivano esclusivamente da altri canali rispetto all'IPO, e si può quindi supporre che il mercato valuti la capacità di finanziamento delle imprese nel suo complesso, senza limitarsi alla momentanea maggiore disponibilità finanziaria di cui possono godere le imprese oggetto di OPS e OPVS.
Investire in tutte le IPO dal 2009 in avanti è stato quindi un 'buon affare' in media.

Come fatto per le *performance* operative, diventa infine interessante osservare la correlazione fra i rendimenti di mercato e le strategie di impiego del capitale individuate nella ricerca, rispetto ai tre esercizi contabili dopo la quotazione.
La Figura 3.11 mostra i rendimenti differenziali per i due *cluster* di IPO individuati nella precedente Tabella 3.4, ovvero rispetto alla tipologia di impiego prevalente del capitale. Le società che hanno puntato soprattutto sugli investimenti in *asset* immobilizzati sembrano recuperare un iniziale svantaggio rispetto al mercato, ma poi dopo tre anni mostrano un *gap* negativo vicino al 10%. Le imprese che invece puntano di più alla riduzione dei debiti sono più in difficoltà nel breve termine ma poi recuperano velocemente il *gap* e arrivano mediamente a performare meglio del mercato. Come si è visto dall'analisi di bilancio, molte di queste imprese ripristinano abbastanza velocemente la leva del debito dopo la quotazione nell'arco di due anni, e quindi si può pensare che la loro strategia di crescita sia più 'centrata' sul lungo termine rispetto alle imprese che investono da subito dopo l'IPO.
La Figura 3.12 ripropone la stessa analisi distinguendo in funzione dell'indice K / FABB, ovvero in funzione dell'incidenza della raccolta di capitale alla quotazione rispetto al fabbisogno totale di capitale destinato agli impieghi effettuati dopo l'ingresso in Borsa.

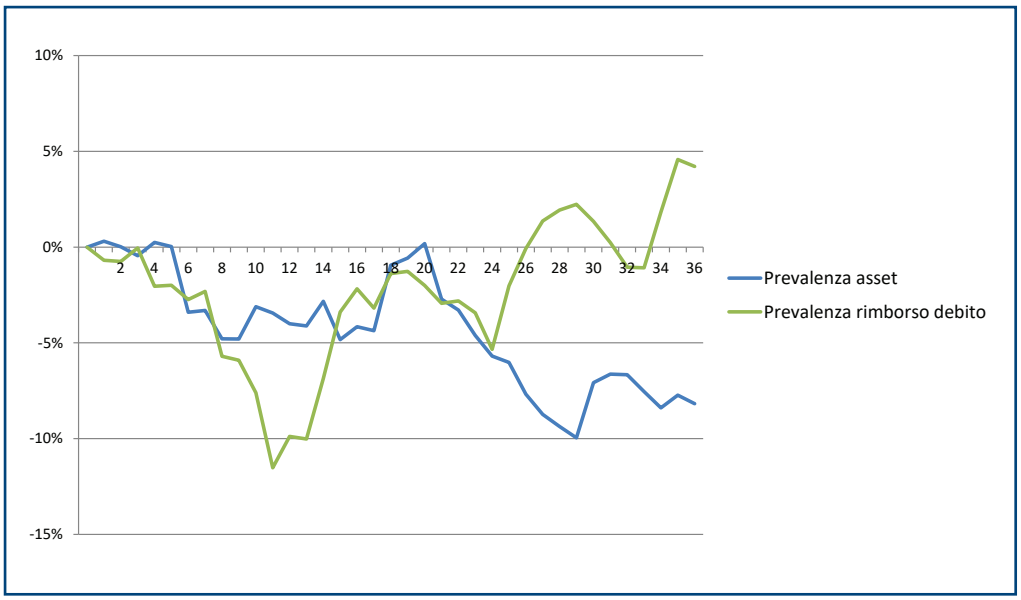
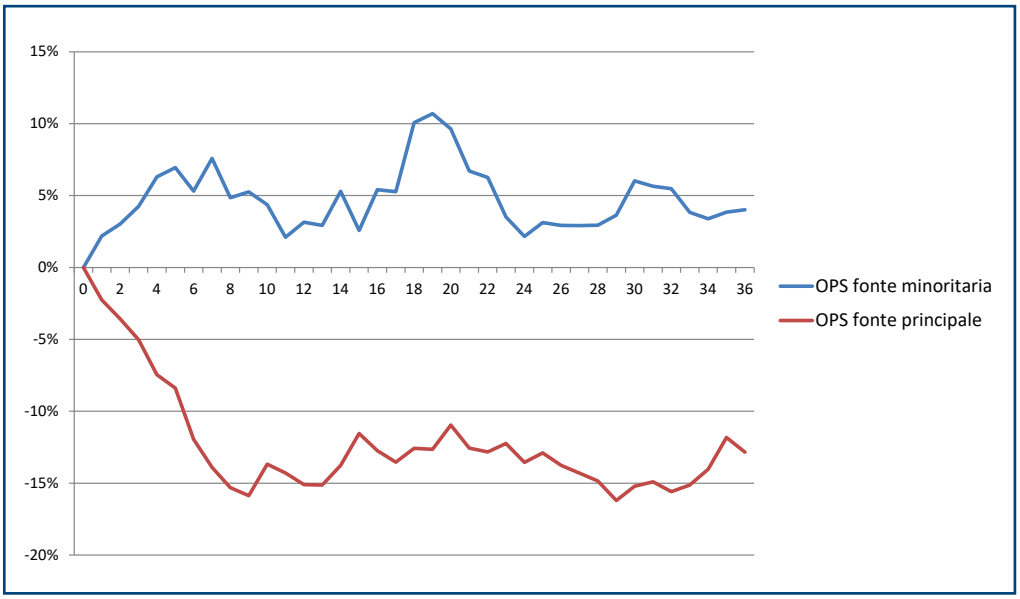


Figura 3.11

Rendimento medio differenziale delle IPO rispetto all'indice (BHAR), in funzione delle strategie di impiego del capitale dopo la quotazione. Campione: 67 società quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015. Fonte: Borsa Italiana

Figura 3.12

Rendimento medio differenziale delle IPO rispetto all'indice (BHAR), in funzione dell'incidenza del capitale raccolto alla quotazione rispetto agli impieghi totali post-IPO. Campione: 67 società quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2015. Fonte: Borsa Italiana



Il risultato è decisamente interessante: le IPO che legano esclusivamente le strategie di finanziamento degli impieghi alla liquidità raccolta alla quotazione sembrano essere penalizzate dal mercato nei tre anni successivi, mentre quelle che dimostrano di saper utilizzare anche altri fonti di finanziamento battono l'indice. È come se il mercato apprezzi il 'cofinanziamento' degli investimenti da altre origini, quali l'accesso al credito, ulteriori aumenti di capitale, o il reinvestimento degli utili. L'evidenza è coerente con l'ipotesi avanzata nella pagina precedente rispetto alle OPV: non conta tanto quanto capitale viene raccolto alla quotazione; è invece premiante la strategia di saper differenziare e diluire il fabbisogno finanziario nel corso del tempo.

Conclusioni

L'analisi proposta in questo capitolo sulle IPO quotate sui listini regolamentati di Borsa Italiana dal 2005 al 2016 evidenzia una serie di implicazioni interessanti e inedite per l'industria dell'*asset management* in Italia.
Innanzitutto si nota che nel nostro Paese le 'matricole' tendono a raccogliere poco capitale all'IPO, e questa tendenza si è rafforzata negli ultimi anni.
In secondo luogo, si evidenziano strategie di investimento del capitale abbastanza diversificate, con imprese che utilizzano il denaro per ridurre il debito, altre che finanziano nuovi investimenti in *asset* fissi, piuttosto che in *asset* intangibili quali l'avviamento da acquisizione. Anche le tattiche sull'impiego delle fonti di capitale sono eterogenee: per alcune 'matricole' il capitale raccolto alla quotazione rappresenta il principale mezzo di finanziamento, mentre per altre è solo un tassello di un disegno complessivo più ampio. Un quarto delle imprese del campione non effettua acquisizioni, mentre alcune di essere arrivano a effettuarne diverse.
Le IPO che hanno raccolto capitale dal 2009 al 2015 mostrano *performance* di mercato positive e battono l'indice generale, così come le OPV. Non si individuano significative differenze nei rendimenti di lungo periodo rispetto alle strategie di utilizzo del capitale, mentre invece si evidenzia un apprezzamento particolare per le IPO che differenziano le proprie fonti di finanziamento (e una penalizzazione per quelle che fanno affidamento più esclusivo al capitale raccolto in OPS).
I risultati di questo lavoro saranno utili anche per la nascente industria legata ai PIR (piani individuali di risparmio), che rappresenta una delle più importanti opportunità nel breve termine per canalizzare risorse finanziarie verso l'economia reale. Da questo punto di vista, saper 'leggere' e interpretare le strategie di investimento del capitale raccolto sul mercato per creare valore consentirà di allocare al meglio le risorse verso le imprese che si dimostreranno più efficienti negli impieghi.

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

4. Un caso di studio

L'analisi proposta nelle pagine precedenti esclude le società che si sono quotate sui listini non regolamentati, come l'AIM Italia. Cionondimeno, anche su questo mercato non mancano casi interessanti di imprese che hanno raccolto capitale per finanziarsi.
In questa sezione viene considerato il caso di Tecnoinvestimenti SpA, società attiva nel campo del *digital trust* e del *credit information*, le cui azioni sono state da poco trasferite a negoziazione sul listino principale.

Tecnoinvestimenti SpA: presentazione e storia

Tecnoinvestimenti SpA si è quotata sul listino AIM Italia nell'agosto 2014 con una capitalizzazione iniziale di € 108,5 milioni a seguito di un'offerta pubblica riservata a soli investitori istituzionali in cui vennero collocati titoli di nuova emissione per € 22,8 milioni. Il 30 agosto 2016 il titolo è stato ammesso a quotazione sul listino principale (segmento STAR), dopo un aumento di capitale che ha consentito di raccogliere denaro per ulteriori € 49,5 milioni.
La società nasce nel 2009 in forma di società a responsabilità limitata. Ad essa vengono conferite da parte del gruppo Tecno Holding alcune partecipazioni industriali (fra cui il 9,2% del capitale di Aeroporti Holding, il 4,7% di Sagat e il 2% di Autostrade Lombarde). Nel 2012 viene decisa la strategia di focalizzare le attività di Tecnoinvestimenti sui servizi alle imprese, con una ristrutturazione delle partecipazioni ad essa funzionale. Nel 2014 l'impresa viene trasformata in società per azioni.
Tecnoinvestimenti è oggi attiva in tre aree di *business*: (1) soluzioni informatiche per posta elettronica certificata (Legalmail) e firma digitale, (2) *credit information management*, con servizi di supporto per la valutazione e il recupero di crediti finanziari (area che ha rappresentato finora la frazione dominante del fatturato), (3) *sales* & *marketing solutions*, ovvero il supporto alle PMI nello sviluppo di attività commerciali all'estero. La terza area di *business* si è concretizzata come opportunità dopo l'acquisizione avvenuta nel 2016 di Co.Mark.

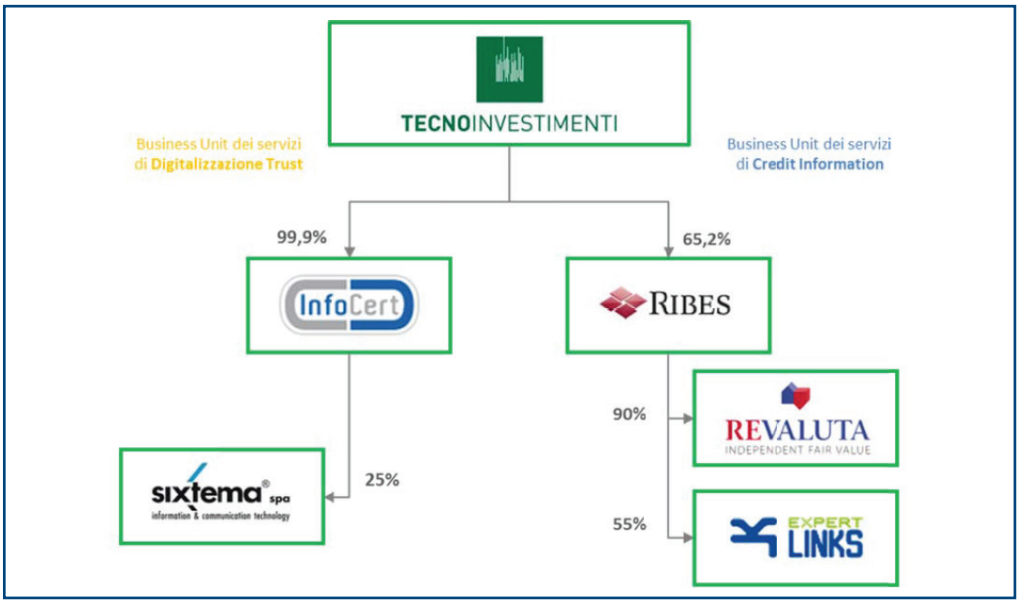
La quotazione in Borsa

Tecnoinvestimenti si è quotata in Borsa sul sistema multilaterale di negoziazioni AIM Italia dopo un *private placement* con un aumento di capitale a pagamento, contestuale all'emissione di massimo 10.700.000 nuove azioni sottoscritte da investitori istituzionali a un prezzo unitario di € 3,40. L'operazione è stata assistita da EnVent SpA quale Nominated Advisor (Nomad) e da Intermonte SIM quale Global Coordinator.
Il documento di ammissione pubblicato in occasione della quotazione in Borsa non riportava informazioni esplicite circa investimenti futuri programmati, ma era evidente l'obiettivo della crescita futura, visto che la società vantava una posizione finanziaria netta negativa, senza debiti da rifinanziare.
Prima della quotazione Tecnoinvestimenti era controllata al 100% da Tecno Holding, proprietaria fra l'altro di Orizzonte SGR. A sua volta la *holding* era posseduta per il 25,9% dalla CCIAA di Torino, per il 14,8% dalla CCIAA di Padova, per il 14,4% da Parcam srl (CCIAA di Milano), per l'8,1% da Holding Camera Srl (CCIAA di Roma, la quale detiene direttamente un altro 3,2%). I rimanenti azionisti 'storici' sono le Camere di Commercio

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

Figura 4.1

Configurazione del gruppo controllato da Tecnoinvestimenti SpA appena prima della quotazione in Borsa (2014). Fonte: documento di ammissione



di altre province.
Tecnoinvestimenti controllava poi altre quattro società (Infocert, che presidia il *business digital trust*, Ribes, attiva nel *credit information*, Re Valuta e Expert Links), come evidenzia la Figura 4.1. Completava il quadro una partecipazione pari al 25% nella società Sixtema, attiva nello sviluppo di *software* e servizi IT.
Il presidente della società era Enrico Salza, mentre l'amministratore delegato era (ed è tuttora) Pier Andrea Chevallard.
Come spesso accade nelle IPO, Tecno Holding e la stessa Tecnoinvestimenti dopo l'IPO si impegnarono a non effettuare, nei 12 mesi successivi alla quotazione, alcuna cessione di titoli dell'impresa né aumenti di capitale (accordo di *lock-up*).

La *performance* operativa e di mercato

Tecnoinvestimenti si è presentata al mercato nel 2014 forte di un risultato nel primo trimestre in significativo progresso rispetto al 2013, con un aumento del 19% del fatturato, un incremento del 65% dell'EBITDA e un utile netto più che raddoppiato. Anche la posizione finanziaria netta era ulteriormente migliorata, con uno *stock* di liquidità aumentato di oltre € 1 milione rispetto al 31/12/2013.
I dipendenti del gruppo erano 358, anch'essi in crescita rispetto al 31/12/2013 (334).
La Tabella 4.1 riporta i principali indicatori contabili per il Bilancio consolidato di Tecnoinvestimenti, prima e dopo l'ingresso in Borsa.

Tabella 4.1

I principali *ratio* contabili per Tecnoinvestimenti SpA. Fonte: bilanci consolidati ufficiali

Valori in migliaia di euro	2013	2014	2015	2016 preliminari
Valore della produzione	64.698	78.113	126.439	147.300
EBITDA	10.295	11.716	25.452	29.700
EBIT	5.631	7.008	16.790	18.100
Utile netto	2.782	4.092	11.069	12.100
Totale attivo	72.394	155.680	202.145	318.065 (3Q)
Patrimonio netto	41.739	67.996	77.194	130.400
Posizione finanziaria netta	-22.860	24.189	46.879	71.200

Prima della quotazione il fatturato era diviso equamente fra le due aree di *business* principali (*digital trust* e *credit information*). Nei mesi successivi il volume d'affari è praticamente raddoppiato grazie alle diverse acquisizioni, e sulla base dei risultati preliminari diffusi a inizio 2017, il 2016 ha confermato la crescita con un valore della produzione consolidato raddoppiato rispetto al 2013. Anche il margine operativo lordo, il margine

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

operativo netto e l'utile netto consolidato mostrano incrementi significativi.
È interessante osservare che prima della quotazione la posizione finanziaria netta risultava negativa (ovvero la liquidità disponibile eccedeva i debiti finanziari) per un importo consistente, ovvero quasi € 23 milioni; negli anni successivi Tecnoinvestimenti ha utilizzato anche la leva del debito per crescere, portando l'indebitamento netto consolidato fino a € 71 milioni al 31/12/2016.
Particolarmente intensa è stata l'attività in ambito M&A con l'acquisizione nel 2014 della maggioranza del capitale di Assicom, Infonet, Creditreform Ticino (con un investimento di oltre € 60 milioni) e l'incremento della partecipazione in Ribes fino al 91%. Nel 2015 viene rilevata la quota di minoranza di Expert Links (poi assorbita da Ribes) e viene incrementata al 95% la partecipazione in RE Valuta, controllata attiva nei servizi di valutazione immobiliare; vengono inoltre acquisite le società GPS, Eco-Mind e Datafin consolidando la presenza sul mercato dei servizi di *credit information* per le microimprese.
Nel dicembre 2015 gli azionisti di Tecnoinvestimenti hanno approvato un aumento di capitale riservato al socio Cedacri, per un massimo del 3% del capitale, nell'ambito di un accordo di collaborazione nel *business*.
Nel 2016 arrivano altre acquisizioni: il 60% di Visura (società che eroga servizi per l'accesso *online* alle piattaforme della Pubblica Amministrazione) con un investimento di € 21,9 milioni e il 70% di Co.mark (per € 33,9 milioni), impresa specializzata nell'erogazione di servizi di *marketing* internazionale attraverso *temporary manager* messi a disposizione dei clienti che intendono rafforzare la propria presenza all'estero. L'operazione viene finanziata con un prestito fruttifero erogato dalla controllante Tecno Holding.
Per quanto riguarda la *performance* di mercato, la Figura 4.2 evidenzia che nel primo periodo di quotazione su AIM Italia il titolo Tecnoinvestimenti ha seguito l'andamento dell'indice di mercato FTSE MIB, con una volatilità abbastanza contenuta. È evidente poi una seconda fase, in coincidenza con lo sbarco sul listino MTA, in cui gli scambi sono aumentati e l'azione si è rivalutata significativamente, generando un *alpha* importante rispetto all'indice. A inizio 2017 è partito un nuovo *rally* che ha portato la *performance* a +55% rispetto alla quotazione iniziale.
Non vanno poi dimenticati i dividendi: nel 2015 i soci hanno ricevuto un dividendo unitario pari a € 0,047, salito a € 0,08 nel 2016. Nel 2017 il CDA proporrà ai soci di distribuire un dividendo pari a € 0,0875.

La quotazione sul listino principale

Nel febbraio 2016 viene avviato il processo di ammissione alle contrattazioni sul listino principale. Innanzitutto, per incrementare il capitale flottante, la controllante Tecno

Figura 4.2
***Performance* del titolo Tecnoinvestimenti sul mercato di Borsa, dalla quotazione al 24 marzo 2017. Confronto con l'indice FTSE MIB e volumi di scambio. Fonte: Borsa Italiana**

Box 4.1

Le stime più recenti di Intermonte SIM su Tecnoinvestimenti

		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
	Fiscal year end	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
PER SHARE DATA (Eu)	Total shares out (mn) - average fd	32	32	46	46	46
	EPS stated fd	0.214	0.348	0.261	0.429	0.474
	EPS restated fd	0.297	0.369	0.343	0.429	0.475
	BVPS fd	2.034	2.435	2.817	3.159	3.538
	Dividend per share (ord)	0.047	0.080	0.076	0.086	0.095
	Dividend per share (sav)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	Dividend pay out ratio (%)	0.0%	-13.5%	-21.0%	-17.6%	-18.2%
CASH FLOW (Eu mn)	Gross cash flow	17	20	25	28	31
	Change in NWC	4	(6)	5	0	0
	Capital expenditure	(4)	(6)	(6)	(6)	(6)
	Other cash items	0	0	0	0	0
	Free cash flow (FCF)	18	8	24	22	25
	Acquisitions, divestments & others	(115)	(3)	(92)	(1)	0
	Dividend	0	(1)	(3)	(4)	(4)
	Equity financing/Buy-back	22	0	48	0	0
	Change in Net Financial Position	(75)	4	(23)	17	21
BALANCE SHEET (Eu mn)	Total fixed assets	126	129	209	206	203
	Net working capital	(0)	6	1	1	1
	Long term liabilities	(9)	(9)	(8)	(7)	(8)
	Net capital employed	117	126	202	200	196
	Net financial position	(52)	(49)	(71)	(54)	(32)
	Group equity	64	77	130	146	164
	Minorities	0	0	0	0	0
	Net equity	64	77	130	146	164
ENTERPRISE VALUE (Eu mn)	Average mkt cap - current	247	247	247	247	247
	Adjustments (associate & minorities)	2	2	2	2	2
	Net financial position	(52)	(49)	(71)	(54)	(32)
	Enterprise value	298	294	317	299	278
RATIOS(%)	EBITDA margin*	17.6%	20.1%	20.2%	23.4%	23.6%
	EBIT margin*	11.9%	13.3%	12.3%	17.8%	18.3%
	Gearing - Debt/equity	81.2%	62.9%	54.6%	36.7%	19.7%
	Interest cover on EBIT	7.8	16.1	17.7	15.8	20.3
	Debt/Ebitda	2.47	1.91	2.39	1.35	0.76
	ROCE*	12.3%	13.4%	9.0%	15.1%	16.8%
	ROE*	10.5%	14.3%	9.3%	13.6%	13.4%
	EV/CE	2.5	2.3	1.6	1.5	1.4
	EV/Sales	2.5	2.3	2.1	1.8	1.5
	EV/Ebit	20.8	17.5	17.5	9.9	8.4
	Free Cash Flow Yield	7.2%	3.3%	9.7%	9.0%	10.4%
GROWTH RATES (%)	Sales	86.3%	4.9%	16.5%	15.4%	5.8%
	EBITDA*	105.6%	20.3%	16.9%	33.6%	6.9%
	EBIT*	154.5%	17.1%	8.0%	66.7%	9.1%
	Net profit	218.0%	62.1%	9.4%	64.4%	10.7%
	EPS restated	103.4%	24.4%	-7.2%	25.2%	10.7%

** Excluding extraordinary items*

Holding ha ceduto una quota pari al 22% del capitale, con una procedura di *accelerated book building* gestita da Intermonte SIM e riservata a investitori istituzionali italiani ed esteri, fra cui il fondo Quamvis Sca Sicav-Fis gestito da Quaestio Capital Management SGR (con una quota del 10% del capitale) e la *holding* di partecipazioni First Capital (salita al 3,27% nella compagine dei soci). È stato poi approvato un aumento di capitale in opzione ai soci esistenti, effettuato nell'estate del 2016: agli azionisti è stata offerta l'opportunità di sottoscrivere 23 azioni ogni 50 possedute al prezzo unitario di € 3,4 (per una raccolta complessiva di € 49,5 milioni). L'aumento si è chiuso con un'adesione altissima, il 99,82%.
Dal 30 agosto 2016 il titolo è quotato sul listino principale di Borsa Italiana, sul segmento STAR.

Le strategie future

Dopo due anni di crescita, il gruppo Tecnoinvestimenti guarda al futuro con la dichiarata strategia di condurre ulteriori acquisizioni, prima in Italia poi all'estero, grazie anche al capitale raccolto con l'ultimo aumento di capitale.
Rispetto all'analisi che è stata condotta nel capitolo precedente sulle IPO del listino principale, la storia di Tecnoinvestimenti si inquadra a pieno titolo nella categoria delle imprese che hanno puntato sulla crescita esterna, utilizzando come leva di finanziamento importante ma non esclusiva la quotazione in Borsa: una strategia che finora il mercato sembra avere apprezzato con convinzione.

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

Bibliografia

Andriansyah, A., Messinis, G., 2015, Intended use of IPO proceeds and firm performance: A quantile regression approach, *Pacific-Basin Finance Journal*, 36, pp. 14-30.

Ben Amor, S., Kooli, M., 2017, Intended use of proceeds and post-IPO performance, *The Quarterly Review of Economics and Finance,* forthcoming.

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

Bessler, W., Schneck, C., Zimmermann, J., 2015, Growth Strategies of Initial Public Offerings in Europe, working paper.

Bonaventura, M., Giudici, G., 2016, Le operazioni di fusione e acquisizione post-quotazione: l'evidenza empirica italiana, *Bancaria* 3, pp. 22-43.

Bonaventura, M., Giudici, G., 2017, IPO valuation and profitability expectations: evidence from the Italian exchange, *Eurasian Business Review*, forthcoming.

Brau, J.C., Couch, R.B., Sutton, N.K., 2012, The desire to acquire and IPO long-run underperformance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47(3), pp. 493-510.

Brau, J.C., Fawcett, S.E., 2006, Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice, *Journal of Finance* 61 (1), pp. 399-436.

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, *Journal of Finance* 52 (5), pp. 1791-1821.

Celikyurt, U., Sevilir, M., Shivdasani, A., 2010, Going public to acquire: The acquisition motive for IPOs, *Journal of Financial Economics* 96, pp. 345–363.

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.

Chemmanur, T.J., He, S., Nandy, D.K., 2009, The going-public decision and the product market, *Review of Financial Studies* 23(5), pp. 1855-1908.

Clark, K., Ofek, E., 1994, Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29(04), pp. 541-565.

Cumming, D., Hass, L.H., Schweizer, 2014, The fast track IPO - success factors for taking firm public with SPACs, *Journal of Banking & Finance* 47, pp. 198-213.

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.

Gao, X., Ritter, J.R., Zhu, Z., 2013, Where Have All the IPOs Gone?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48(6), pp. 1663-1692.

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.

Healy, P.M., Palepu, K.G., Ruback, R.S., 1992, Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics* 31(2), pp. 135-175.

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

Holmström, B., Tirole, J., 1993, Market liquidity and performance monitoring, *Journal of Political Economy* 101, pp. 678-709.

Hovakimian, A., Hutton, I., 2010, Merger-Motivated IPOs, *Financial Management* 39, pp. 1547–1573.

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

Jain, B.A., Kini, O., 2008, The Impact of Strategic Investment Choices on Post-Issue Operating Performance and Survival of US IPO Firms, *Journal of Business Finance & Accounting* 35(3-4), pp. 459-490.

Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3(4), pp. 305-360.

Kim, W., Weisbach, M.S., 2008, Motivations for public equity offers: An international perspective, *Journal of Financial Economics* 87(2), pp. 281-307.

Maksimovic, V., Pichler, P., 2001, Technological Innovation and Initial Public Offerings, *Review of Financial Studies* 14(2), pp. 459-494.

Mikkelson, W.H., Partch, M., Shah, K., 1997, Ownership and Operating Performance of Companies That Go Public, *Journal of Financial Economics* 44(3), pp. 281-307.

Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L., 1998, Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, *Journal of Finance* 53(1), pp. 27-64.

Rajan, R., 1992, Insiders and Outsiders: the choice between informed an arm's lenght debt, *Journal of Finance* 47, pp. 1367-1400.

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

Stoughton, N.M., Wong, K.P, Zechner, L., 2001, IPOs and product quality, *Journal of Business* 74, pp. 375-408.

Stoughton, N.M., Zechner, L., 1998, IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 49, pp. 45-77.

Teoh, S.H., Welch, I., Wong, T.J., 1998, Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 53(6), pp. 1935-1974.

Van Bommel, J., Vermaelen, T., 2003, Post-IPO capital expenditures and market feedback, *Journal of Banking & Finance* 27(2), pp. 275-305.

Zingales, L., 1995, Insider ownership and the decision to go public, *Review of Economic Studies* 62, pp. 425-448.

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

Appendice:
il campione delle IPO italiane analizzate (2005-2016)

Anno	Impresa	Listino	Tipo offerta	Liquidità raccolta (milioni EUR)
2005	IGD	MTA	OPS	152,25
2005	SAVE	MTA	OPS	160,31
2005	Toro Assicurazioni	MTA	OPV	-
2005	Banca Italease	MTA	OPVS	144,19
2005	Marr	MTA	OPV	-
2005	Monti Ascensori	Expandi	OPVS	7,88
2005	Bioera	Expandi	OPVS	14,44
2005	Anima SGR	MTA	OPVS	16,49
2005	Guala Closures	MTA	OPVS	79,80
2005	Tamburi Investment Partners	Expandi	OPS	90,00
2005	Caleffi	Expandi	OPVS	7,00
2005	Eurotech	MTA	OPVS	25,31
2005	Safilo Group	MTA	OPVS	315,07
2005	Eurofly	MTA	OPVS	39,85
2005	Apulia Prontoprestito	Expandi	OPS	35,20
2006	Kerself	Expandi	OPVS	9,00
2006	Marazzi Group	MTA	OPVS	73,62
2006	Ansaldo STS	MTA	OPV	-
2006	EEMS	MTA	OPVS	77,90
2006	Saras	MTA	OPVS	359,90
2006	Nice	MTA	OPVS	34,19
2006	Pierrel	Expandi	OPS	24,00
2006	Noemalife	Expandi	OPS	9,00
2006	Bolzoni	MTA	OPVS	13,62
2006	Antichi Pellettieri	Expandi	OPVS	23,31
2006	Piaggio & C.	MTA	OPV	-
2006	Valsoia	Expandi	OPV	-
2006	Arkimedica	Expandi	OPVS	26,88
2006	Polynt	MTA	OPV	-
2006	Elica	MTA	OPVS	97,47
2006	Poltrona Frau	MTA	OPVS	18,72
2006	Banca Generali	MTA	OPV	-
2006	Gas Plus	MTA	OPVS	95,63
2006	Ascopiave	MTA	OPS	167,22
2006	Cobra	MTA	OPVS	41,40
2006	Cogeme Set	Expandi	OPVS	17,89
2007	Omnia Network	MTA	OPVS	30,00
2007	Biancamano	Expandi	OPS	39,20
2007	Toscana Finanza	Expandi	OPVS	22,95
2007	Aicon	MTA	OPVS	36,90
2007	Servizi Italia	Expandi	OPVS	32,61
2007	Conafi Prestitò	Expandi	OPVS	82,50
2007	Prysmian	MTA	OPV	-
2007	D'Amico	MTA	OPVS	73,48
2007	Mid Industry Capital	MTA	OPS	98,80

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

Anno	Impresa	Listino	Tipo offerta	Liquidità raccolta (milioni EUR)
2007	IW Bank	Expandi	OPVS	32,13
2007	Gruppo Mutuionline	MTA	OPV	-
2007	Zignago Vetro	MTA	OPV	-
2007	RDB	MTA	OPS	67,32
2007	Landi Renzo	MTA	OPVS	50,00
2007	Screen Service Broadcasting Tech.	Expandi	OPVS	18,32
2007	Enia	MTA	OPVS	207,45
2007	Cape LIVE	MTA	OPS	31,92
2007	Diasorin	MTA	OPV	-
2007	Pramac	Expandi	OPVS	12,34
2007	Aeffe	MTA	OPVS	77,90
2007	B&C Speakers	Expandi	OPVS	5,00
2007	SAT Aeroporto Toscano G. Galilei	MTA	OPVS	24,18
2007	Bialetti Industrie	MTA	OPVS	37,50
2007	RCF Group	Expandi	OPVS	22,40
2007	Bouty Healthcare	Expandi	OPS	14,56
2007	Piquadro	Expandi	OPV	-
2007	Damiani	MTA	OPVS	73,85
2007	Maire Tecnimont	MTA	OPVS	62,99
2007	Gruppo il Sole 24 Ore	MTA	OPS	209,57
2008	Investimenti e Sviluppo Med.	MTA	OPS	49,71
2008	MolMed	MTA	OPS	56,15
2008	Rosss	Expandi	OPVS	2,88
2008	Best Union Company	Expandi	OPVS	10,91
2008	Enervit	Expandi	OPVS	3,60
2008	Ternienergia	Expandi	OPS	5,59
2009	Yoox	MTA	OPVS	26,83
2010	Tesmec	MTA	OPVS	11,55
2010	Enel Green Power	MTA	OPV	-
2011	Italy1 Investment	MIV	OPS	150,00
2011	Salvatore Ferragamo	MTA	OPV	-
2012	Brunello Cucinelli	MTA	OPVS	62,00
2013	Moncler	MTA	OPV	-
2013	Space	MIV	OPS	130,00
2013	Moleskine	MTA	OPVS	27,60
2014	Anima Holding	MTA	OPV	-
2014	Finecobank	MTA	OPV	-
2014	Fincantieri	MTA	OPS	351,00
2014	Cerved Information Solutions	MTA	OPVS	229,47
2014	RAI Way	MTA	OPV	-
2015	Banzai	MTA	OPS (solo istituzionali)	54,00
2015	OVS	MTA	OPVS	356,70
2015	Massimo Zanetti Beverage	MTA	OPVS	73,08
2015	Inwit	MTA	OPV	-
2015	Banca Sistema	MTA	OPVS	37,50
2015	Aeroporto Guglielmo Marconi BO	MTA	OPVS	29,25
2015	Space2	MIV	OPS	300,00
2015	Poste Italiane	MTA	OPV	-
2015	Openjobmetis	MTA	OPVS	19,14
2016	Coima RES	MTA	OPS	215,00
2016	Technogym	MTA	OPV	-
2016	ENAV	MTA	OPV	-

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, Gabrio Cetti Serbelloni.

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 un orientamento specifico 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, assicurazioni, 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 2017 © Intermonte SIM Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale
Stampa: Graphic srl, Milano