

Cambia lo scenario in seguito a Basilea2

Quotazione in borsa anche per le PMI?

La quotazione in Borsa e le PMI

Lo scenario in cui dovranno agire le imprese (in particolare le italiane) è caratterizzato da prospettive di credito tendenzialmente più restrittive ed onerose (Basilea 2) e da crescenti necessità di finanziare investimenti e circolante per restare sul mercato e, se possibile, svilupparsi in modo sempre più competitivo.

La quotazione in Borsa può consentire all'impresa, che ovviamente decide di farlo, di ottenere i capitali necessari al proprio sviluppo [sia nel momento iniziale della quotazione stessa, sia nei momenti successivi, quando a fronte di nuove prospettive ed opportunità si richiedessero ulteriori capitali]; inoltre l'azienda che avesse deciso di accedere al mercato finanziario, dovrà risolvere anche le altre carenze che eventualmente avesse in termini di requisiti tecnici e sostanziali [ad es.: trasparenza, assetto amministrativo, controllo di gestione, management, certificazione...]. Questo assetto (di mezzi finanziari e strutture interne) a sua volta porterà ulteriore capacità di credito ordinario [in quanto, in relazione all'attuazione degli accordi di Basilea 2, tale azienda avrà certamente un elevato rating (cioè merito di credito)].

Quotarsi in Borsa (a nostro avviso e potendolo fare) costituisce senza alcun dubbio la soluzione ottimale ai temi in discussione relativi alla capitalizzazione delle imprese.

Nel seguito vogliamo fornire, in particolare ad imprese ed imprenditori, alcune informazioni di base ed alcuni spunti per una pratica riflessione sul tema della quotazione.

di Sergio Corbi



Sergio Corbi

La dimensione dell'azienda e l'entità dell'Offerta Pubblica che genera il flottante

Si ritiene normalmente che una azienda **piccola** non possa accedere alla quotazione in Borsa; ciò è concettualmente vero, ma certo è necessario capire molto bene cosa significa **piccolo**, onde evitare di autoescludersi appunto dalla grande opportunità della quotazione per un errore di valutazione, considerando **piccola** un'azienda che non lo è.

Definire la dimensione minima di una azienda perché essa possa essere quotata non è semplice né tanto meno automatico (o meccanico, ad es.: osservando semplicemente qualche "grandezza" dell'azienda stessa); richiede piuttosto un'attenta analisi di diversi fattori e della loro evoluzione e combinazione dinamica.

Molti considerano che un elemento chiave, e di per sé numericamente discriminante, sia il fatturato annuo dell'azienda. E' un grave errore: la dimensione concerne il **valore** del

capitale economico della società prima dell'Offerta Pubblica.

A sua volta il valore della società dipende (ovvero è funzione) dalla capacità dell'azienda di produrre reddito e flussi di cassa e dall'indebitamento finanziario della società. Inoltre il valore, come sopra definito, dovrà essere confrontato con l'entità dei capitali che si intende richiedere al mercato; di qui le opportune considerazioni: **a)** sull'entità del flottante (che potrebbe essere insufficiente e dunque l'azienda sarebbe da considerare al di sotto della soglia minima dimensionale); **b)** sulla quota che residua ai soci proponenti (i vecchi azionisti) del capitale sociale finale (post Offerta Pubblica), che potrebbe essere non gradita (cioè troppo piccola rispetto all'entità dei capitali raccolti che, magari, sono più che sufficienti in termini di flottante). Anche questa considerazione impatta sulla dimensione minima dell'azienda ante quotazione.

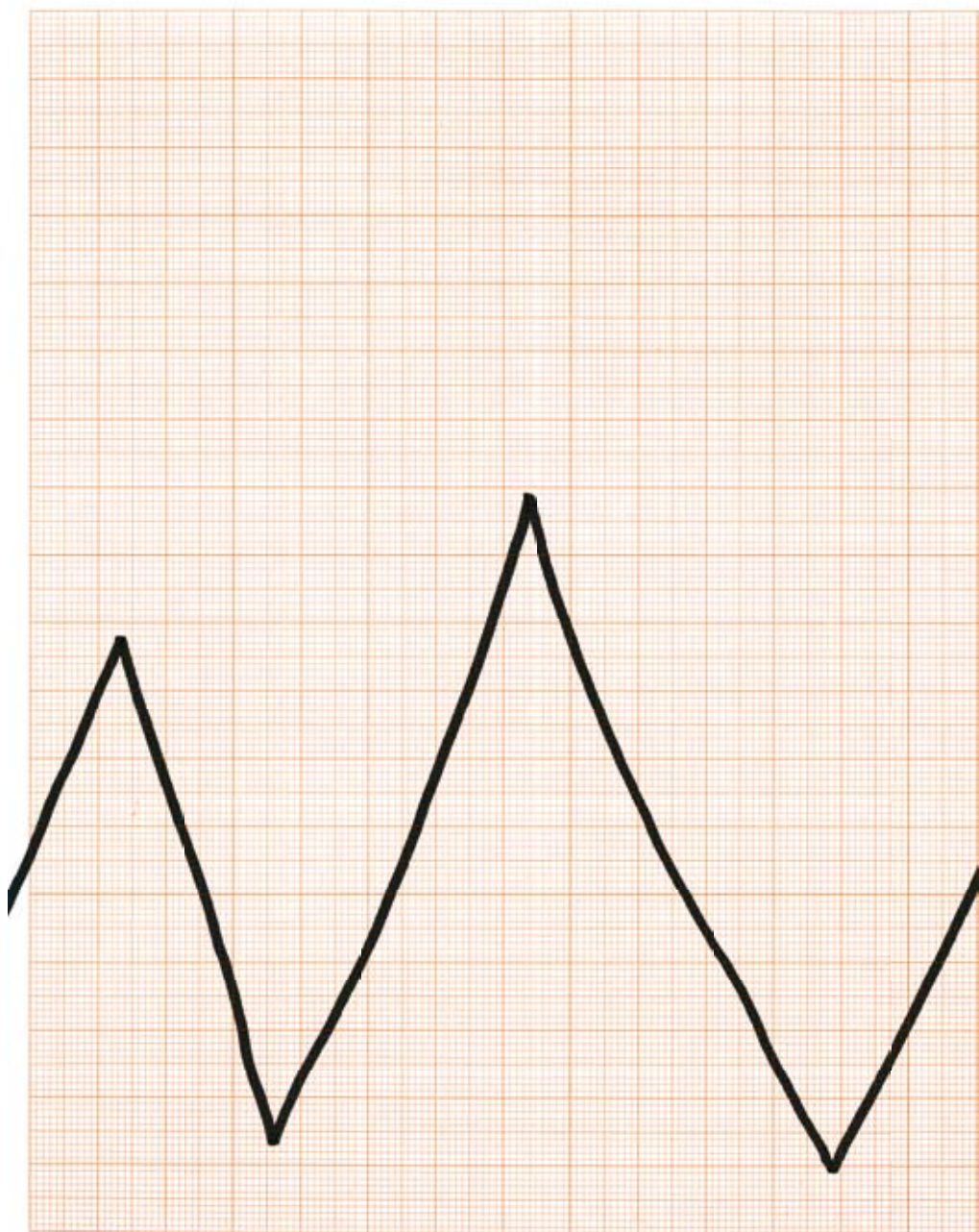
Ne discende che la dimensione in questione non è solo un concetto per così dire matematico (o aritmetico) ma è anche relativo alle aspettative dei soci proponenti: dunque non è un concetto fisso (assoluto), ma relativo. Alcuni esempi numerici possono chiarire quanto sopra:

1. sia il valore di una società ante Offerta Pubblica stimato in 50 mil. € [sulla metodologia di calcolo si dirà nel seguito]; sia richiesto al mercato un Aumento di Capitale [OPS - Offerta Pubblica di Sottoscrizione] di 25 mil. €; avremo che: il flottante che verrebbe a

crearsi può ritenersi sufficiente [sia per il regolamento di un determinato mercato di quotazione sia per l'intermediario che accetta l'incarico di effettuare l'Offerta stessa]; inoltre ai soci proponenti resterebbe, post Offerta Pubblica, il 66% del Capitale Sociale $66\% = [50/(25 + 50)] \times 100$.

Se per i soci questo è accettabile, allora concludiamo che la società non è troppo piccola e può aspirare alla quotazione [per questo aspetto della dimensione].

2. Sia il valore della società pari a 12 mil. €; sia l'Offerta Pubblica pari a 12 mil. €. Se l'intermediario ritiene che, per uno specifico mercato, il flottante che si creerebbe è sufficiente e se i soci promotori della quotazione ritengono per loro accettabile residuare con il $[(12) / (12 + 12)] \times 100 = 50\%$, ancora la dimensione dell'azienda è accettabile e l'operazione possibile.
3. Sia il valore pari a 8 mil. €; sia l'Offerta Pubblica pari a 12 mil. €. Per un certo mercato il flottante può essere sufficiente, per i soci proponenti occorre valutare se ritengono o meno accettabile residuare con $[(8) / (8 + 12)] \times 100 = 40\%$ se è accettabile, allora l'azienda non è troppo piccola; se non è accettabile, allora l'azienda è *troppo piccola*.
4. Riprendendo il caso n° 3, supponiamo che i vecchi soci siano disponibili alla quotazione della loro società che valga 8 mil. €, ma vogliono mantenere il 60% del Capitale post Offerta Pubblica, che quindi allo scopo riducono a 5,3 mil. € [ridimensionando quindi il progetto di investimento e di sviluppo, che appunto richiederà minori risorse rispetto al caso precedente]; avremo una quota di capitale pari a $[(8) / (8 + 5,3)] \times 100 = 60\%$ ma un flottante di 5,3 mil. €, che (quasi certamente) sarà ritenuto insufficiente per qualunque mer-



cato (italiano) dall'intermediario [in senso pratico più che normativo, in quanto si giudicherebbe scarso il flottante perché possa generarsi un mercato normale del titolo. Dunque l'azienda, in questo caso, sarebbe troppo piccola per la quotazione].

E' dunque importante innanzitutto conoscere quale è la dimensione del Flottante minimo perché venga assunto materialmente dall'intermediario l'incarico di effettuare l'Offerta Pubblica.

Considerando l'interesse per l'argomento delle PMI in particolare, ed analizzando il limite minore in assoluto dell'Offerta Pubblica in Italia, il valore minimo più comunemente accettabile è un'Offerta che sia non inferiore a 10/12 mil. € [con punte anche inferiori per alcuni intermediari]. Tale circostanza, che è di grande importanza per le PMI, è valida certamente per il mercato Expandi di Borsa Italiana. Tenuto conto di questo riferimento, che ovviamente deve trovare



riscontro nei mezzi finanziari da investire nel progetto di sviluppo che l'impresa intende realizzare, l'imprenditore proponente deve decidere che percentuale di capitale intende mantenere post quotazione ed Offerta Pubblica; ad es.: sia esso non inferiore al 60%, nel qual caso la sua azienda deve avere un Valore (VAL) ante Offerta almeno di:

per OPS = 10 mil. €
 $VAL = 10 [(60\%) / 40\%] = 15 \text{ mil. €}$
 per OPS = 12 mil. €
 $VAL = 12 [(60\%) / 40\%] = 18 \text{ mil. €}$

Es: se si desidera avere post operazione non meno del 40% del Capitale, l'azienda deve avere ante operazione un Valore di almeno:

per OPS = 10 mil. €
 $VAL = 10 [40\% / 60\%] = 7 \text{ mil. €}$
 per OPS = 12 mil. €
 $VAL = 12 [40\% / 60\%] = 8 \text{ mil. €}$
 Ora se l'azienda vale ad es. 10 mil. €, i soci non faranno l'operazione sul primo caso [giudicando la loro azienda troppo piccola, perché lascia a loro una quota di capitale non accettabile]; nel secondo caso faranno

l'operazione, giudicando l'azienda (la stessa) non troppo piccola, infatti lascia a loro una quota di capitale che essi ritengono accettabile.

E' importante per completezza precisare che, per semplicità di esposizione, abbiamo identificato l'Offerta Pubblica che crea il flottante di Borsa (meglio nota come Offerta Globale) con l'OPS (cioè un Aumento di Capitale della società offerta in sottoscrizione al mercato). In effetti, è possibile realizzare in aggiunta una OPV (cioè una offerta di vendita di azioni preesistenti a cura dei vecchi soci). La precisazione è importante ai fini dell'entità dell'Offerta Pubblica. Nel caso ci fosse anche una OPV, è ovvio che aumenterebbe il flottante ma diminuirebbe la quota di capitale dei soci; per il resto i concetti non cambiano. Tuttavia osserviamo che motivi di opportunità si consiglia di non effettuare OPV in operazioni di Offerta Pubblica di ridotte dimensioni (come in argomento).

Ciò premesso occorre affrontare il tema del valore dell'azienda (cioè del 100% del suo Capitale Economico) ante Offerta Pubblica, che è l'elemento fondamentale per poter fare i calcoli precedenti.

Il tema del valore in questione è, come noto, molto complesso in generale, peraltro non vi sono teorie univoche, ma diversi metodi di calcolo, per diverse motivazioni ed applicazioni del valore, per diversi soggetti interessati. Qui vogliamo solo dare un sintetico indirizzo per una comprensione di primo impatto del valore, come esso grossomodo può essere interpretato dal mercato finanziario, a cui, nell'analisi in questione, sarebbe diretta l'Offerta di vendita dei titoli (nuovi o vecchi che siano).

Il mercato finanziario valuta l'azienda in sostanza con due metodologie: moltiplicatori e flussi di cassa scontati.

Il sistema dei moltiplicatori consiste nello stimare il valore della società un numero k di volte alcune grandez-

ze di bilancio; ad esempio l'Ebitda (cioè l'utile prima di ammortamenti e accantonamenti): la formulazione è $EV/Ebitda = k$ dove k è appunto il moltiplicatore ed EV è uguale alla somma del Valore cercato più i debiti finanziari della società (cosiddetta Posizione Finanziaria Netta). L'entità di k è dedotta dal mercato finanziario in relazione alle quotazioni di società già quotate, in particolare quelle affini (per prodotti, dimensioni...) di quella oggetto di valutazione.

E' una tecnica valutativa sostanzialmente comparativa per il mercato, ove l'offerta della società quotanda si trova a competere con altre opportunità di investimento.

E' una tecnica molto utilizzata dagli investitori finanziari in quanto semplice da applicare e conservativa in termini di valore (cioè, nella norma, favorevole all'acquirente, e non alla Società offerente).

Caratteristica di questo sistema (che potremmo definire di valutazione indiretta) è la forte dipendenza dal mercato e dal suo andamento; se la borsa è depressa i moltiplicatori sono bassi e viceversa [il piano evolutivo e specifico dell'azienda non è tenuto di fatto in alcun conto con questo sistema].

L'altro metodo, consiste nello stimare il Valore dell'azienda come sommatoria dei valori attuali (per un certo numero di anni, es. 5) dei flussi di cassa netti prodotti (in via previsionale) dalla società, a cui si deve aggiungere il valore attuale del valore terminale e sottrarre la Posizione Finanziaria Netta.

I flussi di cassa netti sono calcolati anno per anno di previsione partendo dall'utile prima degli interessi passivi e da oneri e proventi straordinari (EBIT), sottraendo le uscite di cassa per le imposte e tasse, aggiungendo i costi non monetari (quali ammortamenti) e aggiungendo algebricamente le uscite o le entrate di cassa per investimenti / disinvestimenti,

partite finanziarie e assorbimento di circolante. Il Valore Terminale è la rendita perpetua del flusso di cassa stimato normale nell'ultimo anno di attualizzazione (es. al quinto anno). Il tasso di attualizzazione è calcolato considerando sia i rendimenti di mercato che il costo del denaro per la società. In altri termini è un metodo (piuttosto complesso e da far applicare certamente da un esperto) che considera in modo diretto e specifico l'azienda in esame ed il suo Piano Industriale di sviluppo.

Nell'operazione di quotazione vengono in effetti utilizzati entrambi i metodi per la definizione del prezzo dei titoli offerti (rapporto tra valore della società e numero di titoli esistenti ante Offerta stessa).

In primissima approssimazione utilizzando il metodo dei moltiplicatori si può avere un'idea del valore dell'azienda [i valori di k sono generalmente disponibili] in modo semplice. Naturalmente anche l'applicazione effettiva di questa metodologia richiederà, in fase operativa, specifiche competenze tecniche, in quanto anche questo metodo presenta alcune complessità tecniche e sfumature che possono avere influenza anche notevole sul valore finale.

Da quanto sopra esposto emerge che valutare della quotabilità di una azienda non è proprio semplice e non vi sono metodi automatici per concludere se sia possibile o no; lo stesso problema della dimensione minima non può trovare un'automatica soluzione; occorre ben analizzare i diversi aspetti di ciascuna azienda, e non è possibile generalizzare, tanto meno se i confini da esplorare presentano dubbi da risolvere con precisione [es. è quotabile una società che fa oggi 8 mil. € di fatturato?].

Per avere una chiara visione della quotabilità di una società, e dei molti altri temi che devono accuratamente essere valutati, come brevemente si dirà, occorre che gli azionisti pro-

motori e il management aziendale conducano un dettagliato Studio di Fattibilità aiutati in ciò dal loro consulente di fiducia [cosiddetto Advisor], che è bene sia un professionista specializzato ed indipendente non legato cioè in alcun modo a nessun intermediario finanziario (Banca o SIM), altrimenti vi sarebbero profondi conflitti di interesse ove si potrebbe perdere serenità di giudizio a danno dell'azienda e degli azionisti promotori [ricordo che tra i costi di quotazione quello dello Sponsor e del consorzio di collocamento (cioè degli intermediari finanziari che offrono l'operazione al mercato) costituisce una quota molto rilevante del costo totale della quotazione].

Lo Studio di Fattibilità della quotazione in Borsa di un'azienda e dell'offerta dei titoli al mercato, è un'attività fondamentale da realizzare prima di avviare un processo importante ed impegnativo come quello in parola.

Nell'ambito dello Studio di Fattibilità vengono svolte diverse attività:

- 1) analisi del valore della società [si aiuta qui la società alla migliore definizione analitica del suo business plan e del suo progetto di sviluppo (che è l'elemento chiave della quotazione); si formula un modello elettronico simulativo della realtà economico finanziaria e patrimoniale della società per una analisi dinamica del valore e si perviene ad una stima possibile del range di valore dell'azienda nel momento corrente e nel divenire all'atto dell'Offerta Pubblica];
- 2) dal modello precedente si individua l'ammontare degli investimenti richiesti dal piano e del capitale circolante che sarà necessario;
- 3) si determinano uno o più scenari di Offerta Globale di titoli e si discute con la proprietà [sia nell'ottica aziendale che nei risvolti

personali dell'azionista proponente] e si arriva alla condivisione della struttura dell'offerta e quindi del prevedibile assetto finale dell'azionariato;

- 4) si analizza lo stato della società in relazione ai requisiti richiesti dalla normativa ed ai contenuti sostanziali, quali attitudine a produrre reddito, patrimonialità, flottante, caratteristiche dei titoli, struttura finanziaria, certificazione e, poi ancora, adeguatezza della struttura amministrativo-contabile, del controllo interno, del controllo di gestione, della gestione finanziaria, dell'assetto manageriale, dell'adeguatezza dello Statuto Sociale e così via; si definiscono quindi le criticità aziendali ed i percorsi da realizzare per superarle attraverso i necessari interventi interni (ove naturalmente possibile);
- 5) vengono fornite al management e alla proprietà tutte le informazioni e le spiegazioni necessarie ad una conoscenza degli obblighi che la quotazione comporta, dei comportamenti da seguire, sulla corporate governance, sul ruolo dei diversi attori che intervengono nell'operazione e sul contenuto di tutte le attività da svolgere, al fine che si abbia una completa consapevolezza del processo e dello status di società quotata che si intende acquisire;
- 6) si analizzano le possibili impostazioni di una serie particolare di attività, quali: patti di sindacato; delibere di acquisto di azioni proprie; codici di comportamento; corporate governance; assetti fiscali; assetto del patrimonio netto; stock-option e così via;
- 7) si determina il piano temporale possibile del progetto con tutte le attività da svolgere in ogni tempo e si formula una stima del budget dei costi dell'operazione e dei tempi in cui essi saranno sostenuti;

- 8) si confronterà il progetto definito con alcuni possibili Sponsor ed anche con gli organi di controllo del mercato, per verificarne la validità da punti di vista esterni all'azienda ed all'Advisor che assiste l'Azienda.

La quotazione in Borsa e l'Offerta Pubblica di titoli può costare circa il 10% del valore raccolto, per un'operazione di offerta di circa 12/15 mil. €; quindi per l'azienda ed i soci proponenti è un investimento importante in valore assoluto, dunque da studiare, comprendere e condividere in ogni suo aspetto onde poterlo programmare e dominare il più possibile; questo è appunto lo scopo dello studio di fattibilità realizzato per l'azienda dal proprio Consulente (che sarà un aziendalista, con competenze di organizzazione, finanza aziendale e diritto societario, controllo di gestione, calcolo economico, redazione di business plan aziendali, normative dei mercati finanziari e funzionalità degli stessi, quindi dell'iter di ammissione in Quotazione e di Offerta Pubblica). Se dallo Studio condotto con l'azienda si perviene ad un progetto possibile, condiviso e accettato dalla proprietà, si potrà passare alla sua realizzazione. Dunque vi saranno le seguenti fasi logiche di attività:

- 1) realizzazione di eventuali interventi all'interno della società preliminari alla quotazione (organizzativi, societari...);
 - 2) predisposizione della documentazione necessaria a formulare le istanze di ammissione in Quotazione ed autorizzazione ad effettuare l'Offerta Pubblica;
 - 3) fasi istruttorie per Borsa Italiana e CONSOB, cioè col gestore del mercato e con l'autorità di controllo;
 - 4) fase di Offerta Pubblica e materiale capitalizzazione e formazione del flottante;
 - 5) Start-up delle negoziazioni.
- Il consulente (Advisor del processo

di quotazione) sarà anche il responsabile del progetto e della sua ottimale esecuzione nei confronti dell'azienda e dei suoi azionisti; egli, d'accordo con l'azienda, formerà e guiderà in tutte le fasi ed attività prima elencate l'equipe di professionisti che saranno coinvolti nel progetto: legali, revisori, comunicatori, sponsor, altri eventuali consulenti tecnici (fiscali, di organizzazione, ...).

Naturalmente saranno negoziati condizioni contrattuali, anche con gare tra più possibili fornitori dei diversi servizi, per ottenere le migliori prestazioni ai prezzi più competitivi.

L'altro ruolo fondamentale nel processo di quotazione è quello dello Sponsor e del Global Coordinator, che è istituzionalmente una Banca o una SIM (essendo l'Offerta Pubblica una attività protetta e codificata in modo specifico); egli è in sostanza il garante dell'operazione di quotazione ed Offerta Pubblica nei confronti del mercato, di cui tutela gli interessi, così come l'Advisor è garante dell'operazione verso l'azienda ed i soci promotori, di cui tutela gli interessi. Spesso lo Sponsor è anche l'organizzatore del Consorzio di Collocamento dei titoli offerti della società e Global Coordinator dell'offerta ed ha anche ruoli operativi ed esecutivi nel collocamento e vendita dei titoli.

La creazione del Mercato Espandi da parte di Borsa Italiana S.p.A. consente di quotarsi, e così capitalizzarsi direttamente con il mercato finanziario, anche alle cosiddette Piccole e Medie Imprese, che desiderano farlo e ne hanno, o si mettono in condizioni di avere, i requisiti necessari. Di qui l'importanza anche per aziende di non grandi dimensioni di prendere (almeno) in considerazione questa ottimale fonte di capitalizzazione e di valutare se possono accedervi o eventualmente cosa debbono fare per accedervi.

Sergio Corbi

Amministratore e Partner di Financial Systems