

STUDI & CARRIERE

A differenza del resto del mondo, in Italia molte decisioni sono state rinviate al dopo Covid

Ipo, un anno con il freno tirato per le nuove quotazioni in Borsa

Pagine a cura
DI FEDERICO UNNIA

Il terzo trimestre del 2020 è risultato, nel mondo, il più dinamico degli ultimi 20 anni per raccolta complessiva delle offerte pubbliche iniziali (ipo) a livello globale. Eppure in Italia non è stato così: si sono registrate solo otto ipo nei primi nove mesi del 2020, in calo rispetto allo scorso anno. Come spie-

gare questo fenomeno? Certamente con l'effetto Covid, che ha frenato la voglia di quotazione. Ma anche per il futuro è forte il timore che più sarà lenta e incerta la ripresa economica maggiore sarà il rischio che progetti di ipo vengano rimandati ancora, se non del tutto cancellati.

«Negli ultimi due anni abbiamo seguito nove ipo, tra cui quella di Seif e di Techedge, due opa su Aim Italia nonché numerose operazioni di aumento di capitale, emissioni prestiti obbligazionari anche convertibili e warrant», dice ad *Affari Legali* **Lukas Plattner**, responsabile del dipartimento capital markets di *Nctm*. «Da parte nostra notiamo un mercato dei capitali particolarmente attivo con numerose tipologie di investitori che in questo difficile periodo hanno proposto diverse soluzioni di finanziamento alle imprese adatte anche per fronteggiare la crisi. I segnali sono buoni, la nostra pipeline si sta allargando con operazioni di diversi dimensioni, con qualche ipo anche sul nuovo segmento Aim Pro. La speranza è che sia prorogato il bonus quotazione almeno sino al 2023 e che venga risolta in via legislativa la questione

circa la piena applicabilità dei diversi incentivi fiscali previsti per gli investimenti in pmi e pmi Innovative, il legislatore deve assolutamente chiarire che gli Mtf come Aim Italia non sono dei mercati regolamentati dal punto di vista tributario, pena la perdita di investimenti fondamentali per la crescita delle pmi. E maga-

ri prevedere ulteriori robusti incentivi fiscali per colmare il financing gap che interessa le giovani imprese, quelle più innovative o a crescita accelerata». La fiducia nel debito pubblico domestico in questo momento è solida e le politiche fissate dalle Ue sono fondamentali per poter perseguire il rilancio dell'economia. «È imprescindibile che le forze di governo perseguano gli obiettivi prefissati in piena collaborazione con la Commissione Ue al fine di poter be-

neficiare quanto prima degli ingenti fondi che saranno messi a disposizione del nostro Paese. Se questo quadro si completa in tempi ragionevoli potrebbero esserci importanti opportunità di crescita per le pmi più dinamiche che potranno usare la raccolta di risorse sul mercato per perseguire le necessarie politiche di consolidamento del tessuto imprenditoriale», aggiunge Plattner.

Nonostante un andamento dei mercati altalenante, negli ultimi due anni **Pedersoli Studio Legale** ha seguito sei operazioni di ipo. Quattro sull'Aim Italia (tra cui Gear 1, una Spac (special purpose acquisition vehicle) che, dopo aver individuato quale società target Comer Industries - società attiva nella progettazione, produzione e commercializzazione di sistemi di ingegneria e soluzioni di mecatronica per imprese operanti nella costruzione di macchine per l'agricoltura - ha rapidamente eseguito e realizzato la business combination) e due sul mercato principale (Mta) di Borsa nonché diverse operazioni di raccolta dei capitali, tra cui, l'aumento di capitale di Juventus

«Una previsione può farsi

su un orizzonte minimo di 12 mesi, occorre prima su-

perare gli effetti delle incertezze di questi mesi», dice **Marcello Magro**, equity partner di Pedersoli. «Se dovessi scommettere, punterei sulle pmi e sull'Aim Italia, operazioni con timeo-market flessibile e rapido. Il mercato è oggi incostante e soprattutto penalizzante per l'Italia: si registrano operazioni positivamente concluse in Europa, per non parlare degli Stati Uniti, che danno fiducia (solo in Norvegia 4 la settimana scorsa) e nuove operazioni in fase di lancio. Mi aspetto, tuttavia, processi di pricing complessi da gestire, per le pmi, con meccanismi di aggiustamento prezzi/quote per tenere conto del grado di realizzazione dei business plans. Se guardiamo sia al mercato italiano che a quello Usa,

c'è ovviamente dinamicità e apprezzamento per i settori Covid-related, come IT e tech (dal cloud al food delivery per passare ai retailer online) ma il mercato sta già spostando il focus sul post-Covid. «Pharma e health-care penso resteranno in auge, così come i settori positivamente correlati all'Esg. Per l'Italia una rapida ripresa dei risultati del retail, fashion & luxury potrebbe essere la sorpresa nel mondo post-Covid e una spinta».

Pericoli nella strada della ripresa? «Matricole ambiziose, necessità di finanziare piani di sviluppo e interesse



Vittoria Giustiniani



Alessandro Merenda

Supplemento a cura di **ROBERTO MILLIACCA**
rmiliacca@italiaoggi.it
e **GIANNI MACHEDA**
gmacheda@italiaoggi.it



degli investitori – soprattutto nei settori It e tech – non mancano, ma non c'è dubbio che l'incertezza frena il mercato», spiega Magro. «Talvolta capita di vedere progetti interessanti sospesi o rimandati a causa proprio di importanti differenze sul pricing dettate da risultati storici ampiamen-

te influenzati dal Covid con prospettive più difficilmente conseguibili (e, quindi, "prezzabili") secondo gli investitori; difficoltà che invece non paiono frenare l'appetito degli operatori del private equity, che stanno realizzando ingressi nelle target anche con partecipazioni di minoranza, e degli operatori industriali più aperti anche a possibili partnership», aggiunge.

«È ragionevole guardare ai mercati, nei prossimi mesi, con cauto ottimismo. In tal senso sembrerebbero infatti deporre, oltre ai rumors sulle ipo di quelle aziende che hanno ritardato il processo nel corso del 2020, le valutazioni di stabilità macroeconomica alla base, tra l'altro, della revisione del rating da parte di Standard & Poor's che ha appunto riclassificato come "stabile" l'Italia in ragione delle misure economiche intraprese per contrastare la crisi, ritenute idonee a invertire i risultati degli ultimi mesi a riavviare la crescita economica. Nonostante questi elementi positivi, dovuti al permanere di fondamentali di mercato solidi, non può certamente negarsi che permangono elementi di disturbo che potrebbero rallentare la ripresa», ricorda **Marco Boldini**, partner e head della practice di Regulatory e FinTech di **Orrick Italia**. «Il tech, nelle sue diverse applicazioni (dal FinTech al BioTech), ha continuato a offrire soluzioni innovative anche alle nuove necessità emerse durante la pandemia, soffrendo così meno dei settori più tradizionali le difficoltà del periodo. Peraltro, la buona resistenza del tech alla crisi è emersa con chiarezza anche in altri settori, si

pensi ad esempio al successo che le imprese fintech hanno riscosso nei rispettivi mercati rispetto ai competitors tradizionali, anche in ragione della crescente necessità di digitalizzazione dei rapporti, come testimoniato dal successo delle iniziative di P2P lending e crowdfunding» conclude.

Altro studio molto attivo **Chiomenti** che nel biennio 2019-2020 ha complessivamente seguito sei operazioni di quotazione su Aim, tra cui in particolare l'ipo di Officina Stellare nel 2019 e l'ipo di Unidata nel 2020. «Al momento, stiamo lavorando su altri quattro progetti di quotazione Aim. Su Mta stiamo lavorando su due operazioni previste per metà dell'anno prossimo. Inoltre, lo studio nel 2019 ha

partecipato alla quotazione di Kaleyra sul New York Stock Exchange e ora sta lavorando su ulteriore dossier», ricorda **Manfredi Vianini Tolomei**, responsabile del dipartimento Listed companies, corporate governance and Capital Markets di Chiomenti. «La forte liquidità sul mercato porterà molte aziende a valutare il processo di quotazione sul mercato principale. Ci aspettiamo numerose operazioni anche se segregate ai settori di attività che non hanno risentito dell'epidemia. Nei limiti dell'attuale situazione di incertezza legata all'epidemia da Covid-19, riteniamo che anche il mercato Aim possa confermare il proprio andamento positivo (in termini di nuove operazioni e capitali raccolti) anche nei prossimi 6-12 mesi, seppur in maniera ridimensionata rispetto al 2019. Un impatto positivo potrà derivare dalla recente introduzione del segmento "professionale" dedicato esclusivamente a investitori qualificati/professionali, che l'incertezza attuale potrebbe contribuire, in negativo, ad una volatilità dei mercati che, a sua volta, potrebbe ritardare

i nuovi progetti di ipo. Di converso, riteniamo che ci possa essere spazio per le operazioni di aumento di capitale dove lo studio nel 2020 è stato a fianco di Bper, Tesmec e di alcuni azionisti di EPrice».

Per **Giorgio Vanzanelli**, partner Ecm di **Legance Avvocati Associati**, «l'evoluzione del settore nei prossimi mesi dipende dalla velocità e all'abilità con cui sapremo uscire dalla crisi Covid. Sem-

bra esserci molta liquidità sul mercato e l'investimento in equity è uno sbocco ideale; il rilancio delle ipo però non può basarsi solo su un coraggio simile a quello dimostrato da quegli imprenditori che in quest'autunno hanno "sfidato" il Covid, portando avanti con successo l'ipo della propria società nonostante l'incertezza, ma presuppone stabilità del mercato, ottimismo di sistema e sostanziali misure governative a supporto. Le ipo costituiscono uno sbocco

interessante per l'enorme liquidità che contraddistingue i tempi recenti; l'eleva-

to numero di ipo e le performance di tanti mercati esteri in questo difficile anno dimostrano come la pandemia non sia necessariamente un fattore di rallentamento delle borse. Come spesso accade, ciò che fa la differenza è l'approccio dei singoli Stati e, in partico-

lare, l'esistenza di una strategia chiara di medio-lungo periodo in termini di regole del gioco e, nello specifico, di benefici fiscali».

BonelliErede

ha seguito oltre dieci operazioni di quotazione nel corso degli ultimi due anni. Senza dubbio, l'operazione più significativa seguita è stata l'ipo di Nexi, che ha rappresenta-

to la maggiore operazione di quotazione per dimensioni in Europa nel 2019. «È ragionevole pensare che il mercato nei prossimi 6-12 mesi sarà «assorbito» da operazioni di raccolta di capitale di importanti dimensioni, in particolare da parte di banche, istituzioni finanziarie e importanti realtà industriali», dice **Victoria Giustiniani**, partner di BonelliErede. «Riteniamo, inoltre, che non mancheranno operazioni di ipo. Tuttavia, è probabile che tali operazioni interessino maggiormente il mercato Aim, dove le raccolte saranno di size più contenuta

e, pertanto, non si porranno in competizione con le operazioni di ricapitalizzazione delle blue chip».

«Al netto delle incertezze legate all'evoluzione del quadro epidemiologico e dello scenario sociale ed economico, un altro fattore che potrebbe rallentare le operazioni di ipo potrebbero essere le esigenze del mercato dei capitali di sostenere le grandi operazioni di raccolta di capitali cui si faceva riferimento in precedenza. In assenza di una decisa ripresa economica e finanziaria, infatti, l'esecuzione di tali operazioni potrebbe non favorire le ipo di player di importanti dimensioni, ponendole di fatto in competizione con le ricapitalizzazioni delle blue chip. Come anticipato, tuttavia, questo fenomeno

riguarderà le sole quotazioni di grandi dimensioni sul mercato primario, mentre interesserà solo marginalmente le ipo sull'Aim, dove la raccolta è tipicamente meno significativa, e sulle quali si registra un certo dinamismo», conclude Giustiniani.

«Siamo cautamente ottimisti e riteniamo che l'arrivo dei vaccini nella prima parte del prossimo anno possa avere impatti positivi sul mercato anche e soprattutto in un'ottica di un atteso ri-

torno alla normalità», attacca **Alessandro Merenda**, partner dello studio legale **Gianini & Origoni**, che aggiunge: «Sulla base della nostra esperienza, i settori che non hanno subito rallentamenti a causa della pandemia da Covid-19, sono il fotovoltaico, il settore delle manutenzioni infrastrutturali e, ovviamente, i settori digitale e tecnologico. Questi ultimi, anche a causa di talune scelte imposte dalla pandemia in corso, hanno persino beneficiato di un'accelerazione rispetto alle stime». Lo Studio negli ultimi 24 mesi ha assistito 11 società

nel processo di ipo, di cui tre sul Mercato Telematico Azionario («Mta») e otto sull'Aim Italia. In particolare Italian Exhibition Group, azienda leader nel settore fieristico quotata sul Mta e Salcef Group,

attiva nel settore delle manutenzioni e delle costruzioni ferroviarie, quotata sull'Aim Italia a seguito della business combination con la Spac Industrial Stars of Italy 3, che ha avviato anche il processo di translisting sul Mta, la cui chiusura è auspicata entro la fine dell'anno.

«Inoltre al momento stiamo assistendo anche alcune pmi nel processo di quotazione su Aim alcune previste entro la fine dell'anno, altre per l'inizio del 2021», aggiunge.

«Desta notevole interesse in questa situazione il nuovo segmento professionale Aim Pro che permette operazioni di

just listing con possibilità di aumentare la propria visibilità attraverso la quotazione

attendendo però condizioni di mercato migliori per la raccolta di nuovo capitale», sottolinea **Paolo Daviddi**, partner di **Grimaldi Studio Legale**. «Il peggioramento della situazione economica a livello nazionale e internazionale comporta per la maggioranza dei settori una compressione dei fatturati con impatti più che proporzionali sui principali elementi di valutazione delle potenziali matricole (Ebitda e Pfnin particolare). La compressione delle valutazioni rende inevitabilmente meno appetibile il processo di Ipo il cui risultato economico rende l'accesso al mercato economicamente meno interessante. Paradossalmente riducendosi le valutazioni il medesimo risultato economico potrebbe essere ottenuto incrementando il numero di azioni offerte al mercato ma in questo caso l'impatto diluitivo potrebbe ancora una volta scoraggiare gli imprenditori eventualmente interessati a valutare l'opportunità della quotazione».

© Riproduzione riservata



Marcello Magro



Manfredi Vianini Tolomei



Lukas Plattner



Paolo Daviddi



Marco Boldini



Giorgio Vanzanelli

Nei primi 9 mesi del 2020 si sono registrate solo 8 ipo