

Gelata registrata in Europa nel primo semestre. Segno positivo invece per le quotazioni sull'Aim

# Ipo, per chi guarda alla Borsa un 2019 con il freno tirato

Pagine a cura  
di **FEDERICO UNNIA**

**L**a Borsa perde appeal per le aziende che si vorrebbero quotare. I numeri parlano da soli: le Ipo in Europa, sebbene abbiano registrato un forte rialzo nel secondo trimestre del 2019, faticano a decollare. Dopo un avvio lento, infatti, secondo quanto emerge dal recente report «Ipo Watch Europe» di **PwC**, sulle offerte pubbliche di acquisto concluse in Europa nel 1° semestre 2019, emerge che sono state solo 53 e hanno raccolto 12,1 miliardi di euro, con ricavi in calo del 47% rispetto al primo semestre del 2018.

Le 5 maggiori operazioni concluse in Europa sono state Nexi spa (2,056 miliardi di euro), Network International Holdings plc (1,4 miliardi di euro), Stadler Rail AG (1,351 mld di euro), Traton SE (1,3 mld di euro), Trainline Plc (1,2 mld di euro). La Borsa di Londra si è confermata essere la più attiva: con 16 Ipo ha raggiunto il 42% della raccolta in Europa nel primo semestre pari a 5,1 mld di euro, con un secondo trimestre record dal 2014.

Borsa Italiana con 8 Ipo nella prima metà del 2019 ha registrato una raccolta pari a 2,1 miliardi di euro, di cui appunto quella di Nexi spa è stata la più significativa. Secondo **Mara Biscaro**, associate partner Capital Markets & accounting advisory di **PwC**, «il mercato delle Ipo in Europa rimane incerto, anche se alcune recenti importanti novità, quali le nomine europee, il venir meno della procedura di infrazione in Italia e alcuni segnali di distensione nei rapporti Usa-Cina, dovrebbero aver rimosso alcune delle incertezze che possono aver rallentato alcuni progetti di Ipo».

Qual è invece il polso degli studi legali sul trend delle Ipo? «La quotazione importa

dei cambiamenti radicali negli assetti societari e nella governance della società e una delle sfide principali per chi assiste dal punto di vista la quotando è quella di riuscire a far assimilare al management le nuove regole rispetto ad esempio alla gestione dei flussi informativi interni, alle operazioni con parti correlate o alla comunicazione col mercato», commenta **Lukas Plattner**, responsabile del dipartimento capital markets di **Nctm**. «Per lo studio, che negli ultimi 12 mesi ha seguito le quotazioni di Amm, Comer Industries, Seif, Techedge, Askoll Eva, Fervi, Grifal, le previsioni, per la seconda parte dell'anno salvo eventi macroeconomici imprevisti, sono più che positive, l'ecosistema che ruota intorno soprattutto ad Aim Italia è sano e robusto e



**Antonio Coletti**



**Alessandra Piersimoni**



**Mara Biscaro**



**Lukas Plattner**

in grado di assicurare un flusso costante di Ipo».

Tra le operazioni più significative seguite invece dallo studio **Latham & Watkins** spicca l'assistenza ai Joint Global Coordinator Banca Imi, BofA Merrill Lynch, Credit Suisse, Goldman Sachs International, Mediobanca - Banca di Credito Finanziario Spa e i Joint Bookrunners, in relazione all'offerta pubblica iniziale del valore di €2 miliardi di Nexi Spa, sul Mta gestito da Borsa Italiana, e a Banca Imi in qualità di sponsor in relazione alla quotazione sul Mta gestito da Borsa Italiana delle azioni ordinarie e dei diritti di assegnazione di Banca Interprovinciale spa e Spaxs, ha assunto la denominazione di Il-imity Bank spa. «L'attuazione di una governance adeguata e la realizzazione dell'operazione

nei tempi. Nello svolgimento del nostro incarico assistiamo le società e i soci nell'identificare e attuare un'adeguata struttura di governance, che nelle società a carattere familiare richiede un processo di education articolato e complesso», spiega **Antonio Coletti**, Office Managing partner di Latham & Watkins. «Inoltre, guidiamo le funzioni interne della società nella gestione e organizzazione di tutte le attività relative alla predisposizione della documentazione d'offerta e di gestione del processo autorizzativo con Consob e Borsa Italiana così da riuscire a cogliere tempestivamente le opportune finestre di mercato senza dover distogliere troppe risorse dalla gestione dell'attività ordinaria durante un periodo particolarmente complesso per la vita di tutta la società».

Parla di «percorsi estremamente strutturati, che mettono sotto pressione le strutture societarie chiamate a gestire, oltre all'attività tipica aziendale, una impegnativa fase straordinaria» dice **Alessandra Piersimoni**, partner e membro del Focus Team Capital Markets di **BonelliErede**. Il Focus Team, composto di 20 professionisti, ha assistito Covivio, la società che ha portato a termine la fusione con Beni Stabili, e Nexi nell'Ipo sull'Mta; nonché Sirio, leader nella gestione del catering commerciale nel settore ospedaliero, e Maps, pmi innovativa attiva nel settore della digital transformation, nella quotazione delle proprie azioni ordinarie sul listino Aim Italia. «Personalmente», spiega Piersimoni, «ho assistito Equita Group nella quotazione all'Aim nonché diverse Spac (Space2, Space 3, Space 4, Eps). I processi di Ipo tradizionali sull'Mta sono stati comunque non numerosi in Italia nel corso dell'ultimo anno e molte quotazioni sono avvenute come conseguenza di fusioni con Spac. A tal proposito negli ultimi anni abbiamo seguito la quotazione di Guala Closures Spa, di Aquafil Spa, di Icf Spa. È difficile fare previsioni per i prossimi sei mesi, in quanto le quotazioni sono sensibilmente influenzate dall'andamento dei mercati, che a loro volta risentono della situazione macroeco-

nomica, e, per quanto riguarda l'Italia, anche dalla percezione della stabilità politica del paese. Il mercato sta registrando dati positivi da inizio anno e ci sono rumors sia su vari progetti di nuove quotazioni sia su progetti accantonati che saranno riproposti. Per il mercato italiano l'ammissione a quotazione di nuove realtà industriali sarebbe un dato molto positivo».

Anche per lo studio **Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners** le operazioni seguite sono di prim'ordine: Gop, che opera con 20 professionisti dedicati all'attività di Equity Capital Markets, ha assistito Nexi nell'ammissione alla quotazione delle sue azioni sul segmento Star del Mercato telematico azionario (Mta), organizzato e gestito da Borsa Italiana. Altra operazione l'assistenza all'Italian Exhibition Group (Ieg), operatore del settore dell'organizzazione di eventi fieristici, nel collocamento di 5.392.349 azioni poste in vendita dagli azionisti Rimini Congressi e Salini Impregilo e riservato a investitori qualificati in Italia e istituzionali esteri ed a Garofalo Health Care nell'Ipo e nell'ammissione alla quotazione delle sue azioni ordinarie sul segmento Star del Mercato Telematico Azionario (Mta), organizzato e gestito da Borsa Italiana.

«Le incertezze che soprattutto il mercato italiano sta vivendo in questo periodo, anche legate alla situazione politica ed economica, stanno rallentando l'accesso al mercato principale delle aziende italiane», spiega sottolinea **Antonio Segni**, partner di Gop, «per cui non prevedo per il secondo semestre dell'anno in corso un numero significativo di operazioni. Tuttavia la cosiddetta «pipeline», vale a dire il numero di società pronte alla quotazione, tra cui vanno anche incluse aziende controllate da investitori istituzionali che puntano alla quotazione come strumento di monetizzazione dell'investimento, è piuttosto lunga e rimango ottimista soprattutto per il 2020, auspicando anche che le incertezze di cui dicevo si risolvano positivamente. Il mercato Aim

sembra invece non risentire della situazione generale e il numero di operazioni resta piuttosto consistente, probabilmente in conseguenza della più modesta entità delle offerte e della natura degli investitori».

Opera con un team negli uffici italiani composto di 5 professionisti **Cleary Gottlieb studio** che, sebbene sia stato impegnato in operazioni di rilievo, non prevede grandi progetti nei prossimi 6-12 mesi sempre a causa della concorrenza dell'attività di M&A. «Le società che intraprendono l'iter di quotazione affrontano mercati che hanno avuto un po' di volatilità e questo crea incertezza sulle valutazioni», spiega **Nicole B. Puppini**, associate di Cleary Gottlieb. In più la quotazione sui mercati regolamentati si trova in costante competizione con l'acquisto da parte di una molteplicità di operatori (fondi di PE, fondi sovrani, club deal) della quota destinata al mercato. Al momento gli asset illiquidi hanno più mercato di quelli liquidi! Un altro elemento di incertezza, ma anche di possibile semplificazione dei documenti di offerta, riguarda la piena entrata in vigore del nuovo regolamento prospetti con qualche significativa innovazione nonché il relativo processo di adeguamento della normativa secondaria domestica al momento in corso».

Controcorrente **Paolo Daviddi** partner di **Grimaldi Studio Legale** che ricorda come «la pipeline già in essere di operazioni è molto promettendo e diverse altre proposte di incarico si stanno concretizzando proprio ora in vista di quotazioni in chiusura entro la fine dell'anno». Lo Studio, che opera nel mercato dei capitali con 5 soci e 15 associati, ha seguito da ultimo Gibus, Amm, SG Company, Powersoft, TheSpac. «Lasciando da parte le problematiche tipicamente legate all'andamento dei mercati dei capitali, da cui in larga parte dipende il buon esito del collocamento, le problematiche probabilmente più

rilevanti riguardano la struttura di corporate governance. La grande maggioranza delle società italiane che si affacciano alla quotazione ha azionariati stabili di natura familiare all'interno dei quali vigono equilibri difficili da mettere in predicato. Il valore aggiunto rappresentato dalla nomina di amministratori indipendenti, dalla nomina di comitati preposti alla vigilanza del buon governo (parti correlate e remunerazioni in primis) e dall'adozione delle procedure suggerite dal codice di autodisciplina edito la Borsa Italiana non è sempre facile da spiegare e le difficoltà frapposte dai soci non sempre facilmente superabile» aggiunge Daviddi.

L'accesso al mercato dei capitali, come noto, è un problema per molte imprese, soprattutto quelle familiari. **Enrico Cecchinato**, associate partner di **Roedl & Partner**, studio di Padova, ricorda «per le società dell'area Nordest che approcciano all'iter di quotazione, come professionisti che seguono gli aspetti societari e tributari in diversi casi troviamo strutture adeguate a tali eventi, ma in vari altri il problema principale è la difficoltà da parte aziendale ad affrontare questa impegnativa procedura, nonché una certa diffidenza. È un traguardo importante per molte aziende, ma molto spesso ritengono troppo oneroso e impegnativo approcciare alla quotazione. Nell'area del Nord-Est ci potrebbero essere alcune società che possono avere intenzione di tentare la quotazione, ma il mercato al momento non è visto ancora appetibile».

Gli fa eco **Gabriele Consiglio**, partner di **Talea Tax Legal Advisory** secondo il quale «per le aziende imperniate sulla figura dell'imprenditore che le ha fondate o fortemente sviluppate, fenomeno tipico nel panorama italiano, le regole di governance e il regime di rigorosa informazione del mercato cui le società quotate devono adeguarsi impongono un cambiamento culturale im-

portante».

L'operazione più recente in ordine di tempo seguita dallo studio è stato il passaggio di Ivs Group S.A. (vending) al segmento Star del mercato telematico gestito da Borsa Italiana avvenuto il 30 aprile scorso. Guardando ai prossimi mesi Consiglio ricorda che «Per ovvie ragioni si cerca di «entrare» nelle fasi ascendenti del mercato. Difficile fare previsioni in questa congiuntura «nervosa» per vari fattori, non solo nostrani».

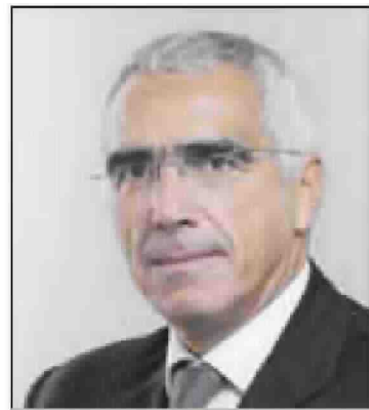
© Riproduzione riservata



**Enrico Cecchinato**



**Antonio Segni**



**Gabriele Consiglio**



**Nicole B. Puppini**



**Paolo Daviddi**

## Per gli studi legali d'affari il lavoro non si è ridotto

**MANUEL COPPOLA, BDO**

### Le Ipo, valido strumento di finanziamento per pmi

**B**do è l'advisor finanziario che vanta il maggior numero di Ipo seguite sul segmento Aim di Borsa Italiana. «Il giudizio sull'andamento del settore è positivo. Infatti, ricordando che nel 2017 e nel 2018 le Ipo sono state, rispettivamente, 24 e 26 (di cui 7 spac), si sottolinea la buona performance raggiunta dal comparto che evidenzia già 27 Ipo al 31 luglio 2019», spiega **Manuel Coppola**, partner di Bdo. «Questa situazione dimostra come le Ipo siano considerate sempre più come strumento di finanziamento alternativo rispetto al canale bancario; le società possono così finanziare i nuovi progetti e, nel contempo, ridurre la dipendenza dal sistema creditizio. Tutto questo garantisce poi una visibilità sul mercato di sicura importanza, soprattutto se si tratta di società che commercializzano all'estero e quindi a vocazione internazionale. Inoltre, data la relativa snellezza del processo ed i requisiti minimi di ammissione (se si valuta il mercato Aim), sono sempre più le società che stanno valutando se e quando iniziare un processo di Ipo. Infine, rispetto al 2018, tutti gli indici di riferimento sono positivi; nello specifico il flottante medio è in crescita, le valutazioni sono più «premianti», insomma si stanno ponendo le basi per attuare un cambio di

cultura e far sì che gli imprenditori siano sempre più inclini ad aprirsi al mercato dei capitali. Su quest'ultimo punto è importante sottolineare un'inversione di tendenza laddove, fino a qualche tempo fa, operare in tal senso era visto con diffidenza per il mercato domestico.

**Domanda. Avete seguito qualche progetto di quotazione in specifico?**

**Risposta.** Quest'anno, nel primo semestre abbiamo accompagnato 8 delle 12 società che sono approdate all'Aim confermando la nostra leadership sul mercato. A queste si aggiungono 2 Ipo sul mercato Euronext (Parigi). Stiamo iniziando a guardare con attenzione anche questo mercato e lavoriamo per essere punti di riferimento anche su quest'ultimo al fine di fornire il miglior servizio ai nostri clienti. Le borse europee hanno intuito che rispetto ai mercati principali, questi mercati dedicati alle Pmi sono meno legati ai cicli economici e permettono l'afflusso di capitale diretto e con vincoli di compliance meno stringenti.

**D. Quali problematiche vi trovate ad affrontare nella gestione di questi mandati?**

**R.** Sicuramente la difficoltà maggiore è quella di imbattersi in società che di fatto sono cresciute velocemente, magari senza solide basi; si fa riferimento, in particolare, alla carenza di un'adeguata struttura amministrativa nonché

all'esistenza di processi contabili quanto meno da implementare. Infine, un altro punto che evidenzia una qualche lacuna e che richiede un costante monitoraggio con conseguente azione di sostegno da parte degli addetti ai lavori, riguarda la preesistente mentalità dell'imprenditore e del management, orientata per tradizione su piccole realtà molto spesso a carattere familiare.

A questi va trasmesso un nuovo modo di pensare e quindi di operare, privilegiando sempre più la trasparenza e la tutela delle minoranze.

© Riproduzione riservata



Manuel Coppola

**ALESSANDRO DE NICOLA, ORRICK**

### Dall'Europa si chiede maggiore trasparenza

**N**uove regole in arrivo dall'Europa, chi si vuole quotare in Borsa. «Gli operatori del settore dovranno confrontarsi con le novità introdotte dal dlgs 10 maggio 2019, n. 49, che ha apportato modifiche al codice civile e al Testo unico della finanza, recependo la direttiva Ue 2017/828 meglio nota agli operatori come *Directive on Shareholders' Rights 2* o *Dshr2*», spiega ad *Affari Legali* **Alessandro De Nicola**, senior partner di *Orrick*. «Un testo che mira a incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti e aumentare la trasparenza tra società e investitori ed è volta a migliorare la governance delle società quotate per rafforzarne la competitività e la sostenibilità a lungo termine, tramite sia un maggiore e più consapevole coinvolgimento degli azionisti, sia una facilitazione dell'esercizio dei diritti spettanti a questi ultimi».

**Domanda. Quali implicazioni avrà la normativa per le società?**

**Risposta.** Le società quotate dovranno, da un lato, aggiornare i pro-

pri regolamenti e presidi interni per quanto riguarda le «operazioni con parti correlate» (fondamentale sarà il supporto dei comitati parti correlate e delle strutture interne, che applicano su base continuativa dette regole, ma anche dei legali esterni che supportano la società in materia di governance) e, dall'altro, modificare i propri abituali modelli informativi assembleari con riferimento alle «politiche in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti», dovendo rendere queste ultime più «chiare e comprensibili» e fornire maggiori dettagli su remunerazioni e compensi. Compliance fondamentale soprattutto alla luce del regime sanzionatorio modificato proprio per reprimere eventuali condotte tenute in violazione di tali norme».

**D. Le novità introdotte nel quadro regolatorio italiano in attua-**

**zione della Dshr2 contribuiranno a rendere i mercati più trasparenti e a ripristinare la fiducia degli investitori nelle società quotate?**

**R.** Il fatto che la normativa sia armonizzata a livello Ue garantisce che il mercato dei capitali nazionale non sia svantaggiato e non appaia più rigido o sovra-regolato agli occhi degli investitori istituzionali rispetto a mercati storicamente più attrattivi e competitivi. Come per molti altri presidi per la buona governance e la trasparenza dei mercati, è difficile pensare che

l'attuazione della Dshr2 porti a benefici economici diretti e immediati. È però certo che essa contribuirà, almeno in parte, a irrobustire la fiducia negli investitori».

© Riproduzione riservata



Alessandro De Nicola