



La quotazione per PMI italiane: pro e contro

Relatori: Edoardo Subert e Carlo Pagliani (Space Holding)

12 maggio 2022

Introduzione a Space Holding



Space Holding S.r.l. è una società d'investimento fondata nel 2013 da professionisti con esperienze complementari in operazioni di finanza straordinaria per le imprese ed in particolare nell'ambito dell'investment banking e del private equity.

Fra il 2013 e il 2018 ha promosso quattro SPAC - Special Purpose Acquisition Companies – investendo quasi 1 miliardo di Euro in importanti società italiane: FILA S.p.A., Avio S.p.A., Aquafil S.p.A. e Guala Closures S.p.A.. Le 4 aziende, leader nei propri settori di riferimento, sono state quotate direttamente al segmento STAR di Borsa Italiana grazie alle operazioni promosse da Space.

A fine 2019, Space Holding ha lanciato una nuova iniziativa nel private capital, Space Capital Club («SCC»), una piattaforma di investimento in forma di club deal con una dotazione iniziale di Euro 200 milioni. L'obiettivo è di apportare competenze e risorse finanziarie funzionali all'accelerazione delle prospettive di crescita delle società target, in partnership con imprenditori e management ambiziosi e potenzialmente orientati al mercato dei capitali.

Il primo investimento di SCC è stato finalizzato a fine 2020, con l'acquisto di una quota di minoranza, tramite aumento di capitale, di Adler Ortho S.p.A., società biomedicale attiva nella progettazione e produzione di protesi ortopediche ad elevato contenuto tecnologico e prodotte con stampanti 3D.

A inizio maggio 2022 SCC ha annunciato l'acquisizione di una quota di minoranza in Bruno Generators Group S.p.A., azienda leader nel design, produzione, distribuzione e noleggio di gruppi elettrogeni e torri faro.



Carlo Pagliani

Senior Partner di Space Holding, Board Member di Artainment WS, Overjoy, Fondazione Umberto Veronesi

Carlo Pagliani è nato a Milano nel 1962. Si laurea in economia aziendale all'Università Bocconi nel 1985. Inizia la sua carriera professionale alla Hambros Bank di Londra. Nel 1988 è entrato in Banque Paribas, prima a Londra e poi a Milano come responsabile della divisione di investment banking. Nel 1998 entra in Morgan Stanley dove diventa managing director, responsabile dei gruppi imprenditoriali italiani a conduzione familiare fino al 2013 e come senior advisor fino al 2015. Nel 2013 ha co-fondato Space Holding.



Edoardo Subert

Senior Partner di Space Holding, Board Member di Test Industry e di FIRC/AIRC

Edoardo Subert è nato a Milano nel 1960. Nel 1985 si laurea a pieni voti in economia aziendale all'Università Bocconi. Dopo aver iniziato la sua carriera professionale in Cast, nel 1987 entra in Citibank, dove diventa direttore della divisione M&A. Nel 1990 passa a Rothschild, prima a Londra, responsabile del desk italiano, e poi a Milano, dove diventa amministratore delegato, membro del Cda e partner del gruppo Rothschild. Fino al 2016 è rimasto come senior advisor del dipartimento di investment banking. Nel 2013 ha co-fondato Space Holding.

	<i><u>Pag</u></i>
1 Perché quotarsi? Pro e contro di essere una società pubblica	4
2 Il processo di quotazione	6
3 Strade alternative di finanziamento per la crescita	13
4 Conclusioni	14

Perché accedere al mercato dei capitali?

- 


A Rafforzamento della struttura finanziaria ed accesso facilitato a diverse forme di credito

 - Accesso ad una fonte di liquidità che consenta alla società di accelerare la crescita organica e inorganica
 - Possibilità di cristallizzare il valore della società e facilitare la crescita esterna offrendo azioni quotate come mezzo di scambio per operazioni di M&A, accesso facilitato al mercato obbligazionario, etc.

- 

B Soluzione di L.T. di apertura del capitale, mantenendo il controllo della società e migliorando la governance

 - L'apertura del capitale permette all'imprenditore di mantenere il controllo gestionale dell'azienda
 - Miglioramento della governance aziendale

- 


C Miglioramento dell'immagine aziendale

 - Aumentare la visibilità e il riconoscimento della società a livello globale da parte di diversi stakeholders (clienti, investitori, organi regolatori, pubblico)
 - La maggior trasparenza facilita i rapporti con l'estero e migliora lo standing creditizio

- 

D Maggiore attrattività per il personale

 - Le società quotate attirano e mantengono risorse umane più qualificate, anche grazie alla possibilità di incentivarli con strumenti quali azioni e stock option

- 

E Valorizzazione della società

 - Il confronto costruttivo con il mercato, gli analisti e gli azionisti può portare a migliorare i processi di crescita aziendali
 - Permette ai soci storici di avere maggior liquidità del proprio investimento: ad es facilita il passaggio generazionale, scollegando il destino della società da quello dei membri della famiglia che detiene il controllo

La quotazione rappresenta una scelta strategica che supporta la crescita aziendale, crea valore per gli azionisti e contribuisce al consolidamento di una storia aziendale di successo

Pro e contro di una società quotata

PRO

- Rafforzamento della struttura finanziaria ed accesso facilitato a diverse forme di credito
- Soluzione di Lungo termine: fonte di «capitale permanente»
- Apertura del capitale mantenendo il controllo formale e sostanziale
- Miglioramento della governance
- Miglioramento dell'immagine aziendale
- Maggiore attrattività per il personale
- Valorizzazione della società
- Confronto costruttivo con il mercato

CONTRO

- Obblighi di comunicazione da fornire al mercato e agli investitori
- Incombenze legate all'degustamento dei processi contabili, di controllo di gestione e delle strutture di Corporate Governance
- Necessità di creare consenso con un ampio numero di azionisti, analisti e il mercato in generale
- Esposizione del titolo alle turbolenze dei mercati finanziari (i.e. fattori politici / macroeconomici)
- Costi per il mantenimento della società quotata in Borsa

Il Processo di Quotazione

Preparazione	Due diligence	Istruttoria	Collocamento
Scelta consulenti (finanziario, revisori, avvocati, etc.) e sindacato di collocamento	Business due diligence	2 mesi da parte di Euronext Milan e Consob nel caso di quotazione sul mercato principale	Road show in Italia e all'estero e book building per collocamento istituzionale
Scelta mercato di Collocamento	Controllo di gestione adeguato (SCG) alle caratteristiche dell'azienda e al mercato di quotazione		Collocamento retail nel caso di quotazione sul mercato principale
Eventuale riorganizzazione società / Gruppo	Costruzione Equity Story		
Eventuali modifiche di governance	Scelta tempistica di quotazione	NON si ha istruttoria nel caso di quotazione su Euronext Growth Milan	
Certificazione bilancio	Organizzazione del consorzio di collocamento		
Adozione principi contabili internazionali per Euronext Milan e internazionali o italiani per Euronext Growth Milan			
Definizione piano industriale			

È ragionevole aspettarsi un tempo minimo di processo di IPO di **6-8 mesi per MTA** e di **3-4 mesi per Euronext Growth Milan**, senza considerare le attività pre-quotazione



Mercati
regolamentati

Euronext Milan – (ex MTA)

Mercato principale di Borsa Italiana dedicato a imprese di media e grande capitalizzazione e allineato ai migliori standard internazionali per permettere la raccolta di capitali provenienti da investitori istituzionali, professionali e privati

Euronext STAR Milan

Segmento titoli ad alti requisiti dedicato alle medie imprese

Euronext MIV Milan – Mercato Investment Vehicles

Mercato dedicato ai veicoli di investimento

Mercati non
regolamentati

Euronext Growth Milan – (ex AIM Italia) Mercato Alternativo del Capitale

Mercato con requisiti calibrati sulle esigenze delle PMI

Requisiti pre-IPO

	Euronext Milan (MTA)	Euronext STAR Milan (STAR)	Euronext Growth Milan (AIM)
Flottante	25%	35%	10% - min. 5 investitori istituzionali
Bilanci certificati	3	3	1 (se esistente)
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani o internazionali
Offerta	Istituzionale / Retail	Istituzionale / Retail	Principalmente istituzionale (retail con offerte < €8m)
Altri documenti	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT	Documento di ammissione
Market cap (€)	Min € 40 m	Min € 40 m – Max 1 bn	Nessun requisito formale
CDA (n.indipendenti)	TUF	Obbligatorio (N. nel Regolamento)	C.d.A con 1 amministratore indipendente
Comitato Controllo e Rischi	TUF	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Comitato Remunerazione	TUF	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Incentivi al top management	TUF	Obbligatorio (Remun. legata a performance)	Nessun requisito formale
Investor relator	Raccomandato	Obbligatorio	Obbligatorio
Sito Web	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale advisor	Sponsor / Global coordinator	Sponsor / Global coordinator	Euronext Growth Advisor / Global Coordinator

Fonte: Euronext Milan (sito web)

Requisiti post-IPO

	Euronext Milan (MTA)	Euronext STAR Milan (STAR)	Euronext Growth Milan (AIM)
Codice di Corporate Governance	Comply or explain	Parzialmente obbligatorio	Facoltativo
Specialist	Facoltativo (liquidity provider)	Obbligatorio (liquidity provider / 2 ricerche / incontri con investitori)	Obbligatorio (liquidity provider)
Informativa	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (TUF e Regolamento Emittenti)		Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (Regolamento AIM)
OPA	TUF – 30% per obbligatoria o 25% se non PMI e contendibili (20% - 40% statutaria per PMI), 60% per preventiva , 90%-95% per residuale		OPA Statutaria
Parti correlate	Procedure e obblighi informative		Procedure semplificate e obblighi informativi
Dati trimestrali	Non obbligatori	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre (esonero IV trimestre se relazione annuale pubblicata entro 90 giorni chiusura esercizio)	Non obbligatori
Dati semestrali	Sì – entro 90 giorni da chiusura semestre	Sì – entro 75 giorni da chiusura semestre	Sì – entro 3 mesi da chiusura semestre
Dati annuali	Sì – pubblicazione entro 120 giorni da chiusura esercizio	Sì – se entro 90 giorni da chiusura esercizio no IV trimestrale	Sì – pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio

I costi di quotazione

I costi di quotazione sono **investimenti** spesso necessari per migliorare la capacità competitiva e affrontare le sfide della crescita internazionale

ex. miglioramento dei sistemi di pianificazione strategica e controllo di gestione, affinamento delle strategie di comunicazione esterna ed interna

I costi di quotazione vanno sempre considerati unitamente ai **benefici** ottenuti con il servizio quotazione

ex. accesso capitali specializzati domestici e soprattutto internazionali; credibilità e prestigio dati dall'appartenenza a un mercato dallo standing internazionale; liquidità del titolo

Diversamente dal finanziamento bancario, i costi di quotazione si sostengono **una sola volta**, ma danno l'accesso al canale di finanziamento del mercato in via permanente

ex. la società può tornare sul mercato molte volte senza sostenere ulteriori costi di due-diligence

I costi di quotazione si suddividono tra costi variabili in base alla dimensione dell'offerta e costi fissi da sostenersi per preparare la società alla quotazione in Borsa.

Costi variabili

Costo del collocamento dei titoli – effettuato dal broker o global coordinator

- ✓ È calcolato in percentuale sul capitale raccolto, sono simili su tutti i mercati e all'aumentare dell'offerta aumenta il loro peso rispetto i costi fissi

Costi fissi

Costo per preparare la società alla quotazione da parte dei consulenti (Sponsor / Nomad, consulenti legali, revisori e altri eventuali consulenti)

- ✓ Dipendono dalla complessità aziendale e dallo standing del mercato di quotazione



- **Chi definisce il prezzo della società è il mercato. Gli advisor** che accompagnano la società in quotazione **intermediano tra le aspettative degli imprenditori e quello che gli investitori sono disposti a pagare**
- Per farlo, si avvalgono di metodologie che confrontano la società con le loro concorrenti quotate e chiedono un confronto ai potenziali investitori sui valori ipotizzati, fino all'ultima conferma al momento della raccolta degli ordini
- **Nella scelta degli advisor è cruciale considerare la conoscenza degli investitori a cui l'offerta si rivolge**

Fattori chiave per un IPO di successo

Tempistica del Collocamento

- Il mercato delle IPO è per sua natura **ciclico**, dipende da fenomeni **macroeconomici esogeni** che influenzano i) la performance operativa della società oggetto della quotazione ii) la propensione al rischio degli investitori e iii) la liquidità del mercato
- **Cogliere la finestra** di mercato **favorevole** è un fattore chiave per il buon esito di un IPO

Scelta del mercato di collocamento

- La scelta del mercato di collocamento dipende principalmente dalla:
 - **tipologia** di **mercato** in base alle caratteristiche ed esigenze della società (e.g. Euronext Milan o Euronext Growth)
 - **specializzazione** del mercato a livello settoriale (e.g. Nasdaq per società Hi-Tech)
 - **dimensione** e **liquidità** del mercato (e.g. n. di società quotate, capitalizzazione media, volumi medi scambiati)

Modalità di collocamento

- Offerta Pubblica di **Sottoscrizione** (OPS) = emissione di nuove azioni con ingresso di nuove risorse per la società
- Offerta Pubblica di **Vendita** (OPV) = cessione parziale di azioni esistenti con incasso per gli azionisti storici
- Offerta Pubblica di **Vendita** e di **Sottoscrizione** (OPVS) = mix tra le due opzioni sopracitate

Determinazione del prezzo di collocamento

- **Determinazione** di un **intervallo di prezzi** sulla base delle indicazioni degli investitori
- **Book-building: raccolta ordini** dei potenziali investitori (con evidenza di quantità e prezzo)
- Determinazione del prezzo di collocamento sulla base dei risultati del bookbuilding

Attività di marketing per la quotazione

- Pubblicazione e presentazione rapporto aziendale ad analisti finanziari
- Distribuzione ricerche elaborate dagli analisti delle banche del consorzio di collocamento a potenziali investitori
- **Roadshow: incontri** tra **management** della società e **potenziali investitori** nei maggiori centri finanziari

Attività post-quotazione

- **Stabilizzazione** del **prezzo** azionario nei 30 giorni successivi alla quotazione (e.g. utilizzo "greenshoe option")
- **Copertura** degli **analisti** attraverso **ricerche** approfondite (i c.d. "broker reports")
- Incontri di **aggiornamento** tra **manager** della società e **comunità finanziaria** almeno 2 volte all'anno post-IPO

	PRO	CONTRO
Debito (ordinario, subordinato, warrants)	<ul style="list-style-type: none">✓ <i>Bullet o amortising</i>✓ <i>Diluizione assente o limitata (e.g. warrant, bond convertibili)</i>✓ <i>Costo inferiore al costo dell'equity</i>✓ <i>Medio allineamento di interessi</i>✓ <i>Impatto nullo o limitato sulla governance</i>	<ul style="list-style-type: none">× <i>Gestione dei covenants</i>× <i>Riduce la flessibilità finanziaria dell'azienda</i>× <i>Necessità di montare un pool per importi rilevanti</i>× <i>Tempi di delibera e burocrazia del pool</i>
Private Equity/ Club Deal	<ul style="list-style-type: none">✓ <i>Supporto al ricambio generazionale</i>✓ <i>Spinta verso la managerializzazione</i>✓ <i>Supporto alla crescita</i>✓ <i>Efficientamento e razionalizzazione dei costi</i>✓ <i>Allineamento di interessi</i>	<ul style="list-style-type: none">× <i>Maggior costo rispetto al capitale di debito</i>× <i>Impatto rilevante sulla governance</i>× <i>Gestione wayout complessa</i>× <i>Soluzione «temporanea», non definitiva</i>
Borsa	<ul style="list-style-type: none">✓ <i>Valorizzazione chiara e trasparente della società</i>✓ <i>Monetizzazione e gestione del passaggio generazionale</i>✓ <i>Managerializzazione ed internazionalizzazione</i>✓ <i>Soluzione di lungo termine</i>	<ul style="list-style-type: none">× <i>Diluizione ma mantenimento del controllo</i>× <i>Costi dell'operazione</i>× <i>Obblighi di trasparenza e comunicazione</i>

- 1** **Aprire il capitale di un'azienda è importante per alimentare la crescita dell'azienda, rafforzare la struttura manageriale e affrontare il passaggio generazionale in maniera efficiente**
- 2** **La quotazione in borsa** rappresenta, per le società che rispettano i requisiti necessari, un'opportunità per accedere a capitali per **finanziare la crescita** organica/inorganica, **aumentare la visibilità, attrarre talenti e cristallizzare il valore** dell'azienda
- 3** Se non si hanno i requisiti, formali e non, per essere una società quotata, si possono fare degli **step intermedi di avvicinamento e preparazione alla quotazione**, come l'apertura del capitale ad un **fondo di private equity o ad un club deal di investitori**