

L'aumento dell'inflazione e dei tassi di interesse hanno frenato, nel Q3/2022, le quotazioni

Ipo e delisting, il mercato è in attesa di semplificazioni

PAGINE A CURA
DI FEDERICO UNNIA

Crescono i delisting di aziende quotate e frenano le Ipo. Pesano l'incertezza, l'inflazione e l'aumento dei tassi. Le offerte pubbliche iniziali sul mercato italiano, nei primi nove mesi del 2022, secondo l'«*EY Global Ipo Trends Q3*», sono state 19, con una raccolta di 1,4 miliardi euro, segnando un +168% rispetto ai 500 milioni di euro raccolti nello stesso periodo del 2021, con 21 Ipo. È stato il settore tecnologico a reggere di più, per numero di operazioni, mentre a guidare la raccolta è stato il settore energetico, con proventi in aumento del 176%.

Secondo il report di EY, a livello globale il numero di Ipo e la raccolta hanno evidenziato una contrazione: il numero delle operazioni, a livello globale, è in calo del 44% anno su anno e la raccolta scende del 57%. «I dati mostrano che proseguire nel 2022 il periodo di incertezza per le società, i processi di Ipo e gli investitori, che hanno dovuto affrontare crescenti sfide macroeconomiche, incertezze del mercato, crescente volatilità e calo dei prezzi delle azioni sui mercati globali, ulteriormente accentuato nel Q3 2022 dall'aumento dell'inflazione e dall'aumento dei tassi di interesse», dice **Paolo Aimino**, Ipo e Capital Markets Leader di EY in Italia. «Questa situazione sta portando la maggior parte delle aziende e degli investitori a ritardare o mettere in stand-by le proprie decisioni, allungando le tempistiche dei processi di Ipo, e ad assumere un approccio attendista in vista di un mercato azionario più stabile, positivo e meno volatile, che possa favorire migliori opportunità per il mercato delle Ipo».

Eppure l'Europa punta molto sui mercati dei capitali. Nella dichiarazione resa dai capi di Stato o di governo al termine del vertice di Versailles dell'11 marzo scorso, i mercati finanziari sono stati indicati come una priorità per sostenere le Pmi. La volontà di rilancio dei mercati pubblici da parte della Ue è legata alla semplificazione delle regole di accesso e permanenza per le Pmi, che necessitano di un quadro normativo certo e semplice e di mercati attrattivi e competitivi. In questo senso sta lavorando la Commissione europea, che a breve dovrebbe presentare la proposta legislativa denominata *Listing Act*, mentre il Mef ha in



Lukas Plattner



Cristina Cengia



Ugo Orsini



Alessandro Merenda



Marcello Magro



Italo De Santis

corso un lavoro analogo che ha già portato alla pubblicazione di un Libro Verde a febbraio 2022 accolto con entusiasmo dai partecipanti al mercato. Queste potrebbero essere delle prime azioni concrete per sostenere e rilanciare un settore, quello delle Ipo su Piazza Affari, oggi in fase di contrazione.

«Al di là dell'andamento contingente influenzato da fattori macroeconomici su cui è difficile fare delle previsioni, quel che rileva da punto di vista regolamentare è il fatto che i mercati finanziari sono tornati al centro dell'attenzione del legislatore Ue e domestico in quanto ritenuti fondamentali per il sostegno dell'innovazione e della crescita anche nell'ambito del Green Deal e della Digital Transformation avviata dall'Unione», spiega **Lukas Plattner**, partner coordinatore del Dipartimento mercato dei capitali dello **Studio Advant Nctm**. «L'auspicio è che la Ue e l'Italia perseguano in maniera spedita l'attività di semplificazione e modernizzazione del diritto dei mercati finanziari. D'altra parte, nel nostro Paese sono passati quasi 25 anni dall'adozione del Tufe 20 anni dalla riforma del diritto societario e una rivisitazione delle norme è indispensabile anche tenuto conto dell'entrata sul mercato di nuove forme di fin-

anziamenti per le Pmi (es. venture capital, crowdfunding, Mtf, debito corporate)».

La cattiva notizia è che tra il 2017 e il 2022 la Borsa Italiana, tra delisting e trasferimenti di emittenti all'estero (ultimo il caso a luglio 2022 di Exor, trasferitasi ad Amsterdam), ha bruciato quasi 100 miliardi di capitalizzazione. «La buona notizia è che in atto un movimento virtuoso, avviato a fine 2021 con una consultazione pubblica di Consob su alcune semplificazioni procedurali per armonizzare la normativa secondaria domestica a quella comunitaria e successivamente proseguito con il Libro verde del Mef e le modifiche al regolamento di Borsa Italiana in forza dal 3 ottobre 2022, all'esito del quale, insieme alle modifiche già in essere circa la tempistica dei processi di approvazione, il potenziamento del pre-filing e la lingua inglese per i prospetti informativi, è ragionevole attendersi ulteriori interventi, tutti orientati a rendere più agevole per gli emittenti la raccolta sui mercati di capitale di rischio», spiega **Cristina Cengia**, partner Legal capital market di PwC. «Tra gli ambiti per i quali è più urgente ed auspicabile un intervento ci sono la disciplina delle azioni a voto plurimo, le norme sugli aumenti di capitale (con la reintroduzione delle norme

emergenziali previste nel Decreto Semplificazioni), la dematerializzazione delle quote delle Srl per favorire raccolta e scambi sui mercati, anche a mezzo delle piattaforme di crowdfunding, così come le regole su contenuti e dimensioni contingenti dei prospetti informativi e il regime della responsabilità dei funzionari delle Autorità di vigilanza, al fine di disincentivare comportamenti difensivi e favorire l'esercizio adeguato della vigilanza». Il team che si occupa di Capital Markets in PwC legal è composto da sei professionisti, guidato da Cristina Cengia, ed è parte di un team multidisciplinare Equity e Debt Capital Markets composto da più di 30 professionisti. Tra le ultime Ipo ci sono quella di Convergenze e di eViso. Il team ha inoltre assistito Revo in relazione ad alcuni profili rilevanti nell'ambito dell'Ipo di quest'ultima su Euronext Growth. Lo studio sta inoltre assistendo numerosi processi di ammissione a quotazione su Euronext Growth e Euronext Milan previsti per il 2023.

«L'attuale situazione di mercato ha sicuramente impattato la pipeline delle potenziali Ipo», spiega **Ugo Orsini**, partner del dipartimento Corporate-Capital Markets di **Linklaters**. «Gli investitori si dimostrano più prudenti ma vigili e sempre pronti ad

ascoltare le storie di successo imprenditoriale che le aziende italiane sanno raccontare molto bene. È difficile prevedere, quantomeno nel breve periodo, se ed in quale misura, ci sarà una ripresa delle operazioni. In situazioni complesse come questa, le società che aspirano alla quotazione possono però avviare i propri percorsi, facendosi trovare pronte per quando il mercato ripartirà senza essere costrette ad inseguire tempistiche spesso sfidanti. In sostanza, l'andamento dei mercati non deve frenare il cambio «culturale» (in termini di organizzazione, governance, processi) che una quotazione spesso abilita, ma essere un'occasione per pianificare i passi futuri. Anche i recenti ed importanti interventi regolamentari volti a semplificare le operazioni di quotazione consentono di agevolare questo percorso, ancorché gli effetti più evidenti si vedranno probabilmente quando il mercato ripartirà. Sul versante delisting, è chiaro che la discesa dei corsi azionari rappresenta e ha rappresentato un'opportunità per alcune categorie di potenziali acquirenti, ma è solo una delle diverse ragioni (opportunità industriali, riorganizzazioni aziendali) di eventuali operazioni di delisting. L'auspicio non può che essere quello che appena possibile tali società ritornino sul mercato, più forti e più grandi di prima».

L'andamento del mercato riflette la difficile situazione economica che stiamo affrontando determinata dallo scoppio della guerra in Ucraina prima e dalla crisi energetica poi. Tuttavia il mercato azionario tecnicamente «anticipa» l'andamento dell'economia reale per cui secondo alcuni operatori potremmo aver quasi raggiunto la fase peggiore per i listini azionari. «Sino al mese di settembre abbiamo registrato un calo delle richieste di assistenza per operazioni di Ipo e l'interruzione delle operazioni in corso – specialmente quelle di maggiori dimensioni - dovute principalmente alla forte incertezza. Negli ultimi giorni, invece, registriamo una ripresa crescente delle richieste di assistenza per operazioni da effettuare indicativamente tra febbraio e giugno. In questo contesto, i delisting sono fisiologici poiché anche le aziende virtuose quotano con dei multipli a forte sconto e rappresentano degli ottimi investimenti per imprenditori e fondi di private equity», ricorda **Alessandro Merenda**, partner del diparti-

Indispensabile una rivisitazione delle norme sul settore

mento Diritto dei Mercati Finanziari dello Studio legale **Gianni & Orioni**. «Incentivare l'accesso delle aziende italiane in borsa - ed in particolare delle Pmi - ha dei risvolti positivi per l'economia del paese e favorisca la creazione di posti di lavoro. «Bisogna quindi continuare nel percorso intrapreso recentemente da Consob e Borsa Italiana semplificando l'iter di quotazione da un lato e dall'altro ampliando il novero degli incentivi e delle agevolazioni fiscali per le società quotate». Il team di equity capital markets di Gianni & Orioni è composto da circa 15 professionisti di diversa seniority. Nel corso del 2022 lo studio ha seguito diverse operazioni di quotazione, le ultime tre delle quali sono quelle di Rocket Sharing Company e di Farmacosmo, e la quotazione record di Tech-noprobe con una capitalizzazione di circa 4 miliardi.

«Il 2022 è iniziato con una pipeline ricca ma, a consuntivo, segnato da un netto calo di Ipo sia dal punto di vista del numero di operazioni sia per il valore dei collocamenti. Il trend è globale e l'Italia non ne è esente», dice **Marcello Magro**, equity partner di **Pedersoli Studio Legale**, esperto in mercati dei capitali. «La forte volatilità dei mercati è alla base della decisione di molte società di posticipare, o addirittura riconsiderare, il proprio ingresso sui mercati finanziari». **Pedersoli Studio Legale** ha affiancato la famiglia De Nora in relazione alla quotazione di Industrie De Nora, multinazionale attiva nel settore della green economy, su Euronext Milano, nonché nella stipula dei relativi patti parasociali con Snap. Inoltre Ferretti Group, leader globale nel settore della cantieristica navale, controllata dalla conglomerata cinese Weichai, nell'Ipo per la quotazione a Hong Kong e il Gruppo Ariston e gli azionisti di riferimento nel collocamento istituzionale per l'ammissione di Ariston Holding N.V. su Euronext Milan. «In questo scenario, non certo semplice, sono senz'altro da salutare positivamente i recenti interventi di Consob e Borsa Italiana sulle procedure di ammissione a quotazione, così come valutiamo positivamente i lavori avviati a livello europeo nel corso della consultazione sul *Listing Act*, auspicando che conducano a una semplificazione robusta del quadro regolamentare (intervendo ad esempio, sulle discipline del prospetto informativo e degli abusi di mercato) così riducendo gli oneri amministrativi, i costi di quotazione e le regole di compliance che talvolta possono apparire scoraggianti per le imprese che vogliono affacciarsi al mondo dei mercati finanziari, specie per le Pmi», aggiunge Magro. «Il quadro regolamentare deve poi trovare una sua «messa



Ludovico Rusconi



Augusto Santoro



Emanuele Trucco

a terra» proporzionata e bilanciata: è il tempo della accelerazione, semplificazione e prevedibilità dei processi; è il tempo della consapevolezza delle esigenze dei mercati, degli emittenti e dei suoi operatori.

Sono dell'avviso che modifiche del diritto societario italiano potrebbero parimenti andare nella direzione di incentivare l'ingresso di nuove società sui mercati regolamentati italiani. Pensiamo ad esempio ai vantaggi che il sistema finanziario italiano potrebbe trarre dalla revisione delle norme in materia di voto maggiorato o di voto multiplo che, ad esempio, incrementi il numero massimo di azioni cui un azionista potrebbe avere diritto. La tempistica è essenziale: le esigenze degli emittenti evolvono rapidamente, la competizione tra mercati e giurisdizioni è vigorosa; il *framework* regolamentare italiano dovrebbe essere modificato con rapidità costo l'erosione della propria competitività a vantaggio degli altri mercati.

Il dipartimento di capital market di Chiomenti si compone di circa 20 professionisti. Nel 2022 è stato coinvolto in rilevanti processi di Ipo sul mercato regolamentato (Plentitude), in buona parte sospesi o rinviati al 2023, sulle più rilevanti Opa finalizzate al delisting (LaDoria) nonché sui più importanti aumenti di capitale (Bmps, Saipem). «Il profilo della complessità, lunghezza e incertezza dell'istruttoria dinanzi alle autorità merita una riflessione più approfondita», spiega **Italo De Santis**, partner di **Chiomenti**. «Questo aspetto, infatti, da un lato risente della farraginosità della burocrazia italiana (fenomeno evidentemente troppo ampio e articolato per auspicarne la risoluzione limitatamente ai temi che ne occupano), dall'altro trova un limite quasi invalicabile in un *flone* giurisprudenziale che vede i commissari e funzionari Consob responsabili ex art. 2043 c.c. («Risarcimento per fatto illecito») per i danni subiti dagli investitori in conseguenza dell'inidoneo controllo sulla veridicità del relativo prospetto. Non v'è chi non veda come un simile approccio - senz'altro in astratto giustificato - si risolva in concreto in una sorta di incentivo avverso per cui, estremizzando, nella pro-

spettiva dell'autorità il focus della competitività del mercato di capitali italiano e l'obiettivo di favorire il più ampio accesso delle società a tale mercato cede il passo rispetto a una naturale diffidenza rispetto alla completezza e veridicità delle informazioni contenute nei prospetti informativi. Gli è che anche sotto quest'ultimo profilo, è auspicabile un intervento legislativo che ristabilisca un più ragionevole bilanciamento tra doveri e responsabilità della Consob».

Secondo **Ludovico Rusconi**, partner di **Baker McKenzie** «tenuto conto dell'attuale contesto macroeconomico, i temi che oggi, più che in passato, suggeriscono un approccio più che prudente e attendista verso la scelta di aprire il capitale ai soggetti esterni sono principalmente due.

In primo luogo, c'è l'esigenza di assicurare che la quotazione valorizzi correttamente l'impresa (il che vale soprattutto per le Ipo finalizzate a raccogliere capitale per la crescita). Di fatto la principale ragione dei rinvii delle operazioni programmate si incentra proprio sull'impossibilità di conseguire, nelle attuali condizioni di mercato, prezzi di collocamento che riflettono il reale potenziale di crescita delle imprese.

L'altro aspetto parimenti importante riguarda il processo stesso di quotazione. La quotazione è un processo complesso, non tanto e non solo nella fase di primo accesso al mercato (Ipo) ma anche e soprattutto nella successiva fase di mantenimento della quotazione. Richiede l'adozione di modelli e procedure organizzative che si traducono in costi aggiuntivi e ricorrenti per l'impresa, costi che in tanto sono giustificabili in quanto lo status di società quotata assicura (o possa ragionevolmente assicurare) un vantaggio effettivo e prevedibile per l'impresa. Un quadro macroeconomico come l'attuale (caratterizzato da una forte incertezza medio periodo) non pare giustificare sul piano della sana prudente gestione l'assunzione di tali costi aggiuntivi in vista del conseguimento di benefici futuri estremamente incerti.

Peraltro, proprio considerazioni in termini di costi/benefici hanno indotto di recente gli

azionisti di riferimento di società quotate in Italia ad optare per il delisting. Altro aspetto da tenere in considerazione è che benché il processo di quotazione sia, a livello europeo, largamente armonizzato, grazie ad una legislazione molto dettagliata e di immediata applicazione in tutti gli Stati dell'Unione, resta comunque il fatto che le singole autorità nazionali mantengono livelli di discrezionalità piuttosto marcati, e per certi versi eterogenei tra di loro».

Altro studio molto attivo è **Simmons and Simmons**, il cui team che segue il mercato dei capitali è composto da 5 professionisti. Di recente ha seguito l'Offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle azioni ed i warrant di SourceSense spa, promossa da Poste Italiane, l'emissione di azioni a voto plurimo da parte di MeglioQuesto spa e l'ammissione a quotazione sul mercato principale (Euronext Milan, già Mta) di Civitanavi System spa. «Il momento è particolarmente complesso per il mercato dei capitali (ed in particolare per le nuove ammissioni a quotazione) a causa del concatenarsi di tutti gli eventi di cui sopra nel medesimo contesto», spiega **Augusto Santoro**, partner di **Simmons and Simmons**.

«Il mercato ci ha però già abituati più volte in passato a fenomeni di stallo ed è dunque possibile (oltreché auspicabile) che tra qualche mese la situazione possa comunque stabilizzarsi. Dalla nostra prospettiva vediamo comunque operazioni di quotazione andate avanti -soprattutto con dimensioni di raccolta inferiori- seppur con una maggiore diffidenza da parte degli investitori ed una necessità di dilatazione dei tempi di perfezionamento delle operazioni straordinarie. D'altra parte - come usuale - si nota un forte trend di crescita dei delisting, agevolati da titoli ai minimi storici nonché comunque dalla presenza di grande liquidità disponibile ai compratori. Il trend appare destinato a continuare anche nei mesi a venire. In questo periodo di maggiore stallo dei mercati, sembrerebbe essere presente il miglior contesto per poter ripensare agli incentivi alla quotazione: prima di tutto quelli di natura fiscale (detrazione di

parte dei costi di quotazione) ma non di meno agendo su un set di regole che consenta agli imprenditori di «lanciare il cuore oltre l'ostacolo» ad esempio semplificando l'ulteriore raccolta di capitali con strumenti quali le azioni a voto plurimo e regole certe per un più veloce accesso al mercato».

E' cautamente ottimista **Emanuele Trucco**, partner di **Shearman & Sterling Studio Legale Associato** «nonostante le incertezze geopolitiche, un mercato florido di opportunità: ci sono molti imprenditori, più che in passato, intenzionati ad affacciarsi su mercati di capitali con una Ipo. Ovviamente le condizioni di mercato che si trascinano da mesi impattano i processi in corso come l'inizio delle attività per le nuove Ipo a livello italiano, europeo e globale. Nonostante un ambiente regolamentare e normativo mutato rispetto al passato, in cui Borsa Italiana e Consob cercano di facilitare sempre di più i processi di accesso al mercato, la domanda degli investitori per il prodotto equity è bassissima».

Nel 2022 **Shearman & Sterling** ha lavorato alle Opa per il delisting di Coima Res e Piteco, alle Ipo di Yolo e UPower e negli ultimi anni ha seguito le Ipo di Garofalo, Italo e Enav ed gli aumenti di capitale di Salini Impregilo (ora Webuild), Juventus, Anima Holding e Fila. «Nell'attuale contesto le Ipo di medie imprese italiane (che per dimensioni risultano piccole per i grandi investitori internazionali) sono le prime a ricevere un feedback non soddisfacente a livello di domanda nel processo di raccolta degli ordini in Ipo. In tale contesto, si moltiplicano le opa per il delisting ove in senso opportunistico, investitori e soci di maggioranza approfittano dei corsi di borsa bassi per acquistare il controllo di società mediante opa a valorizzazioni a sconto e procedere al delisting. Penso che sia una dinamica tipica dei mercati di capitali. Infine, se mi si chiedesse quale potrebbe essere il modo per agevolare le ipo in Italia, assumendo un ritorno alla calma della situazione geopolitica mondiale, reputo che sia l'introduzione di incentivi fiscali per i grandi investitori italiani (assicurazioni, fondi pensione, etc.) per l'investimento in prodotti equity. La creazione di una domanda significativa di investitori istituzionali italiani per le ipo locali renderebbe le operazioni meno suscettibili alle scelte di investimento dei grandi investitori internazionali, come di fatto accade nei paesi nordici».

— © Riproduzione riservata —

Supplemento a cura
di Roberto Miliacca
rmiliacca@italiaoggi.it
e Gianni Macheda
gmacheda@italiaoggi.it